

USNESENÍ

Krajský soud v Hradci Králové – pobočka v Pardubicích rozhodl soudkyně JUDr. Ivanou Bulisovou ve věci

- navrhovatelů: a) R [REDACTED] M [REDACTED], nar. [REDACTED]
bytem [REDACTED], [REDACTED], [REDACTED]
zastoupený advokátem Mgr. Tomášem Nachtigallem
sídlem Pravdova 1077, 342 01 Sušice
- b) **KOR BUSINESS LTD**, registrovaná v OR pro Anglii a Wales jako společnost č. 5047203
sídlem 2nd Floor, 9 Chapel Place, London EC2A 3DQ,
Spojené království Velké Británie a Severního Irska
zastoupená advokátem Mgr. Tomášem Nachtigallem
sídlem Pravdova 1077, 342 01 Sušice,
- c) [REDACTED]. P [REDACTED] S [REDACTED], nar. [REDACTED]
bytem [REDACTED], [REDACTED]
zastoupený advokátem Mgr. Tomášem Nachtigallem
sídlem Pravdova 1077, 342 01 Sušice,
- d) M [REDACTED] D [REDACTED], nar. [REDACTED]
bytem [REDACTED], [REDACTED]
- e) **OSDA - ČR - PARAMO**, IČO 72022426
sídlem Nádražní 532/157, 702 00 Ostrava
- f) [REDACTED]. M [REDACTED] P [REDACTED], [REDACTED], nar. [REDACTED]
bytem [REDACTED], [REDACTED]
- g) R [REDACTED] M [REDACTED], nar. [REDACTED]
bytem [REDACTED], [REDACTED], [REDACTED]
zastoupený advokátem Mgr. Tomášem Nachtigallem
sídlem Pravdova 1077, 342 01 Sušice

za

účasti:

- 1) **PARAMO a. s.**, IČO 48173355
sídlem Přerovská 560, Svítkov, 530 06 Pardubice
zastoupeného advokátem JUDr. Tomášem Křížkem
sídlem Návazná 1180/33, 165 00 Praha 6,
- 2) **UNIPETROL, a.s.**, IČO 61672190
sídlem Milevská 2095/5, Krč, 140 00 Praha 4
zastoupeného advokátem Mgr. Romanem Vojtou, LL.M,
sídlem Křižovnické nám. 193/2, 110 00 Praha 1

o přiznání jiné výše přiměřeného protiplnění

takto:

- I. Návrh na přiznání práva na jinou výši protiplnění za jednu kmenovou akci na majitele ve jmenovité hodnotě 1 000 Kč, ISIN [REDACTED] vydanou v zaknihované podobě společností PARAMO, a. s., se sídlem Pardubice, Přerovská čp. 560, 530 06, které činí 977 Kč podle usnesení valné hromady společnosti PARAMO, a.s. z 6. ledna 2009, se zamítá.

Shodu s prvopisem potvrzuje [REDACTED].

- II. Navrhovatelé jsou povinni zaplatit společně a nerozdílně České republice na účet Krajského soudu v Hradci Králové na náhradu nákladů, které stát platil, 601 709,82 Kč do tří dnů od právní moci usnesení.
- III. Navrhovatelé jsou povinni zaplatit společně a nerozdílně 1. účastníkovi PARAMO, a.s. na náhradu nákladů řízení k rukám advokáta JUDr. Tomáše Křížka, se sídlem Praha 6, Návazná 1180/33, PSČ 165 00 částku 152 944 Kč do tří dnů od právní moci usnesení.
- IV. Navrhovatelé jsou povinni zaplatit společně a nerozdílně 2. účastníkovi UNIPETROL, a. s. na náhradu nákladů řízení k rukám advokáta Mgr. Romana Vojty, LL.M., se sídlem Praha 1, Křižovnické nám. 193/2, PSČ 110 00 částku 261 777,50 Kč do tří dnů od právní moci usnesení.

Odůvodnění:

1. Návrhem doručeným 10. 12. 2008 se R. [REDAKCE] M. [REDAKCE], KOR BUSINESS LTD a [REDAKCE] P. [REDAKCE] S. [REDAKCE] /dále jen navrhovatelé a), b) a c)/ domáhali u zdejšího soudu přezkoumání přiměřenosti protiplnění za jednu akcii společnosti PARAMO a. s. (dále jen společnost) s nominální hodnotou 1 000 Kč v zaknihované podobě, akcie jsou kótované (dále jen akcie). Nepovažovali protiplnění ve výši 977 Kč za jednu akcii za přiměřené. Tvrdili, že společnost dosahuje v posledních letech dobré výkonnosti a dosažený čistý zisk na jednu akcii v roce 2006 činil téměř 200 Kč, v roce 2007 více než 150 Kč. Měli za to, že reálná hodnota vlastního kapitálu společnosti připadající na jednu akcii činí 1 797 Kč. Odkázali na transakci z 23. 11. 2007, kdy hlavní akcionář UNIPETROL a. s. (dále jen hlavní akcionář) koupil od tzv. holandských fondů akcie za cenu 1 250 Kč za jednu akcii. Dále navrhovatelé a), b), c) odkázali na nález Ústavního soudu České republiky z 27. 3. 2008, sp. zn. PL. ÚS 56/05 s tím, že za přiměřené protiplnění nelze považovat protiplnění, které je nižší než tržní cena akcie. Navrhli, aby soud přiznal právo na jinou výši protiplnění. Řízení je vedeno pod sp. zn. 44 Cm 277/2008.
2. Společnost navrhla návrh navrhovatelů a), b), c) zamítnout a společnost jako účastníka z řízení vyloučit. Předně měla za to, že z návrhu není patrné, čeho se navrhovatelé a), b), c) domáhají. Přezkoumání přiměřenosti protiplnění se jí netýká, o jejích právech a povinnostech se v řízení nejedná. Výši protiplnění považovala za přiměřené. Odkázala na Zprávu o ocenění – tržní hodnota obchodního jmění a jedné akcie společnosti PARAMO a. s. (dále jen Zpráva) vypracovanou společností American Appraisal s. r. o. (dále jen znalec AA), přičemž Zpráva byla vypracována podle dokumentu Komise pro cenné papíry Praha (dále jen KCPP) označené Znalecké posudky pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů (ZNAL). Česká národní banka (dále jen ČNB) udělila předchozí souhlas se zdůvodněním protiplnění v rozhodnutí z 28. 11. 2008, ve kterém se vypořádala i s námitkami některých minoritních akcionářů. Námitky

navrhovatelů a), b), c) proti výši protiplnění považovala za nedůvodné, základem pro stanovení výše přiměřeného protiplnění je hodnota celého obchodního jmění společnosti, ziskovost hlavního akcionáře byla správně zohledněna ve výši protiplnění a ta byla stanovena na základě metodiky diskontovaných peněžních toků (dále také jen DCF, discounted cash flow), která je jako vhodná uvedena i v samotném rozhodnutí ČNB. Zdůraznila, že kurz akcií není totéž jako reálná tržní hodnota akcie. V projednávané věci bylo v období od 14. 5. 2008 do 30. 9. 2008 na trzích RM systému (dále jen RMS) a Burzy cenných papírů Praha (dále jen BCPP) obchodováno jen 0,38 % akcií společnosti, přičemž převážná část poptávky byla tvořena jednou osobou. V posledních šesti měsících sledovaného období byly akcie společnosti titulem s likviditou v podstatě nulovou. Z toho dovozovala, že kurz akcií neodpovídal skutečné tržní hodnotě, jak je uvedeno i ve Zprávě a rozhodnutí ČNB. V listopadu 2007 hlavní akcionář odkoupil od společností MEI–Tsjechie en Slovakije Fonds N.V., MIDDEN EUROPESE BELEGINSMAAKSCHAPPIJ – SA a BLUE MOUNTAIN, s. r. o. (dále jen holandské fondy) 14,51 % podíl ve společnosti za cenu 1 250 Kč za akcii. Podle Zprávy byl hlavní akcionář ochoten tuto částku zaplatit, protože s sebou nesla zvýšení kontroly nad společností a odůvodněně zahrnovala určitou majoritní prémii, což vyplývá i z rozhodnutí ČNB, kde se uvádí, že většinový akcionář je obvykle ochoten zaplatit jistou přírážku za akcie, které mu chybějí pro dosažení podílu na hlasovacích právech nezbytného pro přijetí některých rozhodnutí valné hromady. To však u drobných akcionářů nepřipadá do úvahy. Částka 1 250 Kč za akcii je z hlediska výše protiplnění irelevantní.

3. Hlavní akcionář navrhl návrh navrhovatelů a), b), c) zamítnout. Návrh shledal za neurčitý, neopodstatněný a nedůvodný, není z něho patrné, čeho se navrhovatelé domáhají. Odkázal na Zprávu, rozhodnutí ČNB a materiál ZNAL. Rovněž měl za to, že podle rozhodnutí ČNB hlavní akcionář stanovil přiměřené protiplnění řádně a správně, při ocenění byly použity standardní postupy pro zjištění tržní hodnoty společnosti výnosovou metodou DCF a navrhovaná výše protiplnění řádně zdůvodněna. Kurz akcií společnosti nemůže vyjadřovat reálnou tržní hodnotu akcií z téměř nulové likvidity akcií ve sledovaném období. Částka 1 250 Kč za akcii zaplacená při nákupu akcií od holandských fondů nemůže být rozhodující, obsahuje dodatečný užitek v tom, že hlavní akcionář dosáhl nabytím 14,51 % akcií společnosti úrovně potřebné pro uskutečnění výkupu akcií, pro svolání valné hromady k přijetí rozhodnutí o přechodu ostatních účastnických cenných papírů, jedná se o cenu výjimečnou, odpovídá účelu, pro který hlavní akcionář akcie nakoupil, neodpovídá tržní hodnotě, hlavní akcionář byl ochoten zaplatit cenu vyšší o přírážku. Protiplnění 977 Kč zohledňuje rozumně očekávané budoucí zisky společnosti. Akcie společnosti byly obchodovány v zanedbatelných objemech, v období od 2. 5. 2008 do 13. 10. 2008 bylo na BCPP a na trhu RMS obchodováno jen 0,38 % z celkového objemu všech akcií společnosti. Poptávka v době od 14. 10. 2007 do 13. 10. 2008 byla tvořena jednou osobou, která nakoupila 87,63 % z obchodovaného počtu akcií. Navrhl delegaci věci k Městskému soudu v Praze, kde již bylo vedeno řízení na návrh [REDACTED]. M [REDACTED] P [REDACTED], [REDACTED].
4. V dalším svém podání hlavní akcionář má za to, že společnost není účastníkem řízení. Částka 1 250 Kč zahrnuje prémii a nemůže odpovídat tržní hodnotě minoritních nekontrolních akcií v rámci výkupu, a tudíž ani jako parametr pro stanovení výše přiměřeného protiplnění. Odkazuje na názor profesora M [REDACTED], který označuje kontrolní

prémii jako absolutně nebo relativně vyjádřenou částku, o kterou převyšuje hodnota akcie v majoritním balíku hodnotu akcie v balíku minoritním. Nejsou-li kótované akcie likvidní, jejich kurs nevyjadřuje reálnou tržní hodnotu akcií. Odkazuje na metodiku ZNAL, v případě nízké likvidity může být cena výsledkem pohledu několika málo konkrétních investorů, v případě nízkého počtu provedených transakcí nemusí mít k hodnotě žádný vztah. Odkazuje na rozhodnutí ČNB s tím, že v případě existence tzv. úzkého trhu s omezenou likviditou mohou existovat důvody i pro stanovení protiplnění pod úrovní tržního kurzu, je nejisté, zda by drobní akcionáři byli vůbec schopni za existující tržní kurz své akcie prodat. Sama ČNB provedla šetření ohledně obchodování s akciemi. Metody a postupy, které použil znalec AA ve Zprávě, vycházejí z obecně přijímaných a respektovaných zásad, znalec AA nebyl na výsledku ocenění závislý, vědomě neovlivnil posudek ve prospěch kterékoliv ze zúčastněných stran. Finanční plán je schopen zobrazovat rozumně očekávané budoucí výnosy a náklady, a plnit tak úlohu důležitého podkladu pro výpočet hodnoty podniku pomocí metody DCF nejlépe zobrazující hodnotu oceňovaného podniku, což finanční plán ve Zprávě plní. Vyjadřuje se ke stanovení diskontní míry, k bezrizikové úrokové míře, tržní prémii za riziko, k prémii za velikost firmy. Použití všech údajů veličin považuje za odůvodněné.

5. Návrhem doručeným 2. 3. 2009 se M [redacted] D [redacted] /dále jen navrhovatel d)/ domáhal vůči společnosti a hlavnímu akcionáři přezkoumání přiměřenosti protiplnění a stanovení správného protiplnění v řízení podle ust. § 183k obchodního zákoníku. Mimořádná valná hromada společnosti konaná 6. 1. 2009 rozhodla o přechodu ostatních akcií společnosti na hlavního akcionáře, který ke dni konání mimořádné valné hromady vlastnil 1 220 594 kusů akcií společnosti, souhrnná jmenovitá hodnota činila 91,77 % podílu na základním kapitálu a na hlasovacích právech společnosti. K přechodu vlastnického práva k akciím na hlavního akcionáře mělo dojít uplynutím jednoho měsíce od zveřejnění zápisu usnesení – rozhodnutí o přechodu ostatních akcií společnosti na hlavního akcionáře do obchodního rejstříku. Hlavní akcionář měl poskytnout ostatním akcionářům společnosti peněžité plnění ve výši 977 Kč za jednu akcii společnosti. Navrhovatel měl za to, že hodnota protiplnění je nesprávná. Řízení zahájeno pod sp. zn. 44 Cm 66/2009.
6. Ve vyjádření k návrhu navrhovatele d) společnost také navrhla, aby jí soud z řízení vyloučil. Namítala vady návrhu, není patrné, čeho se navrhovatel d) domáhá. Usnesení mimořádné valné hromady bylo do obchodního rejstříku zapsáno 8. 1. 2009 a 4. 2. 2009 bylo zveřejněno v obchodním věstníku, 4. 3. 2009 přešlo vlastnické právo k akciím na hlavního akcionáře. Pro účely ocenění vypracoval znalec AA Zprávu v souladu se zásadami KCPP - metodika ZNAL. Zprávu analyzovala ČNB rozhodnutím z 28. 11. 2008 a udělila předchozí souhlas se zdůvodněním výše protiplnění 977 Kč, neboť ve Zprávě byly použity standardní postupy pro zjištění tržní hodnoty společnosti a navrhovaná výše protiplnění je zdůvodněná.
7. Hlavní akcionář namítal, že návrh navrhovatele d) je nesrozumitelný, neurčitý, není zřejmé, zda žádá určení či plnění, navrhovatel d) neprokázal, že je zde naléhaný právní zájem. Navrhl návrh zamítnout. Odkázal na Zprávu i na použití metodiky ZNAL, na rozhodnutí ČNB o řádném a správném stanovení přiměřeného protiplnění výnosovou metodou DCF, výše protiplnění 977 Kč je přiměřená. Vzněl návrh na delegaci vhodnou k Městskému soudu

- v Praze. Usnesením z 3. 11. 2009 soud řízení zastavil s odkazem na ust. § 83 odst. 2 písm. d) o. s. ř., neboť již dříve o přezkoumání přiměřenosti protiplnění požádali navrhovatelé a), b), c). Vrchní soud v Praze usnesením z 18. 10. 2010 rozhodnutí zdejšího soudu změnil tak, že se řízení nezastavuje, další návrh je nutné považovat za přistoupení k prvnímu řízení.
8. Návrhem postoupeným z Městského soudu v Praze a doručeným zdejšímu soudu 27. 4. 2011 se navrhovatel OSDA – ČR – PARAMO /dále také jen navrhovatel e)/ domáhá přezkoumání přiměřenosti protiplnění za akcie společnosti. Odkázal na usnesení mimořádné valné hromady z 6. 1. 2009. Navrhovatel e) měl 55 ks akcií. Odkázal na Zprávu a na zveřejnění usnesení mimořádné valné hromady v obchodním věstníku 4. 2. 2009. Měl za to, že protiplnění určené hlavním akcionářem je neadekvátní reálné hodnotě akcie. Zisk na jednu akcii činil za rok 2007 asi 160 Kč. Navrhl, aby soud určil výši protiplnění 3 200 Kč za jednu akcii. Řízení zahájeno pod sp. zn. 44 Cm 1/2011.
 9. Návrhem doručeným zdejšímu soudu 30. 5. 2011 se po předchozím řízení vedeném Městským soudem v Praze (zahájeném 22. 1. 2009) domáhá navrhovatel ■■■■■. M■■■■ P■■■■, ■■■■ (dále také jen navrhovatel f) určení, že výše protiplnění 977 Kč za jednu akcii společnosti je nepřiměřená a jako přiměřená a spravedlivá se určuje ve výši 1 865 Kč. Odkázal na usnesení mimořádné valné hromady z 6. 1. 2009 a s výší 977 Kč za akcii doloženou Zprávou nesouhlasí. Má za to, že z výše vlastního kapitálu lze stanovit hodnotu na jednu akcii k 31. 12. 2007 na 1 865,10 Kč. S ohledem na zisk generovaný na akcii kolem 160 Kč za rok musí být hodnota akcie na finančním trhu vyšší než 2 000 Kč. Odkázal na platné účetní výkazy k 31. 12. 2007 ověřené auditem. Řízení zahájeno pod sp. zn. 44 Cm 2/2011.
 10. Hlavní akcionář měl za to, že navrhovatel f) neoznačil žádné důkazy k prokázání své aktivní věcné legitimace a nemůže mít naléhavý právní zájem na projednání věci. Částku 1 865 Kč odvozenou od vlastního kapitálu společnosti nepovažuje za přiměřené protiplnění. Námitku, že se ve společnosti očekávají zisky, považuje za bezpředmětnou, odkázal na zjištění výše protiplnění ve Zprávě za použití výnosové metody DCF, přičemž tato metoda počítá právě s tím, že společnost bude dosahovat určitých zisků a používá jako jeden z podkladů finanční plán, který ukazuje předpokládané budoucí výnosy společnosti a je významným podkladem pro výpočet hodnoty podniku podle metodiky ZNAL. Navrhl návrh navrhovatele f) zamítnout. Podáním ze 7. 10. 2009 odkazuje na své předchozí návrhy na delegaci vhodnou.
 11. Návrhem doručeným Krajskému soudu v Hradci Králové 3. 3. 2009, pobočce v Pardubicích postoupen 6. 3. 2009, se navrhovatel R■■■■ M■■■■ (dále také jen navrhovatel g) domáhal přezkoumání přiměřenosti protiplnění a přiznání práva na jinou výši protiplnění. Uvedl, že vlastní 392 kusů akcií, že 28. 11. 2008 ČNB udělila hlavnímu akcionáři souhlas se zdůvodněním výše peněžitého protiplnění 977 Kč za jednu akcii, téhož dne hlavní akcionář doručil společnosti žádost o svolání mimořádné valné hromady, dne 10. 12. 2008 bylo zveřejněno v Hospodářských novinách oznámení o svolání mimořádné valné hromady konané 6. 1. 2009, která přijala usnesení o přechodu ostatních akcií na hlavního akcionáře. Navrhovatel g) nepovažoval protiplnění 977 Kč za přiměřené. Minimální výše protiplnění neměla být nižší než na jednu akcii připadající hodnota vlastního jmění společnosti podle poslední účetní závěrky sestavené společností před přechodem akcií na hlavního akcionáře. Řízení zahájeno pod sp. zn. 44 Cm 73/2009.

12. Hlavní akcionář měl za to, že návrh navrhovatele g) byl doručen po lhůtě, považuje návrh za nesrozumitelný, neurčitý. Odkazuje na Zprávu, použitou metodiku ZNAL a rozhodnutí ČNB, protiplnění ve výši 977 Kč je správné, přiměřené. Navrhl delegaci vhodnou k Městskému soudu v Praze. Navrhl návrh zamítnout.
13. Společnost měla za to, že návrh navrhovatele g) byl doručen po lhůtě, která uplynula 4. 3. 2009. Společnost považovala návrh za neprojednatelný, navrhovatel g) nedokazuje naléhavý právní zájem. Namítá rovněž nedostatek podmínek pro své účastenství v řízení. Zpráva podle metodiky ZNAL je úplná, konzistentní, nezávislá, nestranná, transparentní. Hlavní použitá metoda je správná. Zprávu přezkoumala ČNB a souhlasí s jejím odůvodněním. Pokud soud nevyloučí společnost z řízení, navrhuje návrh zamítnout.
14. Usnesením z 3. 11. 2009 soud řízení s navrhovatelem g) zastavil kvůli zahájení řízení na návrh navrhovatelů a), b), c) a Vrchní soud v Praze usnesením z 1. 3. 2010 usnesení soudu potvrdil, avšak k dovolání navrhovatele g) Nejvyšší soud svým usnesením z 26. 10. 2010, č. j. 29 Cdo 3856/2010-109 rozhodnutí odvolacího soudu a soudu prvního stupně zrušil a vrátil k dalšímu řízení. Nejvyšší soud vyslovil, že v případě včasného podání návrhu navrhovatele g) bude s ním soud jednat jako s účastníkem řízení.
15. Navrhovatelé a), b), c), g) měli za to, že v tomto řízení je společnost účastníkem řízení s odkazem na § 183k odst. 3 obchodního zákoníku a ust. § 200e o. s. ř. Nesouhlasili s delegací věci Městskému soudu v Praze. Svůj návrh považují v petitu za projednatelný, označili právo, kterého se v řízení domáhají. Hodnota vlastního kapitálu z účetní závěrky má význam pro rozhodnutí ve věci, hodnota společnosti je zahrnuta v konsolidované účetní závěrce hlavního akcionáře. Zdůrazňují význam částky 1 250 Kč za akcii zaplacené v souvislosti s transakcí v listopadu 2007, koupi akcií za tuto cenu byla pro hlavního akcionáře mimořádně ekonomicky výhodná. Odkazují na nález Ústavního soudu sp. zn. PL. ÚS 56/05 se závěrem, že protiplnění nikdy nesmí být nižší, než tržní cena akcie, kurz akcií na veřejném trhu je totožný s pojmem tržní cena akcie. Emise akcií společnosti je emisí nejlikvidnější a odkazují na desítky emisí akcií, u nichž k vytěsnění minoritních akcionářů došlo. Vyjádřili se rovněž k finančnímu plánu uváděnému ve Zprávě, který není hodnotou, které lze výlučně důvěřovat a upřednostňovat před jiným přístupem ocenění, avšak nečinili finanční plán sporný. Výše protiplnění je v neprospěch menšinových akcionářů zkruslená, došlo k reálnému poklesu ceny ropy před konáním mimořádné valné hromady, pokles ropy nebyl ve Zprávě zohledněn. Namítali, že se znalec AA ve Zprávě nedostatečně vypořádal s odůvodněním diskontní míry ve výši 13 %. Nesouhlasili s použitím přírážky za malou společnost, neboť se tím snižuje hodnota společnosti. Znalec AA stanovil tuto přírážku ve výši 3,65 %, toto číslo není transparentní, odůvodněné ani opakovatelné. Mají za to, že cena akcie je přibližně dvojnásobná oproti částce 977 Kč.
16. Vrchní soud v Praze usnesením z 19. 1. 2010, č. j. Ncd 17/2010-187 přikázal věc vedenou pod sp. zn. 44 Cm 277/2008 Městskému soudu v Praze. Ústavní soud nálezem sp. zn. I. ÚS 938/2010 z 2. 11. 2010 usnesení Vrchního soudu v Praze z 19. 1. 2010 zrušil a následně Vrchní soud v Praze usnesením z 2. 2. 2011 zamítl návrh na přikázání věci Městskému soudu v Praze. Usnesení nabylo právní moci 14. 3. 2011.

17. Pro posouzení účastenství společnosti v řízení soud vyšel mimo jiné i z rozhodnutí Vrchního soudu v Praze, č. j. 7 Cmo 173/2009-85 v obdobné věci, kde vrchní soud dovodil, že účastníkem řízení je vedle hlavního akcionáře i akciová společnost, jejíž minoritní akcionáři jsou vytěšňováni podle § 183i a následujících obchodního zákoníku. Společnost je účastníkem řízení, o jejích právech a povinnostech se v řízení jedná, (viz také rozhodnutí Vrchního soudu v Praze sp. zn. 7 Cmo 68/2011). Soud proto návrhu společnosti na ukončení její účasti v řízení nemohl vyhovět.
18. V projednávané věci nemají navrhovatelé povinnost prokazovat naléhavý právní zájem, neboť obchodní zákoník jim přiznává právo návrh podat, aniž by úspěch návrhu podmínil existencí naléhavého právního zájmu, nejde o určení, zda tu právní vztah nebo právo je či není (viz rozhodnutí Nejvyššího soudu z 16. 12. 2009, sp. zn. 29 Cdo 4712/2007).
19. Navrhovatelé a), b), c) a g) navrhli, aby jim soud přiznal právo na jinou výši protiplnění bez uvedení konkrétní výše. Navrhovatel e) navrhl, aby soud určil protiplnění ve výši 3 200 Kč. Navrhovatel f) navrhl, aby soud určil, že výše 977 Kč je nepřiměřená a přiměřená výše protiplnění je 1 865 Kč. Navrhovatel d) navrhl, aby soud stanovil správnou výši a přiznal jinou výši protiplnění. Navrhovatel g) navrhl, aby soud přezkoumal protiplnění a přiznal právo na jinou výši protiplnění. Soud nevyzval navrhovatele k uvedení určité výše protiplnění, neboť není podstatné, zda navrhovatelé výši protiplnění uvedli, postačí, že navrhli přezkoumat výši protiplnění (viz rozhodnutí Nejvyššího soudu sp. zn. 29 Cdo 4712/2007), popř. přiznat právo na jinou výši protiplnění. V tomto řízení se žádný z navrhovatelů v žalobním petitu nedomáhal zaplacení, popř. doplacení protiplnění v přiměřené výši.
20. S odkazem na rozhodnutí Vrchního soudu v Praze z 16. 6. 2008, čj. UL 6/2008-67 s přihlédnutím k rozhodnutí Nejvyššího soudu z 10. 4. 2006, sp. zn. 29 Odo 1019/2006 (viz také rozhodnutí Nejvyššího soudu sp. zn. 29 Cdo 4712/2007, náleží Ústavního soudu sp. zn. IV. ÚS 1106/08) soud nerozhodl o spojení věcí ke společnému řízení ani o přibrání dalšího navrhovatele do řízení, neboť závěr, že o všech návrzích se vede jedno společné řízení, vyplývá přímo ze zákona. Věcně a místně příslušným je zdejší soud podle tehdy platného ust. § 200e o. s. ř.
21. Z výpisu z účtu majitele cenných papírů [REDAKCE]. P. [REDAKCE] S. [REDAKCE] ze Střediska cenných papírů soud zjistil, že na účtu došlo ke změně 12. 3. 2009, počáteční stav akcií emitenta byl 41 663 akcií a konečný zůstatek byl 0, jmenovitá hodnota 1 000 Kč. Přechod cenného papíru byl proveden na základě § 183i – n obchodního zákoníku v platném znění.
22. Z výpisu z účtu majitele cenných papírů k 29. 7. 2009 ze Střediska cenných papírů neměl navrhovatel OSDA – ČR - PARAMO jako majitel na účtu evidovány žádné cenné papíry, uvedeno „celkem počet cenných papírů 0“.
23. Ze zprávy Střediska cenných papírů ze 7. 1. 2009 vyplývá, že u emise společnosti je pro navrhovatele [REDAKCE]. P. [REDAKCE], [REDAKCE]. stav účtu V – volný.

24. Z výpisu z účtu navrhovatele b) ze Střediska cenných papírů soud zjistil, že má na svém účtu zůstatek 0 akcií společnosti k 12. 3. 2009 s poznámkou, že přechod cenných papírů byl proveden na základě § 183i – n obchodního zákoníku v platném znění.
25. Z listiny přítomných valné hromady společnosti 6. 1. 2009 soud zjistil, že se jí zúčastnili navrhovatelé a), c), f) a g).
26. Podle přílohy ke konsolidované účetní závěrce hlavního akcionáře s rokem končícím 31. 12. 2007 byl negativní goodwill 103 380 000 Kč po zakoupení 14,51 % akcií 23. 11. 2007 zaúčtován do ostatních provozních výnosů. Hlavní akcionář zakoupil v září 2008 3,73 % akcií, negativní goodwill v hodnotě 39 442 000 Kč byl zaúčtován do ostatních provozních výnosů. Podle výroční zprávy hlavního akcionáře za rok 2009 zakoupil hlavní akcionář 4. 3. 2009 8,24 % akcií společnosti a negativní goodwill v hodnotě 86 640 000 Kč byl zaúčtován do ostatních provozních výnosů.
27. Podle ročenky BCPP 2007, tj. přehledu emisí akcií ke dni 31. 12. 2007, činil v roce 2007 objem obchodů akcií společnosti 11 980 000 Kč, kurz akcie byl 1 201 Kč, akcie obchodovány na volném trhu. Podle přehledu emisí akcií k 31. 12. 2008 měly akcie společnosti na volném trhu kurz 1 013 Kč a objem obchodu v roce 2008 činil 6 872 000 Kč. Z vývoje kurzu akcie společnosti od 4. 3. 2008 do 3. 3. 2009 soud zjistil, že ke dni 9. 9. 2008 na BCPP činil kurz 1 375 Kč, k 14. 10. 2008 byl 1 198 Kč.
28. Ze Zprávy o ocenění společnosti vypracované pro hlavního akcionáře 22. 10. 2007 společností Erste Corporate Finance, a.s. (dále jen Erste CF) soud zjistil, že se hlavní akcionář hodlá zúčastnit výběrového řízení na odkoupení akcií od některých minoritních akcionářů, které představují cca 14,51 % celkového počtu akcií společnosti uvedených do oběhu. Erste CF vypracovala stanovisko ve věci tzv. fair value veškerých (100 %) akcií společnosti. Z metod DCF, metody založené na srovnatelných podnicích a metody založené na srovnatelných transakcích pokládá metodu DCF za nejpřesnější z nich. Podle této zprávy se na základě metody DCF hodnota společnosti k 9. 10. 2007 pohybuje v rozmezí od 1,31 miliard Kč do 1,86 miliard Kč. Ostatními dvěma metodami se hodnota společnosti orientačně pohybuje v rozmezí od 1,51 miliard Kč do 1,92 miliard Kč. Jako zásadní faktor pro stanovení hodnoty společnosti je prognóza vývoje cen surové ropy. Erste CF provedla ocenění na samostatné bázi, nepředpokládala další integraci s rafinerskou činností hlavního akcionáře nebo PKN Group, ocenění vyšlo z předpokladu trvání podniku, nepočítá s významnější investicí a nedochází k významné změně největších dodavatelů nebo odběratelů. Erste CF byl společností poskytnut kromě jiného střednědobý podnikatelský plán na roky 2008 – 2012.
29. Z usnesení č. 2/M11/2007 představenstva hlavního akcionáře z 8. 11. 2007 soud zjistil, že schválilo uzavření tří obsahově shodných smluv s holandskými fondy o celkové koupi 14,51 % podílu na základním kapitálu společnosti s kupní cenou za jednu akcií 1 250 Kč. Z vnitřní informace hlavního akcionáře z 9. 11. 2007 vyplývá, že holandské fondy jako prodávající uzavřely 9. 11. 2007 tři obsahově shodné smlouvy o koupi akcií s hlavním akcionářem a hlavní akcionář nabude akcie představující celkem 14,51 % podíl na základním kapitálu

společnosti, celková kupní cena činí 241 303 750 Kč. Z jedné smlouvy o úplatném převodu akcií z 9. 11. 2007 soud zjistil, že se účastníci smlouvy dohodli na kupní ceně 1 250 Kč za jednu akcií.

30. Ze zprávy hlavního akcionáře z 6. 3. 2008 adresované navrhovateli c) vyplývá, že ekonomickou návratnost nákupu 14,51 % podílu lze asi předpokládat, došlo-li by k odkupu i zbývajících podílu ve společnosti a získání 100 % kontroly a plné integrace společnosti do struktury hlavního akcionáře.
31. Podle prezentace – konsolidované finanční výsledky 2007 je jedním z důvodů koupě 14,51 % podílu ve společnosti získání plné kontroly nad společností, což umožní dokončit konsolidaci, vyloučit nesouhlas akcionářů a získat 100 % budoucích peněžních toků, uváděna návratnost v rozsahu 20 až 30 %.
32. Z vnitřní informace hlavního akcionáře ze 14. 10. 2008 soud zjistil, že hlavní akcionář jako vlastník akcií společnosti v podílu 91,77 % má v úmyslu provést výkup všech ostatních akcií společnosti ve smyslu § 183i a násl. obchodního zákoníku s tím, že poskytne ostatním akcionářům společnosti protiplnění ve výši 977 Kč.
33. Z výpisu z aplikace [REDAKCE] z 15. 5. 2018 soud zjistil, že G [REDAKCE] K [REDAKCE] je od června 2014 ředitelem strategie a obchodního vývoje hlavního akcionáře.
34. Ze Zprávy soud zjistil, že ocenění je zpracováno k 31. 8. 2008 za předpokladu pokračování činnosti společnosti – going concern. Znalec AA vyšel z finančního plánu společnosti na roky 2008 až 2012 v souladu s metodologií ČNB. Základní kapitál činil 1 330 078 000 Kč v počtu 1 330 078 akcií na majitele s nominální hodnotou 1000 Kč s charakterem kótovaných cenných papírů v zaknihované podobě. Znalec AA použil jako hlavní výnosovou metodu DCF, metody tržního srovnání a metodu aktuální ceny akcií na veřejných trzích považoval za podpurné a přiřadil jim nulovou váhu. Tržní hodnotu obchodního jmění společnosti stanovil na 1 300 000 003 Kč, hodnota jedné akcie metodou DCF činila 977 Kč. V listopadu 2007 hlavní akcionář koupil 14,51 % akcií od holandských fondů, dne 29. 8. 2008 uzavřel kupní smlouvu o koupi 3,73 % akcií od prodávajícího PKN Orlen, S. A., svého hlavního akcionáře, tak získal 91,76 % akcií. Metoda DCF je postavena na analýze diskontovaného peněžního toku, finanční toky diskontuje na jejich současné hodnoty s tím, že výnos splatný a obdrženy někdy v budoucnu má menší hodnotu než výnos, který byl získán dnes. Diskontní míru (míru odúročení) v modelu DCF stanovil ve výši 10,5 % pro celé plánované období a pro konečný rok. Diskontní míru vypočítal v podobě průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC). Náklady na vlastní kapitál stanovil znalec použitím modelu CAPM, který využívá bezrizikovou míru návratnosti a odpovídající prémii za tržní riziko pro investice do vlastního kapitálu a specifická rizika dané investice. Jako součást analýzy průměrných vážených nákladů kapitálu vybral 11 srovnatelných společností, z nich podstatná část pocházela z regionu společnosti. Vychází z bezrizikové úrokové míry 5,01 %, koeficientu beta 0,80, který vyjadřuje míru závislosti vývoje kurzu dané akcie na celkovém vývoji akciového trhu, z tržní premie za riziko akcie 5,5 %, premii za velikost firmy stanovil ve výši 3,65 %, tato premie se v modelu CAPM podle

názoru znalce AA často používá. Společnosti nepřidělil žádné specifické riziko. Náklady na vlastní kapitál modelem CAPM stanovil ve výši 13 %, nezapočítával do kalkulace WACC žádnou rizikovou prémii země. Dospěl k výpočtu průměrných vážených nákladů kapitálu 10,5 %. Do metody nezahrnul majetek, který se nepodílí na tvorbě finančních toků, 31. 8. 2008 nebyl identifikován majetek neprovozního charakteru. Metodou tržního porovnání s jedenácti společnostmi stanovil cenu akcie na 942 Kč. Objemy obchodů s akciemi na veřejných trzích hodnotí jako zanedbatelné, nelze jim dávat významnější váhu. V posledních šesti měsících bylo obchodováno na BCPP 1 042 kusů a na RMS 5 735 kusů akcií. Kurz akcie k 31. 8. 2008 byl 1 375 Kč na BCPP a 1 201 Kč na RMS, objemy hodnotí jako minimální. Jedná se pouze o podpůrný údaj pro ocenění. Koupě podílu od holandských fondů umožnila hlavnímu akcionáři získat silnější pozici ve společnosti, transakce nese aspekt zvýšení kontroly nad společností a zahrnuje majoritní prémii. Zvážil obvyklou výši této premie v rozmezí 10 % až 30 % a dospěl k závěru, že pro minoritní akcii vyplývá z této transakce hodnota v rozmezí 960 Kč až 1 400 Kč, k transakci došlo v době, kdy se tržní situace vyvíjela pro společnost příznivěji než v době zpracování Zprávy. Podle kupní smlouvy z 29. 8. 2008 nabyl od PKN Orlen, S. A. podíl 3,73 % s kupní cenou 954,50 Kč za jednu akcii. Vzhledem k nízkým objemům nebo specifickým podmínkám obou obchodů znalec AA nepovažoval transakce za reálnou indikaci hodnoty společnosti a v závěrečném shrnutí jim nepřiložil žádnou váhu. Indikaci podle výnosové metody považuje za nejvhodnější pro určení hodnoty jedné akcie, pracuje s aktuálním stavem a výhledem hospodaření založeným na konkrétních charakteristikách, výnosové metodě stanovující 977 Kč za akcii přiřadil znalec rozhodující váhu.

35. Ve zprávě z 5. 11. 2008 adresované ČNB hlavní akcionář kromě jiného předkládá tabulku obsahující srovnání likvidity vybraných titulů na BCPP, kde se v říjnu 2008 obchodovalo s akciemi společnosti v objemu 2 200 000 Kč, objem na tržní kapitalizaci byl 0,17 %, poměr obchodu s akciemi společnosti k jeho tržní kapitalizaci je velmi nízký.
36. ČNB svým rozhodnutím č. j. 2008-13690/570 z 28. 11. 2008 udělila hlavnímu akcionáři předchozí souhlas podle § 183n odst. 1 obchodního zákoníku se zdůvodněním výše protiplnění 977 Kč při výkupu účastnických cenných papírů podle § 183i a násl. obchodního zákoníku menšinovým akcionářům společnosti za jednu kmenovou akcii na majitele ve jmenovité hodnotě 1 000 Kč v zaknihované podobě vydané společností (dále jen rozhodnutí ČNB). Vyšla z údaje, že hlavní akcionář je vlastníkem 1 220 594 ks akcií a s nimi je spojen podíl na základním kapitálu a hlasovacích právech společnosti ve výši 91,77 %. Dovídala, že znalec AA se zabýval analýzou a prognózou vývoje trhu s ropou s nezávislými daty, věnoval pozornost produktovému portfoliu společnosti, analýze silných a slabých stránek. Souhlasila s finančním plánem použitým znalcem AA pro ocenění, s provedením finanční analýzy, včetně zadluženosti a řízení aktiv za roky 2003-2007, ze které vyplynula schopnost dlouhodobé existence společnosti, tj. předpoklad going concern. Pro určení tržní hodnoty akcií byla použita výnosová metoda ve variantě DCF Entity, založená na kalkulaci volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele. Diskontní míra byla stanovena na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu, použity standardní postupy pro zjištění tržní hodnoty společnosti výnosovou metodou, navrhovaná výše protiplnění 977 Kč je řádně zdůvodněna. K námitce menšinových akcionářů související s koupí 14,51 % akcií hlavním

akcionářem za cenu 1 250 Kč uvedla, že většinový akcionář je obvykle ochoten za akcie chybějící mu pro dosažení rozhodujícího podílu na hlasovacích právech zaplatit jistou přírážku, jinak by nemohl plánované opatření uskutečnit. ČNB uvedla, že při nuceném výkupu akcií konstrukce výše protiplnění není založena na zásadě rovného zacházení se všemi akcionáři, takže hlavní akcionář není povinen vyplácet v rámci nuceného výkupu akcií cenu, kterou za ně v minulosti zaplatil. Právní úprava výše protiplnění je založena jen na zásadě náhrady za ztrátu podílu na fungujícím podniku. K námitce, že se tržní kurz akcie společnosti na regulovaném trhu dlouhodobě pohybuje na úrovni kolem 1 200 Kč a s odkazem na názor Ústavního soudu vyjádřeném v nálezu sp. zn. Pl. ÚS 56/05, že se „přiměřenost ceny kótovaných akcií nikdy nemůže pohybovat pod hranici tržní ceny“, souhlasila s názorem, že nesmí být při zjišťování hodnoty podílu na kótované společnosti opomenut tržní kurz, ale požadavek na zohlednění tržního kurzu nelze absolutizovat, důvody pro stanovení protiplnění pod úroveň tržního kurzu jsou tam, kde existuje úzký trh s omezenou likviditou. ČNB odkázala na vyjádření hlavního akcionáře, že v období od 2. 5. 2008 do 13. 10. 2008 bylo obchodováno na BCPP a na trhu RMS jen 5 018 akcií, tj. 0,38 % všech akcií společnosti, respektive 4,58 % akcií společnosti, které k 13. 10. 2008 byly v majetku drobných akcionářů, na BCPP se od 14. 5. 2008 do 30. 9. 2008 zobchodovala pouze jediná akcie. Společnost měla v posledních šesti měsících v podstatě nulovou likviditu. ČNB provedla šetření ohledně obchodování s akciemi společnosti od 14. 10. 2007 do 13. 10. 2008 a dospěla k závěru, že jen malý počet osob obchodovalo s akciemi společnosti na trhu RMS, jednalo se o poptávku pouze jediného subjektu a dospěla k závěru, že pro naprostou většinu akcionářů společnosti trh RMS nepředstavoval dostatečnou záruku prodeje za existující tržní kurz. K námitce týkající se garance vlády na odstranění ekologických zátěží až 965 992 000 Kč, ČNB odkázala na str. 74 výroční zprávy společnosti za rok 2007, kde bylo uvedeno použití dotací na odstranění ekologických škod, byly ihned použity na úhradu dodavatelských faktur vystavených v souvislosti s prováděním prací na odstraňování těchto škod, a tudíž dotace nemají na hospodaření společnosti, ani na její hodnotu žádný vliv, neboť z dotací jsou pouze hrazeny dodavatelské faktury společnosti, které odstraňování ekologických škod provádějí. ČNB měla za to, že posouzení podle majetkového ocenění by znamenalo přijetí předpokladu spočívajícího v ukončení podnikatelské činnosti společnosti a prodeje majetku, jednalo by se o tzv. likvidační ocenění. Výnosové ocenění společnosti jako fungujícího celku se jeví pro odhad tržní hodnoty jako nejvhodnější. K námitce, že není reflektováno současně nízké využití výrobních kapacit, uvedla, že finanční plán počítá s využitím výrobní kapacity na úrovni průměru za období několika minulých let a přibližně odpovídá využití kapacity v roce 2007, tudíž není založen na současném nízkém využití výrobních kapacit.

37. ČNB se podáním ze 7. 4. 2009 vyjádřila k žalobě navrhovatelů a) a g) v řízení vedeném u Obvodního soudu pro Prahu 4 pod sp. zn. 32 C 50/2009, týkající se rozhodnutí ČNB. Trvala na tom, že výše protiplnění byla řádně odůvodněna, rozhodnutí ČNB je v souladu s právními předpisy a je věcně správné. Hodnoty vstupních veličin modelu CAPM byly dostatečně zdůvodněny a jsou v souladu s praxí uznávanými postupy i doporučeními odborné literatury. Vstupní data pro výpočet diskontní míry se opírala o objektivní údaje z nezávislých zdrojů a z doporučení odborné literatury (k použití prémie za velikost firmy ve výši 3,65 %).

38. Podle úplného výpisu z obchodního rejstříku společnosti bylo 2. 9. 1998 zapsáno 1 330 078 kusů akcií na majitele ve jmenovité hodnotě 1 000 Kč. Mimořádná valná hromada (hlavní akcionář má 91,77 % podíl na základním kapitálu, má 1 220 594 kusů akcií) rozhodla o přechodu ostatních akcií na hlavního akcionáře s tím, že hlavní akcionář poskytne ostatním akcionářům protiplnění ve výši 977 Kč, ČNB svým rozhodnutím udělila předchozí souhlas se zdůvodněním výše tohoto protiplnění.
39. Podle výpisu z obchodního věstníku soud zjistil, že informace týkající se společnosti byla publikována 4. 2. 2009 ve 12:00 hodin, základní kapitál 1 330 078 000 Kč, 1 330 078 Kč akcií na majitele, jmenovitá hodnota 1 000 Kč, v zaknihované podobě, před konáním mimořádné valné hromady převedl hlavní akcionář peněžní prostředky ve výši potřebné k výplatě peněžitého protiplnění na společnost Patria Finance, a. s.
40. Z povinného oznámení hlavního akcionáře z 2. 7. 2012 soud zjistil, že neplánuje obnovení chodu jednotek atmosférické a vakuové destilace ropy a hydrogenačního odsíření destilátů ve společnosti, jedním z důvodů je nízká komplexnost společnosti, a to k nutnosti omezit výrobu.
41. Z údajů ČNB, která 1. 4. 2006 převzala agendu Komise pro cenné papíry Praha (dále jen KCPP), vyplývá, že 2. 9. 2005 byla v Hospodářských novinách zveřejněna nabídka převzetí, cílovou společností byla společnost, nabídku převzetí navrhl PKN Orlen S.A. se skutečnou cenou akcie 978 Kč.
42. Ze stanoviska č. STAN/13/2005 z 9. 11. 2005 KCPP k některým otázkám spojeným s vytěsněním soud zjistil, že KCPP považuje srážka za minoritu stejně jako u nabídek převzetí za nepřípustnou.
43. Podle materiálu KCPP „Znalecké posudky pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů (ZNAL)“ ze srpna 2004 mají posudky pro doložení přiměřenosti ceny vycházet ze souboru metod ocenění založených na různých principech, přičemž hodnota akcie je určena jako alikvotní podíl na hodnotě čistého obchodního majetku a pojem tržní hodnota čistého obchodního majetku považuje KCPP za ekvivalentní k pojmu tržní hodnota vlastního kapitálu. Znalecký posudek musí být komplexní, úplný, vnitřně konzistentní (vzájemně slučitelný, přičemž vzájemně neslučitelné je např. u subjektu s povahou going concern použít metodu likvidační hodnoty), nezávislý a nestranný a opakovatelný. Použité metody musejí být zvoleny důvodně a odůvodněně s požadavkem vzájemné kontroly. Údaje musejí být spolehlivé a vždy transparentně užity, což je tehdy, když použité údaje pocházejí z věrohodného zdroje a zdroj je uveden. Hodnotu účastnického cenného papíru představuje hodnota práv v něm inkorporovaných. Za hodnotu uvedenou v § 183c odst. 3 obchodního zákoníku považuje KCPP *pro rata* podíl na tržní hodnotě cílové společnosti, nikoliv tržní hodnotu účastnického cenného papíru. Cenu označuje jako výraz používaný pro požadovanou, skutečně placenou nebo nabízenou částku či službu, tedy i za cenný papír. Cena se může odlišovat od tržní hodnoty vlivem mimořádných okolností trhu, osobních poměrů prodávajícího nebo kupujícího nebo vlivem

zvláštní oblíbenosti. Cena v případě nízké likvidity může být výsledkem pohledu několika málo konkrétních investorů na hodnotu akcie, přičemž v případě nízkého počtu provedených transakcí nemusí mít k hodnotě žádný vztah. K pojmu prémiová cena uvádí, že je zpravidla výsledkem obchodního případu pouze mezi dvěma subjekty, kterému obvykle předchází podrobná analýza obchodního případu, z čehož lze usuzovat na přesnější stanovení hodnoty akcií cílové společnosti než v případě obchodů s akciemi, které zachycuje cena průměrná. S pojmem průměrná cena odkazuje na § 183c odst. 3 obchodního zákoníku, který definuje tento pojem jako vážený průměr z cen, za něž byly uskutečněny obchody s předmětnými účastnickými cennými papíry v době 6 měsíců před vznikem povinnosti učinit nabídku převzetí, které byly evidovány Střediskem cenných papírů. Dodává, že český akciový trh je trhem s nízkou likviditou, takže průměrná cena nemusí vždy odrážet hodnotu akcie. V příloze tento materiál obsahuje náležitosti znaleckého posudku. Kromě jiného definuje metodu DCF jako metodu zobrazující nejlépe hodnotu oceňovaného podniku za předpokladu, že je splněna podmínka trvání podniku v dohledné budoucnosti a že hodnota podniku cílové společnosti je tvořena především hodnotou peněžních toků, jež podnik v důsledku své činnosti realizuje. Pro tuto metodu se užívá diskontní míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC) – varianta Entity nebo nákladů vlastního kapitálu – varianta Equity. Definuje také metodu srovnávací, která vychází ze srovnání s obdobnými transakcemi, resp. podniky, a je vhodné ji použít pouze v případě, že existují věrohodné údaje s dostatečnou vypovídací schopností o cenách zaplacených za podíly ve srovnatelných společnostech. Substanční metodu pro podnik s povahou going concern lze použít pouze v případě, že je provedeno ocenění všech hmotných a nehmotných složek podnikání a znalec identifikuje případnou výši hodnoty goodwillu nebo badwillu. Likvidační metodu lze použít pro podnik bez předpokladu nepřetržitého trvání v dohledné budoucnosti anebo je-li likvidace nejlepším naložením s podnikem. Metodu kapitalizovaných zisků lze použít jako metodu nejlépe zobrazující hodnotu oceňovaného podniku za platnosti předpokladů pro užití metody DCF, navíc musí být zřejmé, že v dohledné budoucnosti nedojde k výrazné změně v předmětu podnikání nebo v tempu růstu zisku nebo jiné obdobné proměnné způsobilé zobrazovat užítky plynoucí z provozování podniku vlastníkům podílů ve společnosti. Materiál také uvádí podstatu formy Entity, která vyžaduje použití peněžních toků pro akcionáře a věřitele spolu s diskontní sazbou na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu. Výsledkem je tržní hodnota investovaného kapitálu jako celku pro stávající užití, přičemž ke zjištění hodnoty čistého obchodního majetku je nutno odečíst hodnotu cizího kapitálu. Princip formy Equity vyžaduje paralelní použití volných peněžních toků pro akcionáře a diskontní sazby jako nákladů na vlastní kapitál. Výsledkem tohoto postupu je pouze hodnota čistého obchodního majetku. Pro účely povinných odkupů nelze používat tzv. srážky za minoritu, které mají odrážet omezenou možnost minoritních akcionářů ovlivňovat řízení společnosti. Konečná hodnota by měla být výsledkem pouze aplikace nejvíce vhodné metody, ostatní metody mohou být podpůrné, avšak považuje-li znalec více metod za stejně vhodné, zvolí nejpravděpodobnější hodnotu z rozmezí výsledků těchto metod a řádně odůvodní.

44. Z informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění (OCE) ze září 2014 soud zjistil, že ČNB chápe pojem fair value jako částku, za niž by bylo možné účastnický cenný papír směniti, a to

při transakci mezi nezávislými informovanými a ochotnými stranami. Za primární při vytěsnění považuje ČNB kurz cenného papíru na regulovaném trhu v České republice, avšak pokud nevykazuje účastnický cenný papír dostatečnou likviditu, alternativním postupem pro zjištění jeho hodnot je využití takových oceňovacích metod, které jsou na kapitálovém trhu běžně využívány k oceňování cenných papírů. Ocenění při vytěsnění by ideálně mělo být provedeno ke dni přechodu vlastnického práva na hlavního akcionáře. Dále z materiálu vyplývá, že: „Oceňování účastnických cenných papírů pro účely doložení přiměřenosti protiplnění jejich hodnotě se neřídí ustanoveními § 19 a 20 zákona č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku, podle kterých se kótované cenné papíry oceňují kurzem vyhlášeným k datu ocenění. Pro účely doložení přiměřenosti protiplnění hodnotě účastnických cenných papírů je způsobilý soubor metod ocenění založený na různých principech, pomocí kterých se zpravidla oceňuje společnost jako celek, přičemž hodnota akcie je poté určena jako alikvotní podíl na hodnotě čistého obchodního majetku.“ Informace již vychází z právní úpravy zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích. Pokud jde o datum ocenění a požadavky na obsah zpracování ocenění, jedná se v podstatě o shodu s materiálem ZNAL.

45. Usnesením z 19. 11. 2010, č. j. 73 Cm 22/2009-35 Městský soud v Praze v řízení vedeném na návrh navrhovatelů a), b), c), d), e), f) a g) přibral znalce Bohemia Experts s. r. o. (dále jen znalec BE) a uložil mu ocenit akcie společnosti ke dni rozhodnutí hlavního akcionáře o vytěsnění. Sdělením z 22. 3. 2011 tamní soud znalci sdělil, že přiměřenost výše protiplnění je třeba posoudit ke dni konání valné hromady 6. 1. 2009 a je nutno rovněž zohlednit případné změny ve společnosti k 4. 3. 2009, tj. přechodu vlastnického práva k účastnickým cenným papírům.
46. Znalec BE zpracoval znalecký posudek č. 110420 dne 20. 4. 2011 a stanovil hodnotu jedné akcie k datu 6. 1. 2009 na 898 Kč. Jako hlavní použil metodu DCF Entity. Použité metody majetkovou a tržně srovnávací považoval za podpůrné s kontrolní a informační funkcí. Vyšel z výše základního kapitálu 1 330 078 000 Kč a z počtu 1 330 078 akcií. Hlavní akcionář vlastnil k 6. 1. 2009 91,77 % akcií, ostatní akcionáři 8,23 % akcií. Metoda DCF převádí užítky generované společností v budoucnosti s předpokladem going concern na současnou hodnotu s tím, že užitek získaný v budoucnosti má menší hodnotu než užitek v stejné nominální výši získaný k datu ocenění, důvodem je nenulové riziko obdržení budoucího užítku a preference okamžitých užiteků. Vychází z finančního plánu pro období roku 2009 – 2016 jako první fáze, jako druhou fázi uvádí období od ledna 2017 do nekonečna, kde se počítá se stabilizací hospodářské situace. Diskontní míry stanoví pomocí modelu průměrných vážených nákladů kapitálu. Pracuje s rizikovou výnosovou mírou podle desetiletých státních dluhopisů USA. Znalec neidentifikoval žádný dlouhodobý majetek jako provozně nepotřebný, jako provozně nepotřebný majetek však identifikoval dlouhodobý finanční majetek 100 % podíl ve společnosti Mogul Slovakia s.r.o. Hodnota čistého obchodního majetku společnosti získaná metodou DCF Entity činí 1 194 467 000 Kč a přikládá tomuto výsledku váhu 100 %. Znalec použil také metodu likvidační hodnoty pro ocenění společnosti majetkovým přístupem. Tato metoda spočívá v odhadu hodnoty společnosti za předpokladu, že veškerý její majetek bude prodán a budou splaceny veškeré její závazky. Současnou hodnotu likvidačního majetku po zdanění k 6. 1. 2009 odhadl na 1 062 844 000 Kč. Znalec BE použil i ocenění společnosti tržně srovnávacím přístupem –

metodou průměrné tržní kapitalizace, vyšel z vypočtené průměrné ceny akcie společnosti z obchodů za 6 měsíců do 6. 1. 2009. Průměrný tržní kurz akcie činil za toto období na BCPP a RMS 1 096,80 Kč, což vypočítal z obchodů celkem 8 950 kusů akcií, tj. 0,67 % z celkového počtu akcií společnosti. Jedná se podle názoru znalce o velmi málo likvidní titul, tržní hodnota touto metodou nemá velkou vypovídací schopnost, znalec k ní přihlížel pouze informačně a nezahrnoval ji do konečného odhadu hodnoty akcie společnosti. Ocenění čistého obchodního majetku likvidační hodnotou, průměrnou tržní kapitalizací a účetní hodnotou přikládá váhu 0 %. Odhad hodnoty čistého obchodního majetku společnosti znalec BE vydělil celkovým počtem 1 330 078 kusů akcií a získal alikvótní podíl hodnoty čistého obchodního majetku společnosti 898 Kč po zaokrouhlení. Znalec BE neuplatnil srážku za minoritu, která vyjadřuje omezenou možnost menšinového akcionáře ovlivňovat řízení společnosti, a neuplatnil srážku za nelikviditu, která vyjadřuje sníženou obchodovatelnost menšinových obchodních podílů, neboť přihlížel k té skutečnosti, že vlastník oceňovaných účastnických cenných papírů je zbaven možnosti volby, zda a kdy akcie převede na hlavního akcionáře. V příloze č. 10 uvádí hodnotu akcie metodou průměrné tržní kapitalizace 1 097 Kč, metodou likvidační hodnoty 799 Kč a majetkovým přístupem metodou účetní hodnoty 1 817 Kč. V příloze č. 5 stanovil znalec BE celkové náklady na kapitál modelem průměrných vážených nákladů kapitálu a stanovil celkové náklady na kapitál (diskontní míry) 2009 na 8,7 %, 2010 na 9,9 %, 2011 na 10,3 %, 2012 na 10,8 %, 2013 na 10,9 %, 2014 na 11,2 %, 2015 na 10,9 %, 2016 na 11,0 % a na rok 2017 a dále stanovil diskontní míru 11,0 %.

47. Dne 19. 3. 2019 byl znalec BE vyslechnut. Znalec měl k dispozici střednědobý plán společnosti. Přírážku za malou společnost nepoužil, použil americké dluhopisy pro bezrizikovou úrokovou míru, lze použít české dluhopisy, oba modely jsou přípustné, použil koeficient beta (pro stanovení rizika) za rok 2008. Pro posouzení squeeze out není znalec limitován žádnými omezeními danými zákonem. Znalec vyšel z makroekonomické analýzy, v roce 2008 – 2009 začínala ekonomická krize, očekával se horší růst hrubého domácího produktu a horší vývoj ekonomiky. Prognózoval nižší tržby od roku 2010. Za první dva měsíce roku 2009 se projevíly nižší hospodářské výsledky, k nim přihlédl. Vývoj na přelomu roku 2008 a 2009 ovlivnil zhoršující stav společnosti. Rizika byla ve vysoké kolísavosti cen ropy a v závislosti na významných odběratelích. Hodnota akcie k 4. 3. 2009 by se s ohledem na aktualizované makroekonomické předpovědi pravděpodobně snížila.
48. Navrhovatelé a), b), c) a g) v podání z 21. 11. 2011 namítali, že posudek byl zpracován na základě zadání nepřislušného soudu a k přiřazení znalce nedošlo po slyšení účastníků, hodnota akcie byla stanovena k nesprávnému rozhodnému dni (rozhodným dnem je 4. 3. 2009). Částka 898 Kč je pod průměrným tržním kurzem akcie ve výši 1.096,78 Kč.
49. Hlavní akcionář měl za to, že Městský soud v Praze byl příslušným k zadání znaleckého posudku, rozhodl o něm usnesením z 19. 1. 2010, rozhodnutí Ústavního soudu sp. zn. I. ÚS 938/2010 z 2. 11. 2010 bylo veřejně vyhlášeno až 23. 11. 2010 a teprve následně doručováno.

50. Společnost považovala posudek znalce BE za věcně i formálně správný, neměla proti němu žádné námitky. Nadále navrhovala, aby ji soud z řízení vyloučil.
51. Usnesením z 8. 11. 2013 soud přibral do řízení Ústav oceňování majetku při Ekonomické fakultě Vysoké školy báňské - Technické univerzity Ostrava (dále jen znalec VŠB) s úkolem ocenit akcie společnosti k 6. 1. 2009 a k 4. 3. 2009, neboť znalec BE stanovil hodnotu k 6. 1. 2009. Usnesením z 27. 1. 2014 soud uložil hlavnímu akcionáři předložit znalci VŠB podklady pro nákup akcií společnosti od holandských fondů a umožnit přístup znalci do účetnictví. Usnesením z 24. 3. 2014 uložil znalci VŠB, aby se jeho úkony týkaly a dopadaly výhradně na přezkoumání přiměřenosti protiplnění za akcie společnosti.
52. Znalec VŠB zpracoval znalecký posudek č. UOM VŠB-TUO 190-09/43/2014 s datem vypracování 18. 7. 2014. Účetní cenu akcie stanovil ve výši 1 850,57 Kč. Dále uvedl, že od 1. 5. 1995 do 3. 3. 2009 se zobchodovaly akcie společnosti na BCPP a na RMS celkem za 523 126 000 Kč. Nepovažuje cenu 1 250 Kč z listopadu 2007 za nevýznamnou pro účely ocenění, neboť byla dosažena na volném trhu, splňuje požadavky definice ceny obvyklé, avšak pro minoritní vlastníky je nutno cenu upravit o případnou přírážku za majoritu. Má za to, že i relativně malé obchodované množství akcií a malý počet obchodníků představuje indikaci obvyklé ceny akcie na trhu, neboť od října 2007 do března 2009 se zobchodovaly akcie společnosti za 0,3 miliardy Kč. Znalec VŠB provedl majetkové ocenění. Jako první použil substanční hodnotu (nákladovou hodnotu) k 31. 12. 2008 s výsledky platnými i pro 1. čtvrtletí 2009. Substanční hodnotu na jednu akcii stanovil ve výši 1 776,28 Kč ze substanční hodnoty celkové 2 362 594 887 Kč pro 1 330 078 kusů akcií. Výnosové ocenění nepovažoval za nejvhodnější z důvodu subjektivního přístupu znalce k prognózám vývoje (budoucí vývoj nelze předpovídat s větší přesností) a k možnostem použít různé metodické postupy, nicméně i metodu výnosového ocenění použil. Finanční plán ponechal beze změn. Ve výnosové hodnotě započítal jedinou změnu oproti posudku znalce AA, a to v položce prémie za velikost firmy. Společnost nepovažoval za malý podnik. Společnosti přísluší prémie 0,80 %, tu považuje za nejprůkaznější a nejobjektivnější, pak hodnota akcie je 1 064,15 Kč. Při prémii za velikost firmy 3,65 %, kterou stanovil znalec AA, by hodnota jedné akcie činila 977,50 Kč. Při prémii za velikost firmy v hodnotě 0 % by byla hodnota akcie 1 094,81 Kč. Odkázal na autory Mařík, Maříková, kteří doporučují prémii za velikost firmy ve výši 0 % z důvodu ochrany minoritního akcionáře. Dále použil vážený průměr výnosové a nákladové (substanční) hodnoty, tímto postupem při prémii za velikost 3,65 % činí výsledek 1 110,63 Kč, při prémii 0 % ve výši 1 208,39 Kč, při prémii 0,80 % pak ve výši 1 182,84 Kč. Vážený průměr na jednu akcii na trzích BCPP a RMS od 29. 10. 2007 do 29. 4. 2008 uvádí ve výši 1 217,89 Kč. Vážený průměr na obou trzích za období od 5. 7. 2008 do 5. 1. 2009 byl 1 105,14 Kč, vážený průměr na obou trzích za období 3. 9. 2008 do 3. 3. 2009 byl 1 077,24 Kč. Jedná o odraz skutečného trhu a není podstatné, jednalo-li se o prodej relativně menšího počtu akcií a obchodovalo jen málo subjektů. Kromě obou trhů byly obchodovány ještě přímé nákupy, a to včetně nákupu 14,51 % akcií po 1 250 Kč. Vyslovil názor, že obvyklá cena nemůže klesnout pod šestiměsíční průměr podle obchodního zákoníku. Jako horní limit pro cenové rozpětí uvedl 1 217,89 Kč. Znalec VŠB stanovil obvyklou cenu jako aritmetický průměr uvedených rozmezí, považuje tento postup za nejobjektivnější, není závislý na subjektivních vstupech znalce, ale vyhodnocují se objektivní

výsledky. Odhad ceny obvyklé stanovuje k 6. 1. 2009 na 1 161,52 Kč a k 4. 3. 2009 na 1 147,57 Kč a oba výsledky podle zjištění a podle použití porovnávací, substanční a výnosové metody.

53. Na ústním jednání znalec VŠB doplnil, že se přiklonil k metodě porovnávací, neboť byla k dispozici databáze majetku - akcie a zjištění vyšlo z historických cen podle definice ceny obvyklé. Problém výnosové metody spočívá v problému predikovat výkonnost firmy v budoucím časovém období. Při použití této metody posudek a zjištění nejsou relevantní. Finanční plán jako predikce nemůže korespondovat s realitou. Stanovení ceny obvyklé také vychází ze zvyklostí. Sice se obchodovalo v menším množství, ale výsledná cena je dána průměry za příslušná období. Sledoval obchodování za tři šestiměsíční období, započítal i obchod s objemem 14 %. V ceně jsou obvykle obsažena všechna rizika, za majoritní balík je trh ochoten akceptovat přírážku. Pojem fair value není v českém systému definován. Znalec VŠB nepoužívá termín reálná hodnota. Použil prémii za malou společnost s koeficientem 0,80 %. Tuto přírážku nelze vyloučit, odborné názory nejsou v této otázce jednotné. Čím menší je společnost, tím je větší pravděpodobnost, že bude mít horší výsledek hospodaření, je chybou tuto přírážku nepoužít. Prémie za velikost se váže všeobecně k oceňování akcií, nikoliv jen pro oceňování při squeeze out. Odkázal na článek autorů Čiháka a Jeřábka vztahující se k použití metody výnosové. Metodika ZNAL jako interní předpis ČNB neměla na posouzení vliv, s postupy podle této metodiky se neztotožnil. Protože znalec VŠB vycházel z obchodů s akcemi, nepoužil srovnání s jinými společnostmi. I když v rozhodném období byl jen jeden kupec, neznamenalo to, že je posouzení hodnoty vadné. Srovnávací metodu považuje znalec VŠB za správnou, pokud je dostatek informací. Vždy by se měla v posudku objevovat cena obvyklá podle definice v zákoně o oceňování majetku, i když ČNB považuje v materiálu ZNAL metodu výnosovou za prioritní. Částku 977 Kč považuje za podhodnocenou.
54. Znalec PricewaterhouseCoopers Česká republika s. r. o. (dále jen znalec PwC) vypracoval 31. 10. 2014 revizní zprávu k posudku znalce VŠB s cílem analyzovat použité metody a předpoklady s významným dopadem na hodnotu akcie společnosti. Znalec PwC má za to, že posudek znalce VŠB není v celém rozsahu přezkoumatelný tak, jak požaduje metodika ČNB. Porovnávací metodu vycházející z pozorovaných cen akcie na akciovém trhu (jinak také metodu přímé tržní kapitalizace) považuje znalec PwC za nevhodnou z důvodu nízké likvidity akcií společnosti. Nízkou likviditu konstatovala i ČNB v rámci svého vyjádření, dále i znalec AA a znalec BE. Pokud jsou akcie málo likvidní, není cena akcie dobrým indikátorem hodnoty. Podpůrnou metodu - substanční provedl znalec VŠB zjednodušeně s chybami. Výnosovou metodu použil jen jako podpůrnou. Úpravu premie za malou společnost z 3,65 % na 0,80 % nepovažuje znalec PwC za důvodnou. Uzavírá, že znalec VŠB zvolil metody a postupy, které nejsou v souladu s běžnou praxí, ani s požadavky ČNB a neodpovídají požadavkům konkrétního případu ocenění. Závěr znalce VŠB, že přiměřené protiplnění 977 Kč je podhodnocené, znalec PwC považuje za nedostatečně důvěryhodně podložené. Pokud jde o fungující společnost, je preferovanou výnosová metoda, kterou však znalec VŠB považoval za manipulovatelnou. Znalec připojil prohlášení podle § 127a o. s. ř.

55. Navrhovatelé a), b), c), g) vznesli námitku podjatosti znalce PwC. Usnesením z 20. 5. 2015 soud rozhodl, že znalec PwC není vyloučen z podání znaleckého posudku. Usnesení nabylo právní moci 5. 6. 2015.
56. Ve znaleckém posudku č. 219-15/2015 z 20. 4. 2015 znalec APELEN Valuation s. r. o. (dále jen znalec AV) reviduje znalecký posudek znalce VŠB, zejména se měl vyjádřit k volbě metod ocenění a ke správnosti metody porovnávací a ke správnosti konkrétního ocenění metodou DCF. Dále měl ocenit akcie společnosti k 6. 1. 2009 a k 4. 3. 2009. Znalec AV připojil doložku dle § 127a o. s. ř. Znalec AV nepovažuje ocenění obvyklou cenou podle zákona č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku pro stanovení přiměřeného protiplnění za vhodný způsob. Odkázal na metodiku ZNAL, podle které se v tomto případě posouzení neřídí zákonem o oceňování majetku. Znalec AV odlišuje tržní cenu akcie od pojmu cena akcie vyjádřená jako alikvótní podíl na tržní hodnotě společnosti. Definuje tržní hodnotu jako odhadnutou částku, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku. Při výkupu účastnických cenných papírů nejde o dobrovolnou transakci. Podstatou ocenění při squeeze out je zjistit spravedlivou hodnotu neboli fair value, která v ekonomické rovině plně odškodní vlastníka nedobrovolně zbaveného majetku. Za základní metody při oceňování označuje výnosové metody, zejména metodu diskontovaných peněžních toků DCF. Porovnávací metody slouží pro účel kontroly, mohou být aplikovány jen jako doplňkové. U společnosti je dán předpoklad going concern. Znalec VŠB metodu DCF použil, ale se závažnými chybami. Za nesprávné považoval tvrzení znalce VŠB, že nabytí balíku 14,51 % akcií v roce 2007 má významnou indikaci hodnoty akcie v roce 2009. Jde o minoritní balík nabytý s velkým časovým odstupem před dnem ocenění. Porovnávací metoda jako rozhodující může být použita tehdy, pokud by došlo k prodeji velmi podobné celé společnosti. Srovnatelná transakce realizovaná nebyla a prodej jednotlivých akcií nelze srovnávat s prodejem celé společnosti. Vyslovil, že neexistuje vazba mezi cenou akcií na trhu a alikvótním podílem na hodnotě společnosti tvořícím základ pro výši přiměřeného protiplnění. Pro účel ocenění akcie metodou DCF přírážka za malou společnost nemá být v žádném případě použita. Odkazuje na názor profesora Maříka a docentky Maříkové publikovaný v roce 2013, podle kterého při squeeze out autoři nepovažují přírážku za malou společnost za aplikovatelnou. Podle názoru profesora Damodarana má tato přírážka statistický význam, nejedná se o ekonomický koncept. Znalec AV odkazuje na různé prameny z německé literatury, z americké literatury s tím, že velikostní efekt se zmenšil či zcela zmizel od konce 80. let a menší velikost není sama o sobě zdrojem rizika. Znalec VŠB výnosovou metodou stanovil hodnotu akcie s přírážkou 0,80 % na částku 1 064,15 Kč, při aplikaci přírážky 3,65 % stanovil hodnotu na 977,50 Kč a při nulové přírážce na částku 1 094,81 Kč za jednu akcii. Znalec AV při aplikaci metody DCF Entity vychází z rozdělení budoucího období na dvě fáze. Pro náklady na vlastní kapitál vychází z modelu CAPM, stejný postup použil znalec AA a znalec VŠB. Rozdílný je názor na přírážku za malou velikost, která by neměla být aplikována. Ve Zprávě byla aplikována prémie 3,65 % a znalec VŠB alternativně aplikoval přírážku 0,8 % a 0 %. Výnosovou metodu na bázi DCF znalec VŠB použil, ale s významnými početními chybami. Po korekci těchto chyb znalec AV hodnoty přepočtl a dospěl k těmto výsledkům: s přírážkou 0 % činí hodnota jedné akcie k

6. 1. 2009 částku 1 545 Kč, při přírážce 0,80 % činí hodnota k témuž dni 1 374 Kč, při přírážce 0 % k 4. 3. 2009 činí hodnota akcie 1 566 Kč, při přírážce 0,8 % k témuž dni 1 394 Kč. Přírážka za malou společnost hodnotu akcie snižuje.
57. Znalec AV doplnil znalecký posudek výpovědí. Znalec AV identifikoval chybu v posudku znalce VŠB, neboť v pokračující hodnotě znalec VŠB neodečetl tempo růstu 2,5 % a pochybil v zaokrouhlení výsledků. Podle jeho názoru má být hodnota akcie podílem na celé společnosti. Nákup akcií v objemu 14,51 % nemá vliv na posouzení protiplnění i s ohledem na to, že ke koupi došlo dva roky před rozhodným dnem ocenění, porovnávací metodu považuje za zásadně nevhodnou, uzance ve znalecké praxi je obecně 6 měsíců, rok nebo dva roky je dlouho. Po zveřejnění ceny ve squeeze out je podle názoru nepřipustné používat kurzy akcií, ceny jsou po zveřejnění squeeze out pokřivené. Za období od října 2008 do ledna 2009 byly ceny ovlivněny záměrem zveřejněným 14. 10. 2008. Přírážka za malou společnost byla v roce 2009 některými znalci používána, je možné ji použít pro společnosti menšího rozsahu. Podle názoru znalce AV je přírážka za malou společnost pro squeeze out nepřipustná. Přírážku za nelikviditu kapitálového trhu považuje pro squeeze out za nesprávnou, nehodnotí se akcie na kapitálovém trhu, ale alikvótní podíl na hodnotě celé společnosti. Vyšel z finančního plánu použitého znalcem AA a znalcem VŠB. Částku k 4. 3. 2009 stanovil vyšší než k 6. 1. 2009, respektoval finanční plán a změna byla jen v posunu peněžních toků. Je namístě pro posouzení přiměřeného protiplnění použít české státní dluhopisy jako bezrizikovou úrokovou míru.
58. K námitce podjatosti vznesené hlavním akcionářem soud usnesením z 20. 5. 2015 rozhodl, že znalec AV není vyloučen z podání znaleckého posudku. Usnesení nabylo právní moci 5. 6. 2015.
59. Znalkyně ■■■. K ■■■ V ■■■ W ■■■ (dále jen znalkyně W ■■■) vyhotovila 28. 4. 2015 znalecký posudek č. 88/11/2015 s názvem Revize výpočtů provedených ve znaleckém posudku znalce VŠB. Účelem bylo provést revizi výpočtu hodnoty jedné akcie společnosti při zachování totožných předpokladů, tj. použití stejné metody a stejných vstupních údajů s tím, že revize se týká tam uvedených variant přírážky za malou společnost, tj. 3,65 %, 0,80 % a 0 %. Znalkyně W ■■■ dospěla k závěru, že znalec VŠB nepromítl změny ve výši nákladů vlastního kapitálu a průměrných vážených nákladů kapitálu do míry kapitalizace pro období tzv. druhé fáze. Znalkyně po přepočtu dospěla k závěru, že zjištěná hodnota jedné akcie společnosti při použití koeficientu 0,80 % odpovídá hodnotě 1 420 Kč. Při alternativním výpočtu hodnoty akcie s hodnotou 0 % je zjištěná hodnota jedné akcie ve výši 1 648 Kč. Znalkyně W ■■■ připojila prohlášení podle § 127a o. s. ř.
60. Vzhledem k tomu, že znalec VŠB nepoužil výnosovou metodu jako hlavní, soud přibral usnesením z 23. 6. 2015 do řízení znalce Expert Group s. r. o. (dále také jen znalec EG) s úkolem ocenit akcie společnosti k 6. 1. 2009 a ke dni přechodu vlastnického práva k účastnickým cenným papírům 4. 3. 2009.

61. Hlavní akcionář vznesl námitku podjatosti znalce Expert Group s. r. o. Usnesením z 25. 11. 2015 soud rozhodl, že znalec EG není vyloučen z podání znaleckého posudku. Usnesení nabylo právní moci 8. 12. 2015.
62. V úvodu znaleckého posudku č. 52/219-2016 z 10. 11. 2016 se znalec EG především zabýval hospodářskou situací ve společnosti. Odkázal na metodiku ZNAL a stanovisko č. STAN/13/2005. Znalec EG provedl ocenění poměrným podílem na tržní hodnotě jmění společnosti, tedy výnosovou metodou, metodou založenou na analýze trhu a metodou založenou na analýze majetku. Znalec EG provedl finanční analýzu společnosti, uvedl přehled aktiv a pasiv za období 1998 až 2008, analyzoval hospodaření společnosti, uvedl srovnatelné společnosti počínaje společností PKN Orlen S.A. a dalších 15 společností včetně hlavního akcionáře. Kapitálová struktura společnosti byla ve sledovaném období stabilní. Dovodil, že společnost je podprůměrně ziskovou společností. V letech 2007 a 2008 došlo ke zhoršení likvidity, zadluženost společnosti byla na mediánu odvětví, v posledních dvou letech se zadluženost společnosti snižovala. Společnost má podprůměrné výsledky, v oblasti likvidity a zadluženosti dosahovala spíše průměrných hodnot s tím, že princip going concern není ohrožen, proto jsou vhodnými metodami ocenění diskontovanými peněžními toky, ocenění metodou tržního porovnání s obdobnými podniky a přímé ocenění z dat kapitálového trhu. Znalec provedl ve finanční plánu použitého v rámci Zprávy jen některé úpravy, kromě jiného plánuje dividendy ve výši 23 % disponibilního zisku k rozdělení. U cizích zdrojů kumulativně navýšil bankovní úvěry o vyplácené dividendy. Pro ocenění je možné použít volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele DCF Entity. Pro odhad modelů vlastního kapitálu uvádí model CAPM, vychází z bezrizikové výnosnosti, ze zadluženého beta koeficientu vypočteného z tzv. nezadluženého beta koeficientu, z čistého výnosu vyspělého akciového trhu a z rizikové přírážky pro nevyspělý akciový trh (tzv. riziková prémie země). K bezrizikovému aktivu uvádí dluhopis České republiky. Podle porovnatelných společností ze zemí Evropské unie činí upravený beta koeficient k 6. 1. 2009 pro společnost 0,1198 a upravený beta koeficient k 4. 3. 2009 hodnotu 0,1159. Znalec stanovuje rizikovou prémie pro český akciový trh ve výši 5,98 %. Ostatní přírážky za specifická rizika nepřipadají v úvahu. Znalec stanovil tržní hodnotu vlastního kapitálu metodou DCF Entity k 6. 1. 2009 na jednu akcii ve výši 1 693 Kč a k 4. 3. 2009 ve výši 1 548 Kč. Znalec EG použil metodu tržního porovnání, porovnává 15 srovnatelných společností v Evropě. Společnost byla k datu ocenění veřejně obchodovaná, úprava o diskont či prémii za likvidnost není podle názoru znalce třeba. Znalec použil přírážku za majoritu, protože oceňuje celý podnik společnosti a údaje o transakcích s akciemi srovnatelných společností jsou údaje o transakcích minoritními podíly (obchody na burzách cenných papírů). Znalec aplikuje ze standardně užívaných premií za majoritu pouze polovinu, aby nebyla ani jedné ze stran jeho oceněním přirknuta výhoda. Znalec používá lokální přírážku pro ČR (35 %) dělenou dvěma, tj. 17,5 %. Tímto posouzením dospívá znalec k závěru, že metodou tržního porovnání činí hodnota připadající na jednu akcii společnosti metodou EV/EBITDA 1 621 Kč a hodnota připadající na jednu akcii společnosti metodou EV/EBIT 1 771 Kč, včetně přírážky za majoritu, v obou případech 17,5 % (příčemž EV představuje hodnotu společnosti z provozu, EBIT provozní zisk před úroky a daněmi a EBITDA provozní zisk před úroky, daněmi a odpisy hmotného a nehmotného majetku). Pokud jde o metodu přímého ocenění z kapitálového trhu, znalec EG uvedl, že k 6. 1. 2009 (nebo 3. 3. 2009)

byly akcie společnosti obchodovány na BCPP za 1 048 Kč (nebo 1 001 Kč) a na RMS byla cena 1 002 Kč (nebo 957 Kč) za akcii. Za posledních 6 měsíců před 6. 1. 2009 byl zobchodovaný objem celkem na BCPP 8 964 000 Kč a na RMS 9 514 000 Kč, což představuje pouze 0,60 %, resp. 0,72 % podíl na základním kapitálu společnosti. Z dlouhodobého hlediska činí průměrný denní objem obchodů na veřejných trzích mezi 6. 1. 2004 a 6. 1. 2009, resp. mezi 4. 3. 2004 a 3. 3. 2009 částku 136 000 Kč, což představuje pouze 0,01 % podíl na základním kapitálu společnosti. Obchodování s akciemi společnosti na veřejných trzích bylo k objemu základního kapitálu zanedbatelné. Podle metod použitých znalcem EG je hodnota akcie k datu 6. 1. 2009 metodou DCF 1 693 Kč, metodou porovnání s obdobnými podniky 1 848 až 2 046 Kč, na úrovni účetní hodnoty vlastního kapitálu k 31. 12. 2008 ve výši 1 825 Kč. K datu 4. 3. 2009 je při odhadu metodou DCF hodnota akcie 1 548 Kč, metodou porovnání s obdobnými podniky 1 621 až 1 771 Kč a na úrovni účetní hodnoty vlastního kapitálu k 31. 12. 2008 ve výši 1 825 Kč. Poslední údaj vychází z hodnoty vlastního kapitálu podle konsolidované účetní závěrky za rok 2008. Odhad metodou DCF znalec EG považuje ve vztahu k plánovaným výsledkům hospodaření společnosti za detailnější. Rozdíl v ocenění metodami DCF mezi 6. 1. 2009 a 4. 3. 2009 lze přičíst mimořádným okolnostem trhu. Znalec nepovažuje za správné s ohledem na kvality jednotlivých metod ocenění a blízkost jejich výsledků jednu z metod preferovat. Jako výslednou hodnotu poměrného podílu na tržní hodnotě vlastního kapitálu na jednu akcii volí střední hodnotu z indikací, které všechny metody poskytly, v podobě průměru. Ten činí k 6. 1. 2009 částku 1 853 Kč a k 4. 3. částku 1 691,25 Kč.

63. Znalec EG na ústním jednání vysvětlil, že žádná z použitých metod není primární, metody jsou rovnocenné. Metodou přímého ocenění z kapitálového trhu (kurzovou hodnotou) zjistil nízkou likviditu akcií a riziko ovlivnění ceny squeeze outem, takže k těmto cenám nepřihlédl. Účetní hodnota může být indikací tržní hodnoty, neboť metoda diskontovaných peněžních toků a porovnávací metoda vykazují hodnoty blízké účetní hodnotě vlastního kapitálu na jednu akcii. Již v minulosti byla společnost více zadlužená, než je uvedeno ve Zprávě, podobně jsou zadluženy i obdobné společnosti, nutno uvažovat o co nejlepším užití majetku, což obsahuje i optimální zadlužení. Hlavní rozdíl oproti ostatním znalcům spatřuje znalec EG v diskontní míře u výnosového ocenění. Znalec sám stanovil výplatní poměr dividend ve výši 23 % disponibilního zisku s tím, že výplata dividend úplně nesouvisí s riziky společnosti, finanční plán společnosti z hlediska dlouhodobého odpovídá obvyklému hospodaření podobných společností. Společnost je podprůměrně zisková, v budoucnu bude vytvářet nižší zisk oproti konkurentům, ve finančním plánu jsou plánovány zisky, které výplatu dividend umožňují při udržení zadlužení na rozumné odpovídající úrovni. Velikostní přírážku znalec EG nepovažuje za aplikovatelnou, měla by být ve výši 0 %. Velikostní přírážky pro české společnosti by neměly být odvozovány od přírážek amerického akciového trhu, neboť se tyto přírážky uvádějí ve vztahu k lokálnímu akciovému trhu. Tato přírážka v posledních letech vymizela, ročenka Ibbotson se týká amerických společností, jde o trh s jinými investory. Beta koeficient v nákladech kapitálu použil z porovnání s jinými společnostmi. Přírážku 17,5 % za majoritu zahrnul v porovnávacím ocenění, neboť při obchodování jsou většinové podíly o 35 % dražší než menšinové podíly. Přiměřené protiplnění počítá jako poměrný podíl na tržní hodnotě jmění, nikoliv na úrovni tržního ocenění menšinového podílu.

polovinu z dané prémie bez dalšího odůvodnění. Znalec EG použil přístup tržního srovnání, který znalec PwC považuje za chybný, tudíž i z tohoto důvodu se na hodnotu společnosti stanovenou v posudku EG nelze spolehnout. Znalec PwC zahrnutí nákladového přístupu do výsledné hodnoty společnosti považuje za přístup s nízkou vypovídací schopností. Zahrnutí nákladového přístupu založeného na historických cenách pořízeného majetku, tj. účetní hodnotě do výsledného odhadu hodnoty, nepovažuje znalec PwC za správné díky nízké vypovídací schopnosti této metody. Účetní metoda nedává dostatečně kvalitní informaci o reálné hodnotě podniku díky odchylkám historické ceny majetku a reálné hodnoty. Podle názoru znalce PwC nejde o rozpor s aplikovanou oceňovací praxí, pokud znalec EG vyšel ze tří aplikovaných metod, kterým přiřadil stejnou váhu, a jako výslednou hodnotu poměrného podílu na tržní hodnotě vlastního kapitálu volil střední hodnotu v podobě průměru. Zdánlivá blízkost výsledné hodnoty nákladového přístupu s výnosovým a tržním přístupem je důsledkem nesprávného způsobu aplikace výnosového přístupu a tržního přístupu. Znalec EG pochybil v oblasti průměrných vážených nákladů kapitálu, ve východisku ve finančním plánu a ve výpočtu terminální hodnoty. Znalec PwC dospěl k závěru, že znalec EG, pokud jde o odhad nákladů vlastního kapitálu s ohledem na použitou výnosnost dluhopisů, nesprávně považuje vlastní kapitál společnosti za méně rizikový než cizí kapitál, což je zjevná logická chyba, podhodnotil náklady vlastního kapitálu. Znalec PwC odkazuje na názor profesora Maříka, že „náklady na vlastní kapitál jsou z povahy větší než náklady na cizí kapitál. Důvodem je skutečnost, že vlastník nese vyšší riziko a požaduje tedy vyšší výnos“. Diskontní míra použitá znalcem EG nesplňuje symetrii mezi diskontní mírou a výnosy, které jsou touto mírou diskontovány. Znalec PwC uzavírá, že náklady vlastního kapitálu odvozené znalcem EG jsou v rozporu se vztahem rizika a výnosnosti, znalec EG významně podhodnotil riziko i výnosnost spojené s vlastním kapitálem, což vedlo k nesprávnému nadhodnocení výše protiplnění. Znalec PwC také spatřoval nesprávnost v použití prémie českého dluhopisového trhu ve výši 1,4 %. Znalec PwC považuje znovu zadluženou betu na úrovni okolo 0,7 za podhodnocenou díky nevhodně zvoleným vstupům jeho analýzy a podhodnocená beta má za následek nadhodnocení výše přiměřeného protiplnění. Stanovení rizikové prémie nepovažuje znalec PwC za správné, přístup znalce EG vede ke vztahu: čím hlubší je krize a propad ostatních akcií, tím vyšší je výsledná hodnota společnosti, takže v situaci, kdy celý akciový trh zažívá kolaps, hodnota oceňované akcie díky způsobu výpočtu prémie roste a takový vztah v ocenění znalce EG je nelogický a chybný. Znalec PwC spatřuje pochybení ve stanovení prémie za malou velikost na 0 %. Znalec PwC zastává názor, že společnosti spadá do kategorie malých společností, a považuje za metodologickou chybu, že znalec EG neaplikoval přírážku za malou velikost společnosti. Rizikovost menší společnosti je uváděna i v české literatuře doporučující aplikaci této přírážky k nákladům vlastního kapitálu (např. profesor Mařík). Vytknutá pochybení zejména v oblasti stanovení diskontní míry mají za následek nesprávně provedené ocenění společnosti. Znalec PwC vychází z diskontní sazby ve výši 12,5 % k 4. 3. 2009 a k 6. 1. 2009 ve výši 12,3 %. Důsledkem nesprávně stanovené diskontní míry je nadhodnocení protiplnění o 833 Kč k 4. 3. 2009 a o 988 Kč k 6. 1. 2009. Znalec EG aplikoval přístup tržního srovnání založený na metodě veřejně obchodovaných porovnatelných společností. Identifikoval celkem 16 společností, které považoval za srovnatelné a provedl výpočet vybraných násobitelů na úrovni EV/EBIT a EV/EBITDA. Znalec EG v rámci násobitelů neprovádí hlubší úvahu ve vztahu k jejich velikosti k 4. 3. 2009, ani 6. 1. 2009 a neprovádí srovnání s historickým vývojem těchto

násobitelů. Znalec PwC má za to, že metoda tržního srovnání nebyla znalcem EG aplikována správně, neboť nesprávně upravil násobitele, do hodnoty dvakrát zahrnul efekt kontroly, který je sám o sobě diskutabilní. Metoda nákladového přístupu nedává dostatečně kvalitní informaci o hodnotě podniku díky odchylkám historické ceny majetku a jeho reálné hodnoty a tuto metodu na bázi historických cen považuje znalec PwC za nejméně vhodnou, neboť má nízkou vypovídací schopnost. Považuje zahrnutí nákladového přístupu do výsledné hodnoty společnosti za chybné.

66. Znalec PwC zpracoval znalecký posudek č. 135-10/2014 s datem vydání 31. 10. 2014 a předložil s prohlášením podle § 127a o. s. ř. Úkolem bylo odhadnout výši přiměřeného protiplnění za hodnotu jedné akcie k 6. 1. 2009 a k 4. 3. 2009. Znalec PwC předně vyšel z konceptu reálné hodnoty, kterou definuje jako „takovou cenu, která odškodní vlastníka nedobrovolně zbaveného majetku. Obvyklou situací pro využití kategorie reálné hodnoty je existence koupěchtivého kupujícího, ale ne prodejchtivého prodávajícího. Zároveň je možné a časté, že kupující disponuje více informacemi, než prodávající.“ Vychází z předpokladu going concern. Použil finanční plán společnosti na období 2008 - 2013 poskytnutý znalci AA a použil ho pro aplikaci výnosového přístupu. Jako hlavní zvolil metodu diskontovaných peněžních toků, jako podpůrnou metodu tržního srovnání. Metodu založenou na ocenění majetku považuje znalec za nejméně vhodnou a nepřistoupil k ní. Použil metodu DCF Entity. Ke dni 6. 1. 2009 stanovil hodnotu v rozpětí 839 Kč – 1 062 Kč, se střední hodnotou 937 Kč. K 4. 3. 2009 odhadl hodnotu v rozpětí 794 – 1 008 Kč se střední hodnotou 888 Kč. Odhad diskontní míry znalec PwC založil na konceptu průměrných vážených nákladů kapitálu. Diskontní míru k 4. 3. 2009 odhadl na 12,5 % a k 6. 1. 2009 na 12,3 %. Při odhadu bezrizikové výnosové míry vyšel z výnosu desetiletých českých vládních dluhopisů v Kč a stanovil ji k 4. 3. 2009 na 4,9 %. Koeficient beta odhadl na základě srovnatelných jedenácti veřejně obchodovaných společností. Znalec PwC aplikoval přírážku za malou velikost vycházející z rozdělení publikovaného Ibbotson Associates (edice 2009) ve výši 3,74 %, což je ekvivalentní přírážce znalce AA (3,65 %). Dospěl k nákladům vlastního kapitálu ve výši 14,2 % k 4. 3. 2009. Znalec PwC použil také přístup tržního srovnání na základě dvou metod, a to metody veřejně obchodovaných srovnatelných společností a metody přímé tržní kapitalizace. Použil skupinu jedenácti veřejně obchodovaných společností působících v petrochemickém průmyslu v Evropě, přičemž k datu 4. 3. 2009 touto metodou odhadl výši protiplnění v rozpětí 569 – 935 Kč se střední hodnotou 650 Kč a k datu 6. 1. 2009 se střední hodnotou 798 Kč v rozpětí od 716 – 1 083 Kč. Použití metody veřejně obchodovaných srovnatelných společností je omezené, nelze běžně nalézt identické srovnatelné společnosti, jedná se o podpůrnou metodu k ověření přiměřenosti výsledku metody DCF. Znalec PwC sledoval obchodování s akciemi na BCPP a RMS od počátku roku 2008, před 1. 1. 2008 transakce nepovažoval za relevantní z důvodu významného časového odstupe od data ocenění. Dospěl k závěru, že likvidita akcií společnosti je řádově stonásobně menší než srovnatelných společností obchodovaných na veřejných trzích. Pokud jsou akcie málo likvidní, není cena dobrým indikátorem jejich hodnoty a odkázal na odbornou literaturu. Průměrný denní objem obchodu jako procento tržní kapitalizace byl u společnosti 0,004 % a u srovnatelných společností činil 0,373 %. Akcie společnosti byly zcela nelikvidní a tento údaj nemá vypovídací hodnotu. Koupě uskutečněná v listopadu 2007 proběhla ve významném časovém odstupe před 4. 3. 2009 a

cena 1 250 Kč pravděpodobně zahrnovala významnou prémii za kontrolu, ani tuto transakci znalec nepovažoval za spolehlivý indikátor reálné hodnoty akcie. V srpnu 2008 hlavní akcionář odkoupil od mateřské společnosti PKN Orlen S.A. 49 660 ks akcií s implikovanou cenou 955,50 Kč za akcii. Ani tuto cenu nelze považovat za vhodný indikátor hodnoty z pohledu minoritního akcionáře, neboť k obchodu došlo mezi spřízněnými osobami, hlavní akcionář tímto obchodem dosáhl více než 90 % podílu na základním kapitálu společnosti.

67. Znalec PwC doplnil svůj posudek výpovědí. Neaktualizoval finanční plán předložený na roky 2008 až 2012, zaměřil se na diskontní míru, na bezrizikovou složku a koeficient beta. Mezi lednem a březnem 2009 byla celosvětová krize, bezriziková úroková míra tento stav reflektovala a jednalo se o zvýšené riziko. Nepoužil specifické riziko společnosti. Použil přírážku 3,74 % za malou společnost, neboť malé společnosti jsou rizikovější než velké, které mají lepší přístup k úvěrům, lepšímu managementu a mohou také diverzifikovat svou činnost. Přírážka je dokumentována v ročence Ibbotson z roku 2009, vychází z amerických společností, závislost lze pozorovat po celém světě. Pro stanovení diskontní míry použil model CAPM. Náklady na cizí kapitál stanovil porovnáním se srovnatelnými společnostmi kvůli zjištění úrokových nákladů z cizích zdrojů. Diskontní míru použil ve formě vážených nákladů kapitálu. Kontrolní prémii neoceníl, neboť při 90 % podílu lze provést vytěsnění a rozdíl kontroly mezi 90 % a 100 % je minimální, hlavní akcionář měl kontrolu již před nabytím minoritních akcií. Připustil, že použití i nepoužití přírážky za malou společnost je možné. Rozdíl mezi posudkem znalce PwC a posudkem znalce EG se liší především v diskontní míře.
68. Znalec doc. Ing. Tomáš Krabec, MBA, Ph.D. (dále jen znalec Krabec) v posudku č. 9/2017 z 15. 11. 2017 určil hodnotu akcie k 6. 1. 2009 a 4. 3. 2009 a posudek obsahuje i revizi obsahů, metod a závěrů předchozích znaleckých posudků a rekongiliaci jejich závěrů. Znalec Krabec doplnil znalecký posudek prohlášením podle § 127a o. s. ř. Hodnotu akcie stanovil jako hodnotu reálnou. Kategorie reálné hodnoty by podle mezinárodních oceňovacích standardů měla být správnou kategorií odhadované hodnoty na principu going concern. Jako základní metody ocenění použil metodu DCF Entity a metodu ekonomické přidané hodnoty EVA Entity, přičemž ukazatel EVA je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu. Rozhodující úlohu při přístupu EVA Entity má tržní přidaná hodnota nebo též hodnota přidaná trhem, kterou lze podle znalce vnímat jako provozní goodwill. Hodnota přidaná trhem představuje pohled do budoucnosti, odráží očekávání trhu ohledně perspektiv společnosti. Tuto metodu žádný znalec nepoužil. Výnosové ocenění vychází z tzv. bazického scénáře, představující prognózu klíčových generátorů podložených vstupními daty a odrážející nejpravděpodobnější vývoj hlavních hodnotových veličin. Použil třífázovou výnosovou metodu DCF Entity a pro kontrolu třífázovou metodu EVA Entity. Bazický scénář vycházel z finančního plánu společnosti pro roky 2008 – 2012, vyšel i z využití nákladů vlastního kapitálu na základě rentability společnosti PKN Orlen S.A. Výsledné hodnoty akcie zjistil jako podíl celkové hodnoty vlastního kapitálu. Pro stanovení správné hodnoty akcie k 4. 3. 2009 vyšel z předpokladů generování peněžních toků známých k 6. 1. 2009, k 4. 3. 2009 zohlednil odlišnou časovou hodnotu peněz a kratší období pro generování tržeb v délce 57 kalendářních dnů. První pětileté období končí rokem 2012, druhá fáze je od roku 2013 včetně do nekonečna, třetí fáze obsahuje jemnější členění

budoucnosti. Diskontní úrokovou míru stanoví na úrovni nákladu investovaného ve formě průměrných vážených nákladů kapitálu a úročeného cizího kapitálu společnosti, náklady vlastního kapitálu nezadlužené modelem CAPM odhadl na 10,962 %, pro bezrizikovou výnosovou míru vycházel z výnosu desetiletých státních dluhopisů České republiky, který činil 4,3 % v prosinci 2008, použil odvětvový beta koeficient a rizikovou prémii kapitálového trhu USA. Neaplikuje další prémie nebo diskonty. Pro období od roku 2028 do nekonečna předpokládá, že korigovaný provozní výsledek hospodaření i investovaný kapitál porostou tempem růstu g ve výši 2 %. Protože pro výpočet bezrizikové výnosnosti použil české státní dluhopisy, rizikovou prémii České republiky podruhé nezahrnul. Náklady vlastního kapitálu nezadlužené 10,962 % jsou v rozpětí 6,71 % - 12,3 % podle ostatních posudků. Reálná hodnota akcie 909 Kč k 6. 1. 2009 byla stanovena jako výnosová hodnota vlastního kapitálu společnosti navýšená o hodnotu neprovozních aktiv vydělená počtem 1 330 078 kusů akcií. Z výnosové metody ocenění založené na diskontovaných peněžních tocích a na kontrolním propočtu metodou ekonomické přidané hodnoty byla hodnota akcie k 4. 3. 2009 stanovena na částku 905 Kč. Výsledek získaný výnosovou metodou ověřil metodou likvidační hodnoty (majetkové ocenění). Účetní hodnota vlastního kapitálu k 31. 12. 2008 činí 2 461 404 000 Kč, předpokládaná hodnota vlastního kapitálu k 4. 3. 2009 pro účely výnosového ocenění činí 2 447 860 000 Kč a dospěl k závěru, že likvidační hodnota akcie k 6. 1. 2009 činí 870 Kč a k 4. 3. 2009 738 Kč, takže příjem z hypotetické likvidace je nižší než z budoucích ekonomických výsledků metodou výnosovou. K ověření výsledků výnosovou metodou použil metodu reálných opcí a pro oba dny zjistil cenu akcie maximálně ve výši 948 Kč. U reálné opční metodologie vyšel z analogie s finančními opcemi, které zahrnují flexibilitu při realizaci projektu. Ocenění opční hodnotou má smysl tam, kde má firma flexibilitu, má právo a příležitost svou hodnotu zvýšit. Dospěl k závěru, že i s maximálním využitím flexibilit je hodnota akcie i za nejvyšší míry volatility (nestálosti) maximálně 948 Kč. Vzhledem k teritoriálnímu umístění považuje za relevantní hodnotu akcie jako reálné opce 913 Kč. Pro revizi obsahu, metody a svých závěrů a porovnání výsledků předchozích znaleckých posudků použil simulační metodu. Podstatou simulační analýzy je, že výsledek ve formě tabulky a grafu ukazuje, kolik z jednoho milionu hypotetických znalců by určilo konkrétní výnosovou hodnotu nižší anebo vyšší, než je konkrétní výnosová (bodová) hodnota.

69. Znalec Krabec použil pro odhad hodnoty simulací vstupních parametrů výnosových metod podle softwaru Oracle Crystal Ball vytvořeného pro prognózu hospodaření podniků. Pro tuto metodu je nutné určit kvantifikované parametry přímo vstupující v tomto případě do oceňování podniku. Celkem simuloval 68 dílčích vstupů sdružených ve 4 skupinách, jedná se o simulace provozní ziskové marže, tempa růstu investovaného kapitálu, tempa růstu provozních výnosů a průměrných vážených nákladů kapitálu. Bylo provedeno 1 milion simulací s výsledkem, že hodnota akcie podle DCF netto výnosově – bazický scénář je 909 Kč, hodnota akcie DCF netto simulací – bazický scénář je 909 Kč, střední hodnota simulovaných hodnot je 865,60 Kč, medián simulovaných hodnot je 858,60 Kč, pravděpodobnost dosažení hodnoty nižší než bazické je 61,987 %. Pravděpodobnost, že hodnota akcie bude 909 Kč (dle bazického scénáře) a nižší, je 61,98 %, tedy pravděpodobnost, že tato hodnota bude překročena, je 38,2 %, čili z 1 milionů znalců by jen 380 200 stanovilo hodnotu vyšší než je bazický scénář. Více než 619 800 znalci z milionu by byla na základě uvedených předpokladů vypočtena hodnota akcie nižší nebo rovna 909 Kč.

Znalec Krabec má za to, že metody reálných opcí i vzhledem k provedené simulační analýze výnosových hodnot vedou k totožnému závěru jako metody DCF Entity a EVA Entity, takže protiplnění ve výši 977 Kč převyšuje hodnotu určenou posudkem znalce Krabce.

70. Pomocí metody simulací porovnal znalec Krabec výsledky zjištěné výnosovou metodou uvedené v jednotlivých posudcích. U hodnoty stanovené znalcem EG 1 693 Kč je pravděpodobnost nižších hodnot 99,9993 % a počet znalců, kteří by řekli, že je hodnota nižší nebo stejná, je 999 993 osob, jen 7 znalců by stanovilo vyšší hodnotu, takže je vysoce nepravděpodobné, že by takovou hodnotu mohla akcie mít. Hodnotu dle znalce BE ve výši 898 Kč by stanovilo nižší nebo stejnou 594 600 znalců a hodnotu vyšší by stanovilo 405 400 znalců. Znalec PwC stanovil rozpětí mezi 839 Kč – 1 062 Kč. U hodnoty 839 Kč by nižší nebo stejnou hodnotu stanovilo 451 800 znalců a hodnotu vyšší 548 200 znalců. Horní mez 1 062 Kč by stanovilo nižší nebo stejnou 879 300 znalců, hodnotu vyšší by stanovilo 120 700 znalců. Hodnotu 977 Kč podle Zprávy znalce AA by stanovilo nižší nebo stejnou 758 000 znalců a hodnotu vyšší 242 000 znalců. Hodnotu znalce AV s dolní mezí 1 374 Kč by nižší nebo stejnou stanovilo 997 100 znalců, vyšší hodnotu by stanovilo 2 900 znalců. Hodnotu znalce VŠB s dolní mezí 977,50 Kč by stanovilo nižší nebo stejnou 758 900 znalců, vyšší by stanovilo 241 100 znalců. Hodnotu znalce VŠB s horní mezí 1 094,81 Kč by nižší nebo stejnou stanovilo 911 100 znalců a vyšší hodnotu by stanovilo 88 900 znalců. Hodnota byla stanovena k 6. 1. 2009, neboť všechny posuzované posudky obsahovaly hodnotu akcie k tomuto dni. Hodnota 858,60 Kč vychází jako medián, který vyjadřuje, že polovina znalců určí nižší hodnotu a polovina znalců určí vyšší hodnotu, než je 858,60 Kč.
71. Podle výsledků simulace se nejpravděpodobnější výskyt hodnoty jedné akcie pohybuje v intervalu 801 Kč – 1 000 Kč za akcii. Ve většině znaleckých posudků se tato hodnota také objevuje.
72. Ve všech porovnávaných posudcích byla použita výnosová metoda DCF Entity a také některá z metod založených na analýze trhu, vyjma znalce AV, jehož výsledky se opírají pouze o výsledky výnosového ocenění. K závěrům posudku znalce Krabce se více blíží závěry posudku znalce PwC, znalce BE a Zprávy znalce AA. Závěry spadají do ověřovacího intervalu hodnot akcie s vysokou pravděpodobností empirického výskytu určeného metodou numerické simulace výnosových hodnot. Závěry znalců PwC, BE a AA spadají do intervalu 801 Kč – 1 000 Kč. Znalec Krabec má za to, že ve znaleckém posudku znalce VŠB, znalce AV a znalce EG došlo v důsledku metodické závady k nadhodnocení akcie, pravděpodobnost empirického výskytu metodou numerických simulací výnosové metody je minimální, výsledky výnosových ocenění znalce AV a znalce EG považuje za zásadně nesprávné, obsahují nesprávné vstupní předpoklady. Posudek znalce EG považuje z důvodu fundamentálních vad a pochybení za nepoužitelný. Znalec VŠB zvolil metody a postupy, které nejsou v souladu s běžnou praxí. V posudcích znalce VŠB, znalce AV a EG jsou výsledky nadhodnocené, pravděpodobnost jejich empirického výskytu je minimální. V posudku znalce VŠB bylo výnosové ocenění použito jako podpůrná metoda. Žádný ze znaleckých posudků finanční plán v hlavních parametrech nezpochybnuje, pouze uvádí drobné úpravy a liší se jen v úrovni použité diskontní sazby. V posudku znalce AV spatřuje zásadní pochybení při výpočtu pokračující hodnoty, výše významně převyšuje výsledek

ostatních posudků. Komplexně tento znalecký posudek hodnotí jako nikoliv průkazný, ověřitelný a jednoznačně interpretovatelný. Posudek znalce EG považuje za nekompatibilní se standardní a zavedenou praxí a s odbornou literaturou, obsahuje metodické chyby, není konzistentní. Tento posudek předpokládá, že by společnost donekonečna generovala zisk s nízkými investicemi v přibližně poloviční výši oproti poslednímu roku první fáze. Posudek znalkyně W [REDAKCE] se zaměřuje pouze na izolované dílčí generátory tvorby hodnoty podniku. Tento posudek nepřináší žádné relevantní závěry, zaměřuje se izolovaně na dílčí generátory tvorby hodnoty podniku.

73. Metody založené na analýze trhu byly použity ve všech posudcích kromě posudku znalce AV. Podle metod založených na analýze trhu aplikovaných ve znaleckých posudcích se hodnota akcie k 6. 1. 2009 pohybuje v intervalu 716 Kč (znalec PwC) až 2 046 Kč (znalec EG). K datu 4. 3. 2009 se pohybuje v intervalu 569 Kč až 1 771 Kč.
74. Při doplnění posudku na jednání znalec Krabec předně uvedl, že každý znalec, pokud mu bude zadáno určení ke znaleckému posudku, bude mít o rizikovosti a budoucím vývoji různý názor na oceňovanou společnost, každý znalec bude argumentovat jinak, aby uvedl, proč tento názor je správný. Bazický scénář představuje prognózu generátoru veličin, které souhrnně vytvářejí výnosovou hodnotu akcie. Jedná se o nejpravděpodobnější očekávaný vývoj oceňovacích parametrů tvořících konstrukci výnosového ocenění. Účastnil se místního šetření u hlavního akcionáře, což považoval za důležitou věc, setkal se s G [REDAKCE] K [REDAKCE]. Uvedl, že metoda reálných opcí je ve znaleckém světě všeobecně uznávána. Software Oracle Crystal Ball používají největší obchodní společnosti pro oceňování aktiv a řízení podnikových financí. Vstupní data do programu zadává osoba provádějící analýzu. Ve všech znaleckých posudcích byl identifikován primární badwill jako záporný rozdíl mezi účetní a výnosovou hodnotou vlastního kapitálu, primární badwill je ekonomická kategorie a vychází ze srovnání výnosové a účetní hodnoty vlastního kapitálu. Sekundární badwill vzniká po uskutečnění transakce s danou společností v jejím účetnictví, goodwill nebo badwill mohou vzniknout při transakci s podnikem jako celkem, nikoliv s jednotlivými položkami majetku. Znalec Krabec sekundární badwill neidentifikoval. Procentní vyjádření kalkulace ceny pozemků vychází z předpokladu, jaký by byl čistý výnos při likvidaci společnosti k 31. 12. 2008, popřípadě k 6. 1. 2009 a 4. 3. 2009. Jedná se o simulaci výtěžku z rozprodeje jednotlivých aktiv a úhrady jednotlivých závazků společnosti. Znalec vyšel z empirických studií. Hodnocení pozemků v metodě likvidační nepovažuje za zcela podstatné, neboť výsledky ocenění stanovil na základě výnosové metody a historické účetní hodnoty v rozvaze nejsou podstatné. Likvidační ocenění je podpůrné ke zjištění a ověření, zda je ekonomicky smysluplné podnik provozovat. Koeficient 0,85 pro pozemky je při likvidační metodě smysluplný, v této metodě se odráží časová tíseň a snaha získat pro vlastníky co nejrychleji v likvidaci finanční prostředky. Technicky lze použít k pozemkům koeficient 2 a 3, hodnotu akcie by to zvýšilo, ale koeficient 0,85 má oporu v empirických studiích a v odborné literatuře. Numerická simulace je metoda doplňková, pomocná, doplňuje a podporuje výsledek získaný metodou DCF a EVA. Poskytuje podrobnější interpretaci výsledků získaných standardními metodami. Z hlediska porovnání výsledků znaleckých posudků jde o postup, díky kterému jsou porovnání umožněna.

75. Výsledná výnosová hodnota závisí na vstupních parametrech, vychází se z předpokladu o nejpravděpodobnějším výskytu těchto parametrů. Použil ekonomicky odůvodněná rozdělení náhodných veličin tak, aby co nejlépe reflektovala skutečné děje v reálném světě, což odvozuje ze znalosti typických charakteristik jednotlivých podnikohospodářských veličin. O vstupních parametrech rozhodl po konzultaci sám, volba byla limitována obsahem ostatních znaleckých posudků, aby simulované vstupy obsahovaly hodnoty použité ostatními znalci. Výnosová hodnota je ve všech znaleckých posudcích vypočítána jako současná hodnota peněžních toků, které bude společnost generovat do nekonečna, nejen do roku 2028. Žádný znalec nemůže naplánovat parametry, které budou určovat výslednou hodnotu pro daný účel, neboť budoucnost je nepoznatelná. Hodnota je spíše možná, bude-li pracovat s určitými rozumně očekávanými intervaly parametrů, získá se tak podstatně věrohodnější, kvalitnější představa o tom, v jaké výši se hodnota oceňované akcie bude pohybovat. Sám znalec metodu simulace použil v případě jiných dvou posudků pro squeeze out. Zde simulací zjistil, že 80 % všech hodnot by leželo pod hranicí 1 000 Kč, nevylučuje, že při vyšším počtu porovnávaných posudků by se vyskytovaly i výsledky pod 818 Kč za akcii. S ohledem na porovnávané posudky považoval protiplnění za přiměřené. Finanční plán předložený pro posouzení znalcem AA byl upraven. Generátory hodnoty reflektovaly realitu, neboť v roce 2008 a 2009 se ekonomika dostávala do krize. I když znalec PwC pracuje s tzv. přírůžkou za malou společnost, posudky mohou vedle sebe obstát, použité metody musejí být konzistentní. Posudky znalce AV a znalce EG stanovily hodnotu nad 1 200 Kč, což by učinilo jen 4 % znalců, tudíž hodnota vyšší než 1 000 Kč je nepravděpodobná. Znalec EG a znalec AV uváděli optimistickou budoucnost společnosti, kterou neměla šanci realizovat. V posudku znalce EG je cash flow oproti poslednímu roku finančnímu plánu u pokračující hodnoty dvojnásobné, naopak investice byly poloviční, z čehož vyplývá, že společnost by málo investovala a vše vyplácela vlastníkům. Pro rekondilaci vzal v úvahu extrémní optimistické výsledky, jsou odlehlé, tudíž nepravděpodobné. Výsledky znalce Krabce jsou spíše optimistické. Pokud by byla na pozemcích ekologická zátěž, bylo by to komentováno v příloze k účetní závěrce a také by byla komentována finanční pomoc státu při sanaci pozemků. Pozemky postižené ekologickou zátěží by měly negativní vliv na hodnotu a prodejnost.
76. Soud nevyhověl návrhu navrhovatelů a), b), c), g), aby znalec Krabec předložil licenci opravňující používat software Oracle Crystal Ball, neboť tuto informaci soud nepovažuje pro věcné rozhodnutí za podstatnou. Znalec Krabec sám při znaleckém výslechu uvedl, že vlastní licenci k používání tohoto softwaru.
77. Ze znaleckého posudku č. 5/1/2016 doc. Ing. Jakuba Fischera, Ph.D. (dále jen znalec Fischer) z 12. 2. 2016 k posouzení posudku znalce Krabce ze statistického hlediska soud zjistil, že má výhrady k metodám použitým v části používající pojmy střední hodnota, průměrná hodnota a mediánová hodnota jednotlivých násobitelů ze statistického hlediska. Statistické charakteristiky jako je průměr a medián nemají být používány v kontextu dvou pozorování, vypovídací schopnost aritmetického průměru s použitím mediánu vypočteného ze dvou hodnot je nízká, tudíž i vypovídací schopnost výsledné hodnoty je nízká. Za nesrozumitelnou a nepřezkoumatelnou považoval část posudku s použitím hodnot dle EV/EBITDA a dle EV/EBIT. Výsledky simulace jsou závislé na charakteristikách

vstupních parametrů, má výhrady k rozdělení, která znalec Krabec používá, nejsou přesvědčivě zdůvodněna. Svůj posudek doložil prohlášením podle § 127a o. s. ř.

78. Po provedeném dokazování má soud za prokázané, že 6. 1. 2009 se konala mimořádná valná hromada společnosti, které se zúčastnili navrhovatelé a), c), f) a g), valná hromada přijala usnesení o výkupu akcií od minoritních akcionářů za protiplnění 977 Kč za jednu akcií o nominální hodnotě 1 000 Kč. K 6. 1. 2009 vlastnil hlavní akcionář 91,14 % všech akcií společnosti. Hlavní akcionář dosáhl rozhodujícího podílu přesahujícího 90 % všech akcií nákupem akcií v podílu 14,51 % v listopadu 2007 od holandských fondů a nákupem 3,73 % od PKN Orlen S.A. smlouvou z 29. 8. 2008. Představenstvo hlavního akcionáře přijalo rozhodnutí o koupi podílu 14,51 % akcií usnesením z 8. 11. 2007 s kupní cenou 1 250 Kč za jednu akcií na základě zprávy Erste CF z 22. 10. 2007. Erste CF vypracovala stanovisko ve věci tzv. fair value veškerých 100 % akcií společnosti na základě tří zvolených metod, z toho metodu DCF považovala za nejpřesnější. Erste CF vycházela kromě jiného ze střednědobého podnikatelského plánu společnosti na roky 2008-2012. Úmysl vykoupit podíly minoritních akcionářů uvedl hlavní akcionář ve vnitřní informaci ze 14. 10. 2008. Informace týkající se výkupu akcií od minoritních akcionářů byla publikována v obchodním věstníku 4. 2. 2009, jednalo se o zveřejnění zápisu usnesení do obchodního rejstříku. Do měsíce měli bývalí minoritní akcionáři právo podat žalobu na přezkoumání přiměřeného protiplnění, respektive na stanovení jiné výše protiplnění. Návrhy všech navrhovatelů byly doručeny včas, ať se jednalo o návrhy doručené zdejšímu soudu nebo Městskému soudu v Praze. Podle vnitřní informace hlavní akcionář potřebné peněžní prostředky k výplatě peněžitého protiplnění převedl na společnost Patria Finance, a.s. S odkazem na právní úpravu přešlo 4. 3. 2009 vlastnické právo k vykupovaným akciím na hlavního akcionáře.
79. Hodnota protiplnění ve výši 977 Kč byla stanovena usnesením mimořádné valné hromady společnosti podle Zprávy znalce AA podle stavu k 31. 8. 2008. Tento znalec vypracoval Zprávu za předpokladu pokračování činnosti společnosti na principu going concern, vyšel z finančního plánu společnosti na roky 2008-2012. Pro ocenění použil jako hlavní výnosovou metodu DCF, jako podpůrné provedl ocenění metodou tržního srovnání a metodou aktuální ceny akcií na veřejných trzích, podpůrným metodám přiřadil nulovou váhu. Ze Zprávy vyplývá, že kromě koupě 14,51 % akcií v listopadu 2007 hlavní akcionář koupil od prodávajícího PKN Orlen S.A. balík 3,73 % akcií smlouvou z 29. 8. 2008 s kupní cenou 954,50 Kč za jednu akcií. V modelu DCF stanovil diskontní míru ve výši 10,5 %. Náklady na vlastní kapitál stanovil použitím modelu CAPM. Znalec AA použil prémii za velikost firmy ve výši 3,65 %, která se podle jeho názoru často používá. Metodou tržního porovnání s jedenácti společnostmi stanovil cenu akcie na 942 Kč, avšak objemy obchodů s akciemi hodnotil jako zanedbatelné, takže jim nedal významnější váhu. Kurz akcie k 31. 8. 2008 byl 1 375 Kč na BCPP a 1 201 Kč na RMS a objemy obchodů hodnotí jako minimální. Podle tehdy platné právní úpravy ČNB svým rozhodnutím udělila hlavnímu akcionáři předchozí souhlas se zdůvodněním výše protiplnění 977 Kč s tím, že znalec AA se správně zabýval analýzou a prognózou vývoje trhu s ropou, pracoval s nezávislými daty, analyzoval silné a slabé stránky společnosti. Souhlasila s použitým finančním plánem, s předpokladem going concern a s použitím výnosové metody ve variantě DCF Entity. Souhlasila i s tím, že při zjišťování hodnoty podílu na kótované společnosti nesmí být opomenut tržní kurz, který

ale nelze zevšeobecnit, důvody pro protiplnění pod úrovní tržního kurzu existují tam, kde je úzký trh s omezenou likviditou, jako v této věci. Společnost měla v posledních šesti měsících v podstatě nulovou likviditu, přičemž ČNB sama provedla šetření s obchodem s akciemi společnosti od 14. 10. 2007 do 13. 10. 2008. Zároveň se vyjádřila k námitkám minoritních akcionářů a neshledala jejich důvodnost. Dále má soud za prokázané, že podle ročenky BCPP 2007 činil v roce 2007 objem obchodu společnosti 11 980 000 Kč, kurz akcie byl 1 201 Kč, podle přehledu k 31. 12. 2008 měly akcie na volném trhu kurz 1 013 Kč a objem obchodu v roce 2008 činil 6 872 000 Kč. Ke dni 9. 9. 2008 činil kurz akcie na BCPP 1 375 Kč, k 14. 10. 2008 byl ve výši 1 198 Kč.

80. Městský soud v Praze v řízení o návrhu navrhovatelů a), b), c), d), e), f) a g) přibral usnesením z 19. 11. 2010 do řízení znalce BE, který stanovil posudkem z 20. 4. 2011 hodnotu jedné akcie k datu 6. 1. 2009 na 898 Kč za použití metody DCF Entity jako hlavní metody. Metody majetkovou a tržně srovnávací považoval za podpůrné s kontrolní a informační funkcí. Hlavní akcionář vlastnil k 6. 1. 2009 91,77 % akcií, ostatní akcionáři měli 8,23 %. Znalec BE metodou DCF Entity neuplatnil srážku za minoritu, vyjadřující omezenou možnost menšinového akcionáře ovlivňovat řízení společnosti a neuplatnil srážku za nelikviditu, vyjadřující sníženou obchodovatelnost menšinových obchodních podílů; přihlížel totiž k tomu, že vlastník oceňovaných akcií je zbaven možnosti volby, zda a kdy akcie převede. Při výpovědi znalec BE doplnil, že použil americké dluhopisy pro bezrizikovou úrokovou míru, lze použít i české dluhopisy. Metodou průměrné tržní kapitalizace stanovil hodnotu akcie na 1 097 Kč, metodou likvidační hodnoty na 799 Kč a metodou účetní hodnoty na 1 817 Kč.
81. Znalec BE stanovil hodnotu akcie pouze ke dni 6. 1. 2009. K 4. 3. 2009 by se hodnota akcie s ohledem na makroekonomickou situaci pravděpodobně snížila. Městský soud v Praze byl 19. 11. 2010 věcně a místně příslušný k přibrání znalce, nález Ústavního soudu sp. zn. I. ÚS 938/10 z 2. 11. 2010, že věc bude dále projednávána u zdejšího soudu, bylo veřejně vyhlášeno 23. 11. 2010 a následně doručováno. Znalec BE byl přibrán soudem jednoznačně věcně příslušným.
82. Znalec VŠB přibráný do řízení zdejším soudem k ocenění akcie k 6. 1. 2009 a k 4. 3. 2009 jako hlavní metodu použil metodu porovnávací a řídil se zákonem o oceňování majetku. Stanovil účetní cenu akcie 1 850,57 Kč, dále vyšel z obchodování s akciemi na BCPP a na RMS a cenu 1 250 Kč z listopadu 2007 v rámci nákupu 14,51 % akcií společnosti považoval za významnou pro účely ocenění, byla dosažena na volném trhu a splňovala požadavky definice ceny obvyklé. Zastával názor, že i malé obchodované množství akcií a malý počet obchodníků zobrazuje indikaci obvyklé ceny akcie na trhu. Substanční hodnotu (nákladovou) stanovil ve výši 1 776,28 Kč podle hodnot k 31. 12. 2008 s výsledkem platným i pro první čtvrtletí 2009. Provedl ocenění také výnosovou metodou, avšak tuto metodu nepovažoval za vhodnou kvůli subjektivnímu přístupu znalce k prognózám vývoje a k použití různých metodických postupů v rámci této metody. Použil přírážku za velikost firmy 0,80 % a k této přírážce se přiklonil. S přírážkou za velikost firmy 3,65 % by byla hodnota akcie 977,50 Kč, při použití prémie 0,80 % by byla hodnota 1 064,15 Kč, při nepoužití prémie by hodnota akcie činila 1 094,81 Kč. Váženým průměrem substanční hodnoty a výnosové hodnoty při

prémii 3,65 % činí výsledek 1 110,63 Kč, při prémii 0 % 1 208,39 Kč, při prémii 0,80 % 1 182,84 Kč. Vyšel z porovnání obchodů ve třech šestiměsíčních úsecích a stanovil obvyklou cenu jako aritmetický průměr rozmezí. Znalec stanovil obvyklou cenu k 6. 1. 2009 ve výši 1 161,52 Kč a k 4. 3. 2009 ve výši 1 147,57 Kč a oba výsledky podle porovnávací, substanční a výnosové metody jako šestiměsíční průměr. Při znaleckém výlechu doplnil, že cena balíku 14,51 % akcií může obsahovat přírážku. K použití přírážky za malou společnost uvedl, že čím menší je společnost, tím je větší pravděpodobnost, že bude mít horší výsledek hospodaření, naopak za chybné považoval, není-li velikostní přírážka použita. Při ocenění se řídil zákonem, interní předpis ČNB (metodika ZNAL) neměl na posouzení vliv. Měl za to, že při použití výnosové metody není posudek a zjištění relevantní.

83. Znalec PwC v revizní zprávě k posudku znalce VŠB měl za to, že posudek znalce VŠB není zcela přezkoumatelný, jak požaduje metodika ČNB. Metodu porovnávací považoval z důvodu nízké likvidity za nevhodnou, přičemž nízkou likviditu konstatovala jak ČNB, tak i znalec AA a znalec BE. Při nízké likviditě akcie není cena akcie dobrým indikátorem hodnoty. Znalec VŠB použil metodu substanční zjednodušeně a s chybami. Prémii za malou společnost 0,80 % považoval znalec PwC za nerelevantní, nedůvodnou. Jde-li o fungující společnost, je preferovanou metodou výnosová metoda. Postupy znalce VŠB hodnotil jako nikoliv v souladu s běžnou praxí a také neodpovídající požadavkům tohoto případu ocenění.
84. Revizi posudku znalce VŠB provedl i znalec AV, který rovněž nepovažoval ocenění obvyklou cenou podle zákona o oceňování majetku pro stanovení přiměřeného protiplnění za vhodné. Vyslovil, že pro ocenění metodou DCF nemá být přírážka za malou společnost v žádném případě použita. Prémie za malou společnost hodnotu akcie snižuje. Má za to, že velikostní efekt se zmenšil či zcela vymizel od konce 80. let a menší velikost sama o sobě není zdrojem rizika. Znalec VŠB použil výnosovou metodu na bázi DCF s významnými početními chybami a po opravě chyb znalec AV dospěl k těmto výsledkům: s přírážkou 0 % činí hodnota akcie k 4. 3. 2009 částku 1 566 Kč, při přírážce 0,80 % k témuž dni 1 394 Kč. Při výpovědi doplnil, že nákup akcií v objemu 14,51 % nemá vliv na posouzení protiplnění, došlo k němu dva roky před rozhodným dnem ocenění. Porovnávací metodu považuje za zásadně nevhodnou. Přírážka za malou společnost je pro squeeze out nepřijatelná, za nesprávnou pro tento případ považuje přírážku za nelikviditu kapitálového trhu, neboť se hodnotí alikvótní podíl na hodnotě celé společnosti, nikoliv akcie na kapitálovém trhu.
85. Revizi výpočtů v posudku znalce VŠB provedla i znalkyně W [REDACTED], která konstatovala, že chybou znalce VŠB bylo nepromítnutí změny ve výši nákladů vlastního kapitálu a průměrných vážených nákladů kapitálu do míry kapitalizace pro období tzv. druhé fáze. Za předpokladu použití stejné metody a stejných vstupních údajů a při použití koeficientu za malou společnost 0,80 % činí hodnota akcie 1 420 Kč, při koeficientu 0 % činí hodnota 1 648 Kč.
86. Znalec EG předně odkázal na metodiku ZNAL včetně stanoviska č. STAN/13/2005 a provedl ocenění poměrným podílem na tržní hodnotě jmění společnosti, dále označil metodu založenou na analýze trhu a na analýze majetku. Provedl finanční analýzu a dospěl k závěru, že použití výnosového ocenění není vyloučeno, princip going concern není

ohrožen. Znalec EG na rozdíl od ostatních znalců plánoval dividendy ve výši 23 % disponibilního zisku k rozdělení. V metodě DCF použil rizikovou prémii pro český akciový trh ve výši 5,98 %. Ostatní přírážky včetně za malou velikost, za nízkou likviditu vlastnických podílů, různé subjektivní přírážky nepřipadají v úvahu. Tržní hodnotu vlastního kapitálu metodou DCF Entity k 6. 1. 2009 na akcii stanovil ve výši 1 693 Kč a k 4. 3. 2009 ve výši 1 548 Kč. V metodě tržního porovnání znalec použil přírážku za majoritu ve výši 1/2, tj. 17,5 %, aby nebyla ani jedné ze stran jeho oceněním přiznána výhoda, takže metodou EV/EBITDA činí hodnota akcie 1 621 Kč a metodou EV/EBIT hodnotu 1 771 Kč. Obchody pro přímé ocenění z kapitálového trhu nepovažuje za významné, obchodování s akciemi společnosti bylo k objemu základního kapitálu zanedbatelné. Odhad metodou DCF považuje znalec EG za detailnější. Jako výslednou hodnotu poměrného podílu na tržní hodnotě vlastního kapitálu na jednu akcii volí střední hodnotu z výsledků, které všechny použité metody poskytly, a to v podobě průměru, který činí k 6. 1. 2009 částku 1 853 Kč a k 4. 3. 2009 částku 1 691,25 Kč. Při výpovědi uvedl, že kurzovou hodnotou zjistil nízkou likviditu akcií a nízké riziko ovlivnění ceny vytěsněním, takže k těmto cenám nepřihlédl. Velikostní přírážku nepovažoval za aplikovatelnou. Výplatní poměr dividend ve výši 23 % disponibilního zisku podle jeho názoru úplně nesouvisel s riziky společnosti. Přírážku 17,5 % za majoritu zahrnul v porovnávacím ocenění, neboť při obchodování jsou většinové podíly o 35 % dražší než menšinové podíly.

87. Z reakce v odborném stanovisku zpracovaném společností Commercial Solutions s.r.o., a to autorem posouzení, má soud za prokázané, že výnosový model ocenění použitý v posudku znalce EG a stanovenou výnosovou hodnotu není možno bez dalšího vysvětlení interpretovat jako tržní hodnotu. Zjistil závažná metodická pochybení v souvislosti s uvedením vyšší hodnoty akcie podle účetnictví než výnosovou hodnotou. Pokud jde o výši volného peněžního toku, pochybení spatřoval autor posouzení v tom, že k dosažení pokračující hodnoty podle znalce EG by se musela v roce 2013 výše volného peněžního toku oproti roku 2012 dvojnásobně zvýšit, to by však vyžadovalo pokles netto investic, od roku 2013 do nekonečna by byly investice bezprecedentně nízké. Pokud jde o výplatu dividend ve výši 23 % disponibilního zisku, autor ocenění má za to, že tento údaj nereflexuje na skutečné záměry a dlouhodobé plány ohledně dividendové politiky. Uvádí také, že náklady vlastního a cizího kapitálu znalec EG stanovil neopakovatelným subjektivním přístupem.
88. Z posudku znalce PwC z 31. 10. 2014 soud především zjistil, že znalec vyšel z konceptu reálné hodnoty a z předpokladu společnosti jako going concern. Jako hlavní použil metodu diskontovaných peněžních toků, jako podpurnou metodu tržního srovnání a metodu založenou na ocenění majetku nepovažoval znalec PwC za vhodnou. Diskontní míru založenou na konceptu průměrných vážených nákladů kapitálu metodou DCF Entity odhadl k 4. 3. 2009 na 12,5 %. Znalec použil přírážku za malou velikost ve výši 3,74 %, což je ekvivalentní přírážce 3,65 % znalce AA. Střední hodnotu akcie k 6. 1. 2009 odhadl na 937 Kč (z rozpětí 839 – 1 062 Kč) a k 4. 3. 2009 odhadl střední hodnotu 888 Kč (z rozpětí 794 – 1 008 Kč). Dále použil metodu veřejně obchodovaných srovnatelných společností, porovnal 11 společností v petrochemickém průmyslu v Evropě a k 4. 3. 2009 touto metodou odhadl výši protiplnění se střední hodnotou 650 Kč a k datu 6. 1. 2009 se střední hodnotou 798 Kč. Rovněž použil metodu přímé tržní kapitalizace podle obchodů s akciemi na BCPP a RMS od

roku 2008 s tím, že likvidita akcií společnosti je řádově stonásobně menší, než srovnatelných společností obchodovaných na veřejných trzích. Transakce před 1. 1. 2008 z důvodu časového odstupu nepovažoval za relevantní. Akcie společnosti byly zcela nelikvidní a údaj o obchodu s akciemi nemá vypovídací hodnotu. Ve významném časovém odstupu před 4. 3. 2009 proběhla koupě akcií v listopadu 2007, cena 1 250 Kč podle názoru znalce zahrnovala významnou prémii za kontrolu, ovšem ani tento obchod znalec nepovažoval za spolehlivý indikátor reálné hodnoty akcie. Ani cenu 954,50 Kč za akcii odvozenou z transakce v srpnu 2008 při nákupu akcií hlavním akcionářem od PKN Orlen S.A. nepovažoval za vhodný indikátor hodnoty, k obchodu totiž došlo mezi spřízněnými osobami a hlavní akcionář tímto obchodem dosáhl podíl vyšší než 90 % na základním kapitálu společnosti. Při znaleckém výsledku doplnil, že malé společnosti jsou rizikovější než velké, které mají lepší přístup k úvěrům, lepšímu managementu a mohou svou činnost členit. Přírážka vychází z amerických společností, avšak závislost lze pozorovat po celém světě. Připustil, že použití i nepoužití přírážky za malou společnost je možné.

89. V řízení soud provedl i důkaz posudkem znalce Krabce z 15. 11. 2017, který rovněž stanovil hodnotu akcie jako hodnotu reálnou, která by měla být správnou kategorií odhadované hodnoty na principu going concern. Za základní použil metodu DCF Entity a metodu ekonomické přidané hodnoty EVA Entity. Výnosové ocenění vychází z bazického scénáře a znalec Krabec použil třífázovou výnosovou metodu DCF Entity a pro kontrolu třífázovou metodu EVA Entity. Výsledné hodnoty akcie zjistil jako podíl celkové hodnoty vlastního kapitálu. Diskontní míru odhadl na 10,962 % pro bezrizikovou výnosovou míru a vyšel z výnosu desetiletých státních dluhopisů České republiky. Použil rizikovou prémii kapitálového trhu USA, dále však neaplikoval další premie nebo diskonty. Reálnou hodnotu akcie k 6. 1. 2009 stanovil ve výši 909 Kč a k 4. 3. 2009 na 905 Kč. Pro kontrolu použil metodu likvidační hodnoty s tím, že likvidační hodnota akcie k 6. 1. 2009 činí 870 Kč a k 4. 3. 2009 738 Kč, příjem z hypotetické likvidace je nižší než z budoucích ekonomických výsledků výnosovou metodou. Výsledky výnosovou metodou ověřil metodou reálných opcí a pro oba dny stanovil cenu akcie nejvýše 948 Kč. Pro tuto metodu vyšel z analogie s finančními opcemi, ocenění touto metodou má smysl tam, kde je firma flexibilní, a tudíž má právo a příležitost svou hodnotu zvýšit. Zejména však z jeho posudku soud zjistil, že pro revizi obsahu, metod a svých závěrů a také k porovnání výsledků předchozích znaleckých posudků použil metodu simulací, jejíž podstatou je výsledek, kolik z jednoho miliónu hypotetických znalců by určilo konkrétní výnosovou hodnotu nižší nebo vyšší než je konkrétní (bodová) hodnota. Použil software Oracle Crystal Ball, jinak používaný pro prognózu hospodaření podniků. Pro simulaci použil vstupy provozní ziskové marže, tempa růstu investovaného kapitálu, tempa růstu provozních výnosů a průměrných vážených nákladů kapitálu. Provedl jeden milión simulací s výsledkem 909 Kč jak podle DCF netto výnosově, tak podle DCF netto simulací, vždy podle bazického scénáře. Pravděpodobnost dosažení hodnoty nižší než bazické je 61,987 %, jinak také pravděpodobnost, že tato hodnota 909 Kč bude překročena, je 38,2 %, takže jen 380 200 znalců by stanovilo hodnotu vyšší než je bazický scénář, více než 619 800 znalců z miliónu by vypočítalo hodnotu nižší nebo rovnající se 909 Kč. Metodou simulací porovnal výsledky zjištěné výnosovou metodou v jednotlivých posudcích k datu 6. 1. 2009, neboť posuzované posudky znalce EG, znalce BE, znalce PwC, znalce AA a znalce VŠB obsahovaly hodnotu akcie k tomuto dni. Medián

simulovaných hodnot je 858,60 Kč a vyjadřuje, že polovina znalců určí nižší hodnotu a polovina znalců vyšší hodnotu než je 858,60 Kč. Nejpravděpodobnější výskyt hodnoty jedné akcie se pohybuje v intervalu 801 Kč – 1 000 Kč a ve většině znaleckých posudků se tato hodnota také objevuje. V posudku znalce VŠB, znalce AV a EG shledal metodické závady vedoucí k nadhodnocení akcie, výsledky znalce AV a znalce EG považuje za zásadně nesprávné v důsledku nesprávných vstupních předpokladů. Iný. Metody a postupy znalce VŠB nejsou v souladu s běžnou praxí a posudek znalkyně W[REDACTED] se zaměřil jen na izolované dílčí generátory tvorby hodnoty podniku. V posudku znalce VŠB použitá výnosová metoda byla jen jako podpůrná. Znalecké posudky v hlavních parametrech nezpochybňují finanční plán, jen ho částečně upravují a liší se v úrovni použité diskontní sazby. Posudek znalce AV hodnotí jako nikoliv průkazný, ověřitelný a jednoznačně interpretovatelný. Posudek znalce EG předpokládá do nekonečna generovaný zisk společností s nízkými investicemi v přibližně poloviční výši oproti poslednímu roku první fáze a tento posudek považuje za nekompatibilní se zavedenou praxí a odbornou literaturou, není konzistentní. Hodnoty v porovnávaných posudcích založené na analýze trhu se k 4. 3. 2009 pohybují v intervalu 569 – 1 771 Kč. Znalec Krabec jako jediný provedl místní šetření. V ústním doplnění svého posudku se vyjádřil ke kalkulaci ceny pozemků, přičemž vyšel pro stanovení koeficientu 0,85 z empirických studií, hodnocení pozemků v likvidační metodě není podstatné, neboť hlavní výsledky ocenění stanovil na základě výnosové metody. Pro stanovení koeficientu 0,85 pro pozemky vychází ze zásady získat v likvidaci co nejrychleji finanční prostředky. Znalec Krabec také uvedl podle názoru soudu obecný náhled na oceňování spočívající v tom, že každý znalec bude mít o rizikovitosti a budoucím vývoji různý názor na oceňovanou společnost a bude argumentovat tak, že právě jeho názor je správný. Doplnil, že budoucnost je nepoznatelná, žádný znalec nemůže naplánovat parametry určující výslednou hodnotu pro daný účel, neboť hodnota je spíše možná za předpokladu práce s rozumně očekávanými intervaly parametrů. Výnosová hodnota ve všech znaleckých posudcích je vypočítána jako současná hodnota peněžních toků, které bude společnost generovat do nekonečna. Simulací zjistil kromě jiného, že 80 % všech hodnot by leželo pod hranicí 1 000 Kč. Ačkoliv znalec PwC použil přírážku za malou společnost, znalec Krabec dospěl k závěru, že posudky mohou vedle sebe obstát, avšak použité metody musejí být konzistentní. Hodnotu vyšší než 1 000 Kč považuje za nepravděpodobnou.

90. Kriticky se k posudku znalce Krabce vyjádřil ze statistického hlediska znalec Fischer, měl výhrady k metodám použitým pro pojem střední hodnota, průměrná hodnota a mediánová hodnota násobitelů z hlediska statistického.
91. Zástupce hlavního akcionáře na jednání dne 22. 5. 2018 navrhl výslech znalce AA, na jeho výslechu poté netrval, soud proto výslech znalce AA neprovedl.
92. Podle ust. § 183i odst. 1 zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník ve znění k 19. 7. 2009 (ve znění ke konání valné hromady 6. 1. 2009) osoba, která vlastní ve společnosti účastnické cenné papíry, za a) jejichž souhrnná jmenovitá hodnota činí alespoň 90 % základního kapitálu společnosti, s nímž jsou spojena hlasovací práva, a za b) s nimiž je spojen alespoň 90 % podíl na hlasovacích právech ve společnosti (dále jen „hlavní akcionář“), je oprávněna

- požadovat, aby představenstvo svolalo valnou hromadu, která rozhodne o přechodu všech ostatních účastnických cenných papírů společnosti na její osobu.
93. Podle odst. 3 téhož ustanovení usnesení valné hromady obsahuje také určení hlavního akcionáře a výši protiplnění určenou podle § 183j odst. 6 a lhůtu pro poskytnutí protiplnění.
94. Podle ust. § 183j odst. 3 obchodního zákoníku určení hlavního akcionáře, zdůvodnění výše protiplnění, znalecký posudek podle odst. 6, rozhodnutí ČNB podle § 183n odst. 1, vyžaduje-li se, zpřístupní společnost ve svém sídle k nahlédnutí každému vlastníkovvi účastnického cenného papíru; § 184 odst. 8 věta druhá a třetí se použije obdobně. Společnost, jejíž účastnické cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, současně uveřejní informace o postupu podle § 183i odst. 1 způsobem umožňujícím dálkový přístup.
95. Podle odst. 4 téhož ustanovení návrh usnesení valné hromady nesmí v určení výše protiplnění určovat částku nižší, než kolik určuje znalecký posudek nebo zdůvodnění výše protiplnění, není-li podle zákona znalecký posudek vyžadován.
96. Podle ust. § 183k odst. 1 obchodního zákoníku, vlastníci účastnických cenných papírů mohou od okamžiku obdržení pozvánky na valnou hromadu, případně 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.
97. Podle odst. 3 téhož ustanovení 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. Promlčecí doba začíná běžet ode dne právní moci rozhodnutí, a to vůči všem oprávněným osobám bez ohledu na to, zda byli účastníky řízení.
98. Podle ust. § 183l odst. 1 obchodního zákoníku představenstvo podá bez zbytečného odkladu po přijetí usnesení valné hromady návrh na zápis usnesení do obchodního rejstříku.
99. Podle odst. 3 téhož ustanovení uplynutím měsíce od zveřejnění zápisu usnesení do obchodního rejstříku podle odst. 1 přechází vlastnické právo k účastnickým cenným papírům menšinových akcionářů společnosti na hlavního akcionáře.
100. Podle ust. § 183m odst. 1 obchodního zákoníku oprávněné osoby mají právo na protiplnění v penězích, jehož výši určí hlavní akcionář; hlavní akcionář doloží přiměřenost protiplnění znaleckým posudkem, vyžaduje-li se, který nesmí být starší než tři měsíce ke dni doručení žádosti podle § 183i odst. 1.
101. Podle odst. 2 téhož ustanovení dosavadním vlastníkům zaknihovaných účastnických cenných papírů vzniká právo na zaplacení protiplnění zápisem vlastnického práva na majetkovém účtu v příslušné evidenci cenných papírů a vlastníkům listinných účastnických cenných

papírů jejich předáním společnosti podle § 183l odst. 5 a 6 a úroku ve výši obvyklých úroků podle § 502 ode dne, kdy došlo k přechodu vlastnického práva k účastnickým cenným papírům menšinových akcionářů společnosti na hlavního akcionáře.

102. Podle odst. 3 téhož ustanovení obchodník s cennými papíry nebo banka poskytne oprávněným osobám protiplnění bez zbytečného odkladu po splnění podmínek podle odst. 2.
103. Podle ust. § 183n odst. 1 obchodního zákoníku k přijetí usnesení valné hromady o přechodu všech ostatních účastnických cenných papírů společnosti, jejíž účastnické papíry byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu, na osobu hlavního akcionáře, se vyžaduje předchozí souhlas ČNB se zdůvodněním výše protiplnění. ČNB posuzuje pouze, zda návrhováteř řádně zdůvodnil navrhovanou výši protiplnění. ČNB vydá rozhodnutí do 15 pracovních dnů od doručení žádosti, tuto lhůtu může ČNB prodloužit, nejvýše však o 15 pracovních dnů.
104. Podle odst. 2 téhož ustanovení, jsou-li účastnické cenné papíry společnosti přijaty k obchodování na regulovaném trhu, znalecký posudek podle § 183m odst. 1 se nevyžaduje.
105. Soud do řízení přibral tři znalce, neboť stanovení výše přiměřeného protiplnění je otázkou skutkovou (viz rozhodnutí Nejvyššího soudu sp. zn. 29 Cdo 723/2011, sp. zn. 29 Cdo 2214/2010), znalci zvolili více metod ocenění. Kromě těchto znalců na návrh návrhováteřů nebo hlavního akcionáře soud provedl i důkazy znaleckými posudky doplněnými prohlášeními podle ust. § 127a o. s. ř. nebo posudky provedl jako listinné důkazy, popř. znalce vyslechl.
106. Pro rozhodnutí ve věci soud přihlédl zejména k posudku znalce Krabce. Tento znalec použil jako hlavní třífázové výnosové metody DCF Entity a EVA Entity. Nejenže stanovil hodnotu akcie k 6. 1. 2009 a k 4. 3. 2009 metodou přijímanou praxí i vědou, použil dále metodu likvidační hodnoty, ale zároveň použil metodu simulační k ověření správnosti výsledků dosažených výnosovou metodou. Kromě toho provedl rekongiliaci znaleckých posudků předložených v řízení. Výsledky dosažené v posudcích výnosovou metodou porovnal pomocí simulační metody a předložil údaje, které podle názoru soudu výstižně vyjadřují pravděpodobnost hodnot akcie k oběma dnům. I když se nejedná o metodu běžně používanou ve znalecké praxi, soud k výsledkům simulační metody přihlédl, neboť posudek znalce Krabce v části aplikující tuto metodu soud považuje za přesvědčivý a výsledky odůvodněné. S přihlédnutím k materiálu ZNAL a STAN je podle názoru soudu znalecký posudek znalce Krabce především komplexní v rovině věcné i časové, je úplný (ocenění provedeno k 6. 1. 2009 a 4. 3. 2009), je vzájemně slčitelný, neboť předpoklady a principy vyplývají z použití určitého postupu, je nezávislý a podle názoru soudu i nestranný. Zároveň existuje důvod pro znalcem Krabcem použité metody, a to primárně výnosové metody vycházející z principu going concern, s tím souvisí i odůvodněnost posudku, neboť znalec použití metody DCF Entity a EVA Entity odůvodnil. Použití více metod eliminuje chyby v posudku a znalec Krabec použil ke kontrole metody, které nejsou vzájemně obdobné (výnosová metoda oproti metodě likvidační hodnoty). I když ostatní znalci rovněž použili více metod a i když použili výnosovou metodu jako hlavní (až na znalce VŠB), přesto soud

přihlédl k posudku znalce Krabce. Podle názoru soudu je jeho posudek přesvědčivý a znalec Krabec uspokojivě odpovídal na otázky na jednání k doplnění posudku v písemné formě (viz také rozhodnutí Nejvyššího soudu sp. zn. 29 Cdo 2214/2010). K použití nikoliv běžné simulační metody soud odkazuje na materiál Výběr literatury zahraničních i českých soudů k otázkám oceňování podniků, Vysoká škola ekonomie a managementu, zpracovatel [REDAKCE]. P [REDAKCE] Z [REDAKCE], [REDAKCE] (dále také jen Výběr judikatury), ve kterém zpracovatel odkazuje na rozhodnutí amerických soudů a uvádí: „Ve věci Union Illinois 1995 v. Union Financial Groups soud Delaware uvedl, že skutečnost, že jde o zcela nový oceňovací koncept (Fama French), který je stále předmětem debat, sama o sobě neznámá, že by se jednalo o nedůvěryhodný koncept ve smyslu standardu stanoveného ve věci W [REDAKCE] (kde Nejvyšší soud USA stanovil, že je přípustná jakákoliv metoda uznávaná finanční komunitou)“. (Del. Ch.C. ve věci Union Illinois 1995 v. Union Financial Groups, 5. leden 2004). K použití metody reálných opcí podle publikace Oceňování podniku, Kislingerová E., 2. přepracované a doplněné vydání, C. H. Beck, rok 2001, str. 252 se autorka zabývá reálnými opcemi a uvádí: „...reálné opce...jedná se o nový přístup založený na aktivním pojetí managementu, podmínkou úspěchu je permanentně informace získávat, analyzovat je a přijímat opatření v podnikatelských aktivitách s ohledem na měnící se prostředí.“ K použití metody EVA Entity soud odkazuje na publikaci Metody oceňování podniku, Miloš Mařík a kolektiv, Ekopress s. r. o., 2007, str. 298 (dále také jen Metody oceňování podniku), kde autor uvádí: „předností metody EVA je, že skutečně umožňuje pracovat s výsledky hospodaření a přitom poskytuje stejný výsledek jako ocenění pomocí peněžních toků.“ Ukazatel EVA je definován jako ekonomická přidaná hodnota. Autorka E. Kislingerová ve shora uvedené publikaci na str. 224 ještě uvádí: „... ukazatel EVA je odrazem snahy investorů odhalit ty podniky, které byly zárukou, že investice akcionářů povedou k růstu jejich bohatství.“ V posouzení znaleckého posudku soud také přihlédl k rozhodnutí Nejvyššího soudu sp. zn. 22 Cdo 1810/2009 z 21. 10. 2009, podle kterého: „Hodnocení důkazu znaleckým posudkem spočívá v posouzení, zda závěry posudku jsou náležitě odůvodněny, zda jsou podloženy obsahem nálezu, zda bylo přihlédnuto ke všem skutečnostem, s nimiž se bylo třeba vypořádat, zda závěry posudku nejsou v rozporu s výsledky ostatních důkazů a zda odůvodnění znaleckého posudku odpovídá pravidlům logického myšlení. Aby soud mohl znalecký posudek odpovědně hodnotit, nesmí se znalec omezit ve svém posudku na podání odborného závěru, nýbrž z jeho posudku musí mít soud možnost seznat, z kterých zjištění posudku znalec vychází, jakou cestu k těmto zjištěním dospěl a na základě jakých úvah došel ke svému závěru.“

107. Soud přihlédl k obsahu materiálu ZNAL a OCE a za rozhodující metodu pro stanovení hodnoty akcie v projednávané věci považuje v případě společnosti existující na principu going concern výnosovou metodu založenou na výpočtu diskontovaných budoucích peněžních toků. Byť se jedná o odhad budoucích hodnot, je tato metoda, jak vyplývá z uvedených materiálů i z předložených znaleckých posudků, teorií doporučována a praxí většinou přijímána. V publikaci Metody oceňování podniku na str. 20 autor definuje: „...hodnota podniku, která je dána především očekávanými budoucími příjmy (buď na úrovni vlastníků nebo na úrovni všech investorů do podniku) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu (present value). Z uvedeného tedy plyne, že hodnota podniku je založena na projekci budoucího vývoje a jedná se tedy o odhad.“ V materiálu Výběr

z judikatury se zmiňuje rozhodnutí soudu v Delaware: „Debata znalců o diskontní míře mívá často vlastnosti o příslušných otázkách soupeřících alchymistů. Jakmile jsou techniky expertů, které použily k stanovení jejich diskontní míry podrobně analyzovány, soud se nachází v pozici povahou spíše religiozní než empirické, vzhledem k tomu, že rozhodnutí soudu dát přednost jednomu postoji před druhým je více otázkou víry než zdůvodnění“ – (Dal. Ch. ve věci Delaware Open MRI v. Kessler).

108. Pokud jde o diskutované přírážky za malou společnost nebo za nízkou likviditu, popř. za minoritu, jen tři znalci (znalec AA, znalec PwC, znalec VŠB) použili přírážku za malou společnost, názory na její použití se v době vyhotovení posudků různily. Použití přírážky za malou společnost a přírážky za nízkou likviditu je možné. K přírážce za nízkou likviditu se vyslovil i Nejvyšší soud v řízení pod sp. zn. 29 Cdo 723/2011, kde uvedl, že: „má-li být protiplnění přiměřené (§ 183k obchodního zákoníku) k hodnotě účastnických cenných papírů, které nuceně přecházejí na hlavního akcionáře, nepřichází zásadně v úvahu, aby se výše protiplnění snižovala oproti hodnotě akcií zjištěné na základě znaleckého posudku a vycházející z hodnoty podniku společnosti proto, že by vytěsňování vlastníci účastnických cenných papírů nemohli takové ceny dosáhnout na trhu z důvodu nízké likvidity účastnických cenných papírů či proto, že jejich účastnické cenné papíry představují pouze menšinový podíl na společnosti“ Zároveň však dodává, že: „to, zda je při stanovení výše nákladů vlastního kapitálu (v rámci zjišťování ceny podniku společnosti tzv. výnosovou metodou) nutno vzít v úvahu i případnou nižší likviditu akcií společnosti (ovlivňující výši těchto nákladů), je otázkou skutkovou, k jejímuž posouzení jsou nezbytné odborné znalosti; apriori však takový postup vyloučit nelze“. K této otázce soud odkazuje dále na Metody oceňování podniku, kde se autor věnuje diskontům a premiím při ocenění podniku. Název diskont za nízkou likviditu je obsahově v podstatě shodný s pojmem diskont za (omezenou) obchodovatelnost. Autor kromě jiného uvádí, že u kontrolních podílů v praxi v České republice i v zahraničí není příliš obvyklé aplikovat diskont za omezenou obchodovatelnost. Diskont za minoritu, respektive premie za kontrolu na úrovni akcionáře způsobuje nerovnoměrnost mezi hodnotou akcií v různých akciových podílech. Reálně dochází k tomu, že balíky akcií umožňující získat určitý stupeň kontroly nad společností (a samozřejmě i balíky, které v součtu s již drženým podílem představují zvýšení stupně kontroly, byť samy o sobě by mohly být považovány za minoritní) jsou prodávány za relativně vyšší cenu než minoritní balíky. Autor obecně definuje kontrolní premii: „...jako absolutně nebo relativně vyjádřenou částku, o kterou převyšuje hodnota akcie v majoritním balíku hodnotu akcie v balíku minoritním.“ V závěru však autor uvádí, že: „dokonce ani zatím nepanuje mezi odborníky v České republice konsenzus o tom, pro které případy a účely ocenění by měly být kontrolní premie, respektive diskonty používány a v jaké výši. Odhadci a znalci se tedy opírají v případech neupravených obchodním zákoníkem zejména o zahraniční studie a autory.“ Rozhodnutí Nejvyššího soudu sp. zn. 29 Cdo 723/2011 v podstatě odmítá přírážku za malou likviditu a přírážku za menšinový podíl k hodnotě akcie. Podle nálezu Ústavního soudu sp. zn. III. ÚS 647/15 z 27. 11. 2018 není použití diskontu za omezenou obchodovatelnost, stejně jako diskontu za minoritu, skutkovou otázkou, neboť řešení závisí na výkladu (právního) pojmu přiměřené protiplnění. Přiměřené protiplnění by mělo korespondovat se zjištěnou hodnotou podniku, nejsou-li zde výjimečně okolnosti, které by odůvodňovaly korekci, mezi ně však nepatří, že přiměřené protiplnění se týká minoritního a

málo obchodovaného podílu. Použití diskontu na úrovni akcionáře připadá v úvahu tam, kde je stanovena základní hodnota podniku zvolenou oceňovací metodou a kde je ještě třeba zohlednit specifika určitého akcionáře či skupiny akcionářů. Použití daného diskontu, stejně jako v případě jeho aplikace u jiných metod ocenění, výrazně negativně ovlivňuje výslednou hodnotu účastnického cenného papíru a ve svém důsledku nevede k určení tzv. spravedlivé hodnoty vytěsňovaného podílu, nýbrž jeho hodnoty tržní. K přírážkám lze dále odkázat na Výběr z judikatury, kde: „Diskonty v modelu CAPM za specifické riziko (za menší obchodovatelnost, za minoritní podíl, za nejasný výhled, za klíčovou osobu apod.) jsou běžné při investičním oceňování nebo např. v daňových sporech, ale v případech squeeze outu jsou ze strany soudu v řadě případů odmítány. Tyto diskonty bývají totiž velmi často ovlivněny subjektivním pohledem znalce a bývají zdrojem dvojího započtení rizika. (Court of Special Appeals of Maryland ve věci East Park Ltd. Partnership v. Larkin, et al.). Ve věci soud zvažoval, zda se diskonty pro nedostatek obchodovatelnosti a za menšinový podíl aplikují při standardu „fair value“, a dospěl k závěru, že nikoliv. Dále též: „Z pohledů soudců se prémie (srážka) za specifické riziko často jeví jako prostředek, který používají znalci, aby dostali své konečné výsledky do souladu s cíli svých klientů, když jinak vstupy do kalkulace nedovolí provést tento trik.“ (Del. CH. 2006). Konečně lze uvést názor autora Výběru z judikatury: „Někteří autoři uvádějí, že model CAPM nezohledňuje vyšší výnosy menších podniků, a proto je nutné riziko spojené s těmito vyššími výnosy menších podniků třeba podle nich zohlednit tak, že se do rovnice pro výpočet nákladů vlastního kapitálu přičte přírážka (diskont) za menší společnost (vypočtená podle tabulek společnosti Ibbotson Associates) a tím se hodnota menší společnosti sníží. Jiná skupina autorů ovšem uvádí, že statisticky ani ekonomickou teorií není dostatečně doložena vyšší výnosnost menších podniků, a že používat tyto tabulky k paušálnímu vyčíslování rizika nelze. Jde jak o autory americké (Damodaran), tak i o autory německé (Ballwieser, Schulz).“

109. Pokud jde o metodu porovnání cen akcie obchodovaných na veřejných trzích i mimo tyto trhy, soud přihlédl také k tomu, že k transakci – koupě podílu 14,51 % akcií došlo v listopadu 2007, tedy více než rok před usnesením mimořádné valné hromady o výkupu akcií od minoritních akcionářů. Soudu je známo rozhodnutí Nejvyššího soudu z 26. 4. 2018, sp. zn. 29 Cdo 3024/2016, kde soud uvedl, že: „...má-li být protiplnění poskytované následně v rámci vytěsnění spravedlivé, má Nejvyšší soud za to, že je na místě umožnit vytěsněným menšinovým akcionářům, aby na dosažené přírážce participovali.“ V tam projednávané věci hlavní akcionář koupil 90,3 % akcií emitovaných společností necelých pět měsíců předtím, než valná hromada rozhodla o přechodu všech ostatních účastnických cenných papírů. Navíc však uvádí, že požadavek, aby bylo při stanovení protiplnění přihlédnuto k prémiové ceně, lze považovat za spravedlivý zásadně tehdy, bylo-li jí dosaženo v období bezprostředně předcházejícím žádosti hlavního akcionáře podle § 183i odst. 1 obchodního zákoníku. Takže přiměřené protiplnění za účastnické cenné papíry přecházející na hlavního akcionáře podle § 183i a násl. obchodního zákoníku zásadně nesmí být nižší, než činila kupní cena, za kterou hlavní akcionář nabyl účastnické cenné papíry bezprostředně předtím, než požádal o svolání valné hromady podle § 183i odst. 1 obchodního zákoníku, a to platí i tehdy, šlo-li o tzv. prémiovou cenu zahrnující přírážku za získání majority. V tomto řízení však ke koupi akcií s cenou 1 250 Kč za akcii došlo v době podstatně delší než v řízení, ve kterém Nejvyšší soud rozhodoval (nákup akcií od mateřské společnosti hlavního

akcionáře PKN Orlen S.A. byl realizován v srpnu 2008 za cenu 954,50 Kč za akcii, tedy za nižší, než je poskytnuté protiplnění). Soudu je znám nálezn Ústavního soudu sp. zn. Pl. ÚS 56/05 k přiměřenosti protiplnění, kde Ústavní soud uvedl, že: „...u kótovaných akcií se přiměřená cena nikdy nemůže pohybovat pod hranicí tržní ceny.“ Soud však má za to, že je třeba přihlídnout k významnému časovému odstupu od koupě balíků 14,51 % akcií a také k nízkému objemu obchodu na BCPP a RMS.

110. Navrhovatelé a), b), c), g) v průběhu řízení opakovaně uváděli pojem fair value. V podání z 20. 12. 2012 hlavní akcionář vyslovuje svůj názor, že v rámci plnění při výkupu účastnických cenných papírů má být protiplnění přiměřené, nikoliv fair value. Předně se tento výraz objevuje již ve zprávě Erste CF z 22. 10. 2007 vydané pro výběrové řízení na odkoupení akcií od některých minoritních akcionářů. Erste CF vypracovala stanovisko tzv. fair value všech, tj. 100 % akcií společnosti, kdy metodu DCF považovala za nepřesnější z použitých tří metod, vyšla z principu going concern a podnikatelského plánu na roky 2008 – 2012. Tento pojem uvádí i nálezn Ústavního soudu sp. zn. III. ÚS 647/15 z 27. 11. 2018 v té souvislosti, že poskytnutí přiměřeného protiplnění je obdobou náhrady při vypořádání podílového vlastnictví, kdy je základem pro stanovení náhrady podílu cena obvyklá v daném místě a čase, která se určuje z ceny celé věci tak, že samotná skutečnost, že předmětem ocenění je pouze menšinový podíl, nehraje žádnou roli, a v této souvislosti lze hovořit o tzv. spravedlivé hodnotě (fair či přesněji equitable value) v kontrapozici s tzv. spravedlivou tržní hodnotou (fair market value). Vrchní soud v Praze ve věci sp. zn. 7 Cmo 447/2009 používá pro případ vytěsnění pojem fair value a uvádí, že v českém překladu odpovídá výraz spravedlivá hodnota, avšak spíše pracuje s pojmem spravedlivé ceny. Autoři článku Diferenciace hodnotovýchází a problém tržní kapitálové struktury při oceňování českých podniků, Mařík M., Maříková P., Soudní inženýrství, 2013, str. 237 uvádějí: „Pokud zákonodárce nebo soud má za to, že minoritní akcionáře je třeba poněkud zvýhodnit, protože nejsou dobrovolnými účastníky vytěšňovací transakce ... je možno indikovat férovou hodnotu, která vychází z odhadu hodnoty tržní, ale nepoužijeme např. srážky za minoritu a přírážky k diskontní míře za malý podnik.“ Autoři odkazují na materiál ZNAL, který: „...měl v sobě prvek férové hodnoty. Východiskem byla tržní hodnota podniku jako celku, ale hodnota akcií vytěšňovaných minoritních akcionářů byla určována na úrovni alikvotního podílu na tržní hodnotě podniku. Tento alikvotní podíl však již ve většině případů nebude vyjadřovat tržní hodnotu jednotlivých akcií a půjde tedy o formu vyjádření férové hodnoty, i když tento výraz tehdy nebyl použit. Nyní doporučujeme přejít otevřeně k férové hodnotě s tím, že by mohlo být vhodné vyloučit i přírážky za malý podnik.... Přesné vymezení férové hodnoty pro squeeze outy však považujeme zatím za otevřenou záležitost.“ Ve Výběru z judikatury je uváděn další názor: „Při squeeze out a v podobných situacích americké soudy používají standard fair value (spravedlivá hodnota), nikoliv fair market value (spravedlivá tržní hodnota)“, viz článek Mudrock c., Squeeze-outs, Freeze-outs and Discounts, ročník 35 (2003 – 2004). Popřípadě: „Je důležité poznamenat, že standardem hodnoty při squeeze out není spravedlivá tržní hodnota, ale jen spravedlivá hodnota. Jak rozebereme později, zákonodárci ve Spojených Státech téměř jednomyslně užívají jako standard v těchto právních předpisech spravedlivou hodnotu (fair value) a nikoliv spravedlivou tržní hodnotu (fair market value).“ – Nejvyšší soud státu Colorado ve věci Pueblo Bancorp. proti Lindoe, Inc. Dále také: „Určení fair value (spravedlivé hodnoty) musí

zahrnovat důkaz o hodnotě některé z technik nebo metod, které jsou obecně akceptovatelné ve finanční komunitě“ /Nejvyšší soud státu Delaware ve věci Weinberger v UOP, Inc (Del. 1983)/. V tomto rozhodnutí soud poprvé schválil použití metody DCF. Předtím byla užívána metoda Delaware block method, tedy vážený průměr tří různých metod.

111. Z uvedeného kromě jiného vyplývá, že v České republice uznávání odborníci v oceňování podniků M. Mařík a P. Maříková, na které také znalci odkazují, již v materiálu ZNAL spatřují základ pro stanovení férové hodnoty, a soud poznamenává, že uvedený materiál je ze srpna 2004 (materiál bývalé KCPP). V uvedeném článku jen upřesňují obsah pojmu alikvotní podíl, který by měl spíše vyjadřovat férovou hodnotu, nikoliv tržní hodnotu jednotlivých akcií. Za vhodné považují vyloučit i přírážky za malý podnik, ale i v roce 2013 stále považují obsah pojmu férová hodnota za neuzavřenou záležitost. Názor na použití přírážek na úrovni akcionáře tedy není jednoznačný. Soud proto přihlédl k výsledkům rekonciliace provedené znalcem Krabcem, který dospěl k závěru, že i za použití přírážek znalcem AA a znalcem PwC jsou jimi získané hodnoty v rámci rozpětí 801 Kč – 1000 Kč, ve kterém je i protiplnění 977 Kč.
112. Soud považuje za nezbytné k meritu věci odkázat na nález Ústavního soudu sp. zn. Pl. ÚS 56/05, kde v bodě 66 se uvádí (s odkazem na usnesení sp. zn. IV. ÚS 324/97), že vlastnictví akcie je spojeno s určitým rizikem: „Vlastník akcie proto musí počítat s tím, že se jedná o investici, která je svou podstatou spjata s právem na podnikání (teprve poté s právem se sdružovat), a tudíž také s podnikatelským rizikem. Může přinést několikanásobný zisk, stejně jako může být naprosto znehodnocena; to vše v různém časovém období. Proto je v obecné právní úpravě velmi obtížně stanovit všechna možná kritéria pro stanovení ceny akcie.... Rovněž obrat „fair market value“ používaný v USA je kritizován s ohledem na více možných významů a cest k jeho zjištění“.
113. Vzhledem ke skutkovému zjištění a právnímu posouzení soud dospěl k závěru, že protiplnění 977 Kč za akcii společnosti s nominální hodnotou 1000 Kč je přiměřené, a proto návrhy na určení jiné výše přiměřeného protiplnění zamítl.
114. Usnesením z 3. 11. 2011 soud přiznal znalci BE znalečné ve výši 173 568 Kč za zpracování znaleckého posudku. Usnesením z 15. 4. 2019 soud přiznal znalečné ve výši 5 427 Kč za ústní doplnění posudku.
115. Usnesením z 12. 9. 2014 soud přiznal znalci VŠB znalečné ve výši 129 639,40 Kč. Usnesením z 19. 3. 2015 soud přiznal znalečné ve výši 11 011 Kč za ústní doplnění posudku.
116. Usnesením z 1. 2. 2017 soud přiznal znalci EG znalečné ve výši 216 956,63 Kč. Proti tomuto usnesení se znalec EG odvolal. Usnesením z 18. 7. 2017, č. j. 14 Cmo 125/2017-1347 Vrchní soud v Praze změnil rozhodnutí soudu prvního stupně a znalci EG přiznal odměnu a náhradu hotových výdajů ve výši 255 241,90 Kč. Usnesením z 12. 2. 2018 soud znalci EG přiznal další znalečné 26 822,52 Kč za ústní doplnění znaleckého posudku.

117. Soud uložil navrhovatelům nahradit státu společně a nerozdílně náklady na znalečné, které stát platil, podle ust. § 148 odst. 1 o. s. ř. celkem ve výši 601 709,82 Kč.
118. Soud přiznal podle ust. § 142 odst. 1 o. s. ř. 1. účastníkovi (společnosti) náhradu za 6 úkonů právní služby po 1 500 Kč podle vyhlášky č. 177/1996 Sb., advokátní tarif ve znění účinném do 31. 12. 2012, celkem 9 000 Kč. Podle vyhlášky č. 177/1996 Sb., advokátní tarif ve znění účinném od 1. 1. 2013 přiznal náhradu za 34 úkonů po 3 100 Kč, celkem 105 400 Kč. Dále přiznal náhradu za režijní paušály za 40 úkonů po 300 Kč podle advokátního tarifu, celkem 12 000 Kč. Zástupce 1. účastníka je plátcem daně z přidané hodnoty, soud proto přiznal i náhradu této daně se sazbou 21 % z odměny a náhrad, daň činí 26 544 Kč. Celkem činí náklady 1. účastníka 152 944 Kč.
119. Soud přiznal 2. účastníkovi podle ust. § 142 odst. 1 o. s. ř. náhradu nákladů za 14 úkonů právní služby po 1 500 Kč podle vyhlášky č. 177/1996 Sb., advokátní tarif ve znění účinném do 31. 12. 2012, celkem 21 000 Kč. Dále přiznal náhradu za 48 úkonů právní služby po 3 100 Kč podle advokátního tarifu ve znění účinném po 1. 1. 2013, celkem ve výši 148 800 Kč. Dále přiznal náhradu za režijní paušály 300 Kč za 62 úkonů právní služby podle advokátního tarifu, tj. celkem 18 600 Kč. Dále přiznal náhradu za jízdné z Prahy do Pardubic a zpět při překonání vzdálenosti celkem 240 km k jednomu jednání, a to vozem [REDAKCE], reg. zn. [REDAKCE], při průměrné spotřebě 10,7 l/100 km pohonných hmot benzin 95 za jednání dne 24. 9. 2012 ve výši 1 733,98 Kč, za jednání dne 26. 11. 2012 ve výši 1 733,98 Kč, za jednání dne 4. 2. 2013 ve výši 1 739,06 Kč, za jednání dne 15. 7. 2013 ve výši 1 739,06 Kč, za jednání dne 26. 2. 2015 ve výši 1 758,22 Kč, za jednání dne 30. 4. 2015 ve výši 1 758,22 Kč, za jednání dne 23. 1. 2018 ve výši 1 699,32 Kč, za jednání dne 29. 3. 2018 ve výši 1 699,32 Kč, za jednání dne 22. 5. 2018 ve výši 1 699,32 Kč, za jednání dne 28. 6. 2018 ve výši 1 699,32 Kč, za jednání dne 18. 9. 2018 ve výši 1 699,32 Kč, za jednání dne 19. 3. 2019 ve výši 1 786,34 Kč. Dále přiznal náhradu za promeškaný čas 100 Kč za každou započatou půlhodinu, za jedno jednání v rozsahu 6 půlhodin, za 12 jednání celkem ve výši 7 200 Kč. Dále přiznal náhradu za daň z přidané hodnoty se sazbou 21 % z odměny a náhrad, neboť zástupce 2. účastníka je plátcem této daně, daň činí celkem 45 432,45 Kč. Celkem činí náklady 2. účastníka částku 261 777,50 Kč. Lhůta tří dnů je stanovena podle ust. § 160 odst. 1 o. s. ř.

Poučení:

Proti tomuto usnesení lze podat odvolání do patnácti dnů ode dne doručení usnesení k Vrchnímu soudu v Praze prostřednictvím podepsaného soudu.

Pardubice 8. srpna 2019

JUDr. Ivana Bulisová v. r.
soudkyně