

USNESENÍ

Krajský soud v Hradci Králové-pobočka v Pardubicích rozhodl soudkyní Mgr. Ing. Evou Poláčkovou ve věci

navrhovatelů:

a) [REDACTED], narozený dne [REDACTED]
bytem [REDACTED]
zastoupený advokátem Mgr. Filipem Hajným
sídlem Rubešova 83/10, 120 00 Praha

b) **KOR BUSINESS LTD**
sídlem 4th Floor, Lawford House, Albert Place, London N3 1RL, Velká Británie,
zastoupený advokátem Mgr. Filipem Hajným
sídlem Rubešova 83/10, 120 00 Praha

c) [REDACTED], narozený dne [REDACTED]
bytem [REDACTED]

d) [REDACTED]
bytem [REDACTED]
zastoupený advokátem JUDr. Janem Zrckem
sídlem Kodaňská 1441/46, 101 00 Praha 10

e) **OSDA - ČR - PARAMO**, IČ 72022426
sídlem Nádražní 532/157, 702 00 Ostrava

f) [REDACTED], narozený dne [REDACTED]
bytem [REDACTED]

g) [REDACTED], narozený dne [REDACTED]
bytem [REDACTED]
zastoupený advokátem Mgr. Filipem Hajným
sídlem Rubešova 83/10, 120 00 Praha

za účasti:

1. **PARAMO a. s.**, IČ 48173355
sídlem Přerovská 560, 530 06 Pardubice
zastoupený advokátem JUDr. Tomášem Křížkem
sídlem Návazná 1180/33, 165 00 Praha 6

2. **ORLEN Unipetrol a.s.**, IČ 61672190
sídlem Milevská 2095/5, 140 00 Praha 4 - Krč
zastoupený advokátem Mgr. Romanem Vojtou, LL.M.
sídlem Křižovnické nám. 193/2, 110 00 Praha 1

o přezkoumání přiměřenosti protiplnění

takto:

- I. Návrh na přiznání práva na jinou výši protiplnění za jednu kmenovou akci na majitele ve jmenovité hodnotě 1 000 Kč, ISIN CZ0005091355 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 České republice na účet Krajského soudu v Hradci Králové č. účtu 19-6828511/0710, variabilní symbol: [REDACTED], rovným dílem náklady řízení ve výši 601 709,82 Kč, a to do 3 dnů od právní moci tohoto výroku usnesení.
- III. Navrhovatelé jsou povinni zaplatit rovným dílem 1. účastníkovi PARAMO, a. s., IČ 48173355, náklady řízení ve výši 165.770 Kč k rukám JUDr. Tomáše Křížka, advokáta se sídlem Praha 6, Návazná 1180/33, PSČ 165 00, a to do tří dnů od právní moci tohoto výroku usnesení.
- IV. Navrhovatelé jsou povinni zaplatit rovným dílem 2. účastníkovi ORLEN Unipetrol, a. s., IČ 61672190, náklady řízení ve výši 325.469,85 Kč k rukám advokáta Mgr. Romana Vojty, LL.M., advokáta se sídlem Praha 1, Křižovnické nám. 193/2, PSČ 110 00, a to do tří dnů od právní moci tohoto výroku usnesení.

Odůvodnění:

1. Návrhem doručeným 10. 12. 2008 se [REDACTED], KOR BUSINESS LTD a [REDACTED] /dále jen navrhovatelé a), b), c)/ domáhali u zdejšího soudu přezkoumání přiměřenosti protiplnění za jednu akci 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 akci za přiměřené. Tvrdili, že společnost dosahuje v posledních letech dobré výkonnosti a dosažený čistý zisk na jednu akci 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 akci 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 akci. 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 Slovačije 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 byla 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].
4. Dále má hlavní akcionář 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 Maříka, 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 [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

Shodu s prvopisem potvrzuje [REDACTED].

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 akcií 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 navrhl, 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 naléhavý 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. Vznese návrh na delegaci vhodnou k Městskému soudu v Praze.
8. 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.
9. 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 akcií činil za rok 2007 asi 160 Kč. Navrhl, aby soud určil výši protiplnění 3 200 Kč za jednu akcií. Řízení zahájeno pod sp. zn. 44 Cm 1/2011.
10. Návrhem doručeným zdejšímu soudu 30. 5. 2011 se po předchozím řízení vedeném Městským soudem v Praze (zahájeném 22. 1. 2009) domáhá navrhovatel [REDAKCE] /dále také jen navrhovatel f)/ určení, že výše protiplnění 977 Kč za jednu akcií 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 akcií doloženou Zprávou nesouhlasí. Má za to, že z výše vlastního kapitálu lze stanovit hodnotu na jednu akcií k 31. 12. 2007 na 1.865,10 Kč. S ohledem na zisk generovaný na akcií 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.
11. 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 Shodu s prvopisem potvrzuje [REDAKCE].

výpočet hodnoty podniku podle metodiky ZNAL. Navrhl návrh navrhovatele f) zamítnout. Podáním ze 7. 10. 2009 odkazuje na své předchozí návrhy na delegaci vhodnou.

12. Návrhem doručeným Krajskému soudu v Hradci Králové 3. 3. 2009, pobočce v Pardubicích postoupeným 6. 3. 2009, se navrhovatel [REDAKCE] /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.
13. 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.
14. 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.
15. 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 věc k dalšímu řízení. Nejvyšší soud vyslovil, že v případě včasného podání návrhu navrhovatele g) bude s ním soud jednat jako s účastníkem řízení.
16. 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, koupě 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 zkreslená, 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.

Shodu s prvopisem potvrzuje [REDAKCE]

17. 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.
18. 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.
19. 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).
20. 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.
21. 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, nález 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.
22. Usnesením z 8. 8. 2019, č. j. 44 Cm 277/2008-1881 soud zamítl návrh na přiznání práva na jinou výši protiplnění za jednu kmenovou akcii ve jmenovité hodnotě 1 000 Kč, ve výroku II. – IV. rozhodl o nákladech řízení, z toho ve výroku II. ve prospěch České republiky. Proti usnesení se všichni navrhovatelé odvolali.
23. Vrchní soud v Praze usnesením z 3. 8. 2021, č. j. 14 Cmo 218/2020-1983 usnesení soudu prvního stupně zrušil a věc vrátil k dalšímu řízení. Soudu prvního stupně vytkl, že své rozhodnutí řádně neodůvodnil, neuvedl důvody, pro které nevycházel z provedených důkazů, tj. z některých v řízení provedených znaleckých posudků, neuvedl, jak hodnotil výsledky vyslechnutých znalců. Odvolací soud připomněl, že pokud má soud k dispozici více znaleckých posudků s rozdílnými závěry o stejné otázce, je nezbytné je zhodnotit v tom smyslu, který z nich a z jakých důvodů vezme za podklad svého rozhodnutí, a z jakých důvodů nevychází ze závěrů ostatních znaleckých posudků.
24. Zdejší soud dále rozhodl usnesením z 11. 1. 2022 pod č. j. 44 Cm 277/2008-2085 s tím, že opakovaně zamítl návrh navrhovatelů a rozhodl o nákladech řízení, Vrchní soud v Praze dále k odvolání navrhovatelů rozhodl usnesením z 1. 9. 2023 pod č. j. 14 Cmo 109/2022-2164, a to

Shodu s prvopisem potvrzuje [redacted] .

tak, že rozhodnutí zdejšího soudu zrušil a věc vrátil k dalšímu řízení. Zdejšímu soudu je odvolacím soudem opakovaně vytýkáno, že se z napadených rozhodnutí nepodává, jakými úvahami se soud prvního stupně při hodnocení důkazů řídil, a tak nerespektoval zásady uvedené v § 157 odst. 2 a § 132 o.s.ř. Dále odvolací soud upozornil zdejší soud, že má-li při rozhodování k dispozici více znaleckých posudků s rozdílnými závěry o stejné otázce, musí je zhodnotit v tom smyslu, který z nich a z jakých důvodů vezme za podklad svého rozhodnutí a z jakých důvodů nevychází ze závěrů ostatních znaleckých posudků. Jestliže nebude možné odstranit rozpory v závěrech znaleckých posudků, je třeba dát tyto závěry přezkoumat jiným znalcem, vědeckým ústavem nebo jinou institucí. Dále v pokynech odvolacího soudu směřovaných ke zdejšímu soudu je mimo jiné uvedeno, že soud nepřezkoumává ani nemůže přezkoumávat věcnou správnost odborných závěrů znalce, nicméně posuzuje přesvědčivost posudku co do jeho úplnosti ve vztahu k zadání, logické odůvodnění jeho závěrů a soulad s ostatními provedenými důkazy. Hodnocení důkazů znaleckým posudkem tedy spočívá v posouzení, zda závěry posudku jsou náležitě odůvodněny, zda jsou podloženy obsahem nálezů, zda bylo přihlédnuto ke všem skutečnostem, s nimiž se bylo potřeba vypořádat, zda závěry posudků nejsou v rozporu s výsledky ostatních důkazů a zda odůvodnění znaleckého posudku odpovídá pravidlům logického myšlení.

25. Podle čl. II bodu 2 zákona č. 293/2013 Sb., kterým se s účinností od 1. ledna 2014 mění občanský soudní řád a některé další zákony, se pro řízení zahájená před nabytím účinnosti tohoto zákona použije občanský soudní řád ve znění účinném do 31. prosince 2013.
26. Právní poměry vzniklé přede dnem 1. ledna 2014 se řídí dosavadními právními předpisy (oddíl I § 3028 odst. 3 přechodných ustanovení zákona č. 89/2012 Sb., občanského zákoníku a § 775 zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích), zde zákonem č. 513/1991 Sb., obchodním zákoníkem, ve znění účinném ke dni konání valné hromady, jež rozhodla o využití práva výkupu účastnických cenných papírů společnosti hlavním akcionářem.
27. Podle § 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 nimiž 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.
28. 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.
29. 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.
30. 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.
31. Podle § 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.

32. 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.
33. Podle § 183l odst. 1 obchodního zákoníku představenstvo podá bez zbytečného odkladu po přijetí usnesení valné hromady návrh na zápis usnesení do obchodního rejstříku.
34. 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.
35. Podle § 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 3 měsíce ke dni doručení žádosti podle § 183i odst. 1.
36. 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.
37. Podle § 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 návrhovátelem 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.
38. 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.
39. Podle § 769 obch. zák. povinnost zveřejnění údajů stanovená tímto zákonem je splněna jejich zveřejněním v Obchodním věstníku.
40. Podle § 127a o.s.ř., jestliže znalecký posudek předložený účastníkem řízení má všechny zákonem požadované náležitosti a obsahuje doložku znalce o tom, že si je vědom následků vědomě nepravdivého znaleckého posudku, postupuje se při provádění tohoto důkazu stejně, jako by se jednalo o znalecký posudek vyžádaný soudem. Soud umožní znalci, kterého některá ze stran požádala o znalecký posudek, nahlédnout do spisu nebo mu jinak umožní seznámit se s informacemi potřebnými pro vypracování znaleckého posudku.
41. Soud hodnotil v souladu se zásadou volného hodnocení důkazů každý důkaz jednotlivě, všechny důkazy ve vzájemné souvislosti a dospěl k závěru, že byl prokázán tento skutkový stav. Z výpisu z účtu majitele cenných papírů [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.
42. Z výpisu z účtu majitele cenných papírů k 29. 7. 2009 ze Střediska cenných papírů neměl návrhovátelem OSDA – ČR - PARAMO jako majitel na účtu evidovány žádné cenné papíry, uvedeno „celkem počet cenných papírů 0“.

Shodu s prvopisem potvrzuje [REDAKCE].

43. Ze zprávy Střediska cenných papírů ze 7. 1. 2009 vyplývá, že u emise společnosti je pro navrhovatele [REDACTED] . stav účtu V – volný.
44. 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.
45. Z listiny přítomných valné hromady společnosti 6. 1. 2009 soud zjistil, že se jí zúčastnili navrhovatelé a), c), f) a g).
46. 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.
47. 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.
48. 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 nejpresnější 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.
49. 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 akcii 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 akcii.
50. 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.
51. Podle prezentace – konsolidované finanční výsledky 2007 je jedním z důvodů koupě 14,51 % Shodu s prvopisem potvrzuje [REDACTED] .

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 %.

52. 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.
53. Z výpisu z aplikace [REDACTED] z 15. 5. 2018 soud zjistil, že [REDACTED] je od června 2014 [REDACTED] a [REDACTED] hlavního akcionáře.
54. 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 1.000 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 podpůrné 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 obdržený 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 premii 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 premii. 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

Shodu s prvopisem potvrzuje [REDACTED].

výhledem hospodaření založeným na konkrétních charakteristikách, výnosové metodě stanovující 977 Kč za akcii přiřadil znalec rozhodující váhu.

55. 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.
56. ČNB svým rozhodnutím č. j. [REDAKCE] 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 %. Dovodila, 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 úrovní 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, Shodu s prvopisem potvrzuje [REDAKCE].

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.

57. 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 %).
58. Podle úplného výpisu z obchodního rejstříku společnosti bylo 2. 9. 1998 zapsáno 1 330 078 kusů akcií na majitele o 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.
59. 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, o jmenovité hodnotě 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.
60. 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.
61. 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.
62. Ze stanoviska č. [REDAKCE] z 9. 11. 2005 KCPP k některým otázkám spojeným s vytěsněním soud zjistil, že KCPP považuje srážku za minoritu stejně jako u nabídek převzetí za nepřipustnou.
63. 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, 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 obliby. 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 způsobílé zobrazovat užitky 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.

64. 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 níž by bylo možné účastnický cenný papír směnít, 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.

65. 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 ke 4. 3. 2009, tj. přechodu vlastnického práva k účastnickým cenným papírům.
66. 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 podpurné 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 ve stejné nominální výši získaný k datu ocenění, důvodem je nenulové riziko obdržení budoucího užitku a preference okamžitých užitků. 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 alikvotní podíl hodnoty čistého obchodního majetku společnosti 898 Kč po zaokrouhlení. Znalec BE neuplatnil sražku za minoritu, která vyjadřuje omezenou možnost menšinového akcionáře ovlivňovat řízení společnosti, a neuplatnil sražku 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 Shodu s prvopisem potvrzuje [REDACTED].

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 %.

67. Dne 19. 3. 2019 byl znalec BE vysechnut. 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.
 68. 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.
 69. 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.
 70. Společnost považovala posudek znalce BE za věcně i formálně správný, neměla proti němu žádné námítky. Nadále navrhovala, aby ji soud z řízení vyloučil.
 71. 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.
 72. 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 obchodovaly 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 obchodovaly 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. Ze znaleckého posudku bylo také mimo jiné zjištěno, že dle znalce nelze účetní operace přímo započítávat do ocenění, když konsolidované účetnictví dle IFRS má hlavní funkci pro účely kontrol a auditů hospodaření, nikoliv pro účely ocenění. 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
- Shodu s prvopisem potvrzuje [REDACTED].

podnik. Společnosti přísluší premie 0,80 %, tu považuje za nejprůkaznější a nejobjektivnější, pak hodnota akcie je 1.064,15 Kč. Při premii za velikost firmy 3,65 %, kterou stanovil znalec AA, by hodnota jedné akcie činila 977,50 Kč. Při premii za velikost firmy v hodnotě 0 % by byla hodnota akcie 1.094,81 Kč. Odkázal na autory Mařík, Maříková, kteří doporučují premii za velikost firmy ve výši 0 % z důvodu ochrany minoritního akcionáře. Společnost má miliardové roční obraty v Kč a působí i mezinárodně, má možnost bezcelně obchodovat v celém prostoru EU s 0,5 mld. obyvatel, což je nejsilnější trh na světě. Znalec dle odborné literatury nepovažoval oceňovanou společnost za malý podnik. Dále použil vážený průměr výnosové a nákladové (substanční) hodnoty, tímto postupem při premii za velikost 3,65 % činí výsledek 1.110,63 Kč, při premii 0 % ve výši 1.208,39 Kč, při premii 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 se o odraz skutečného trhu a není podstatné, jednalo-li se o prodej relativně menšího počtu akcií a obchodovalo-li 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.

73. Na ústním jednání znalec VŠB doplnil, že se přiklonil k metodě porovnávací, neboť byla k dispozici databáze majetku a zjištění vyšlo z historických cen podle definice ceny obvyklé. Problém výnosové metody spočívá v nutnosti 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. Použil premii 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. Premie 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 akciemi, 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. Znalec dospěl k tzv. ceně obvyklé, kterou určil a která vychází z definic ve dvou zákonech v našem systému, kdy jde o definice na oceňování majetku jako takového všeobecně. Toto stanovení plyne ze zásad oceňování a ze zvyklostí s tím, že soudy zpravidla chtějí cenu obvyklou. Tato cena byla stanovena dle ceny akcie na trhu za co se akcie obchodovaly, za většinový balík je trh ochoten přidat přírážku. Při výpočtu vycházeli i z toho, že v případě, kdy PARAMO se obchodovalo menšinové množství, výsledná cena je dána průměry za příslušná období. Dále bylo z výsledku zjištěno, že znalec uvedl, že pokud jde o obchodování menšinových akcií, takže tyto se s diskontem neobchodují. Pojem fair value není v českém systému definován. Znalec trval na ceně obvyklé, kdy takto oceňuje všechny majetky. Dále zdůraznil opakovaně, že problémem výnosové metody je sestavení finančního plánu. K výnosové metodě měl znalec závažné

výhrady, neboť touto metodou lze dojít k diametrálně odlišným částkám i při stejném finančním plánu. Znalec VŠB nepoužívá termín reálná hodnota. Dále znalec uvedl, že stejný postup ocenění by použil a nerozlišoval by, zda se jedná o ocenění při dobrovolném prodeji akcií nebo zda jde o nedobrovolný prodej. Částku 977 Kč považuje za podhodnocenou.

74. 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 připojil prohlášení podle § 127a o. s. ř., 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. 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 PwC dále ve svém posudku uvedl mimo jiné, že znalec VŠB vyšel primárně z průměru dvou pozorovaných hodnot, které v obou případech vyjadřovaly průměr ceny akcií pozorovaných na veřejných trzích (BCPP a RMS). Jedna z dílčích hodnot byla vždy odvozena z váženého průměru cen akcií za období 6 měsíců předcházejících datu ocenění. Druhá dílčí hodnota pak byla v obou případech konstantní a jednalo se o průměr ceny akcií za období 6 měsíců následujících po transakci s významným menšinovým podílem v listopadu 2007. Koncept, na kterém je založeno stanovení této druhé dílčí hodnoty, pak vychází ze subjektivního názoru znalce. Dále bylo zjištěno, že znalec PwC považuje za zcela nestandardní tezi, kdy znalec VŠB tvrdí, že zprůměrováním dvou podpůrných metod (výnosové a substanční) lze získat dobrý indikátor výsledné hodnoty akcie, a to přesto, že se jimi odhadované výsledky vzájemně odlišují o více než 65 %. Tento přístup je v rozporu s běžnou znaleckou praxí, odbornou literaturou i doporučeními ČNB. Dále bylo z posudku PwC zjištěno, že pokud jde o jedinou změnu, kterou znalec VŠB provedl v ocenění k 4. 3. 2009, byla změna premie za malou velikost společnosti (SCP) s tím, že posudek AA uvádí odhad této premie na úrovni 3,65 %, a to na základě dlouhodobého statistického šetření společnosti Ibbotson Associates. Znalec VŠB se naopak rozhodl použít odhad vycházející z článku Petra Čiháka a Tomáše Jeřábka „Kvantifikace premie za velikost pro střední Evropu“ v českém odborném časopise Odhadce a oceňování majetku 2/2008, a to i přesto, že pánové Čihák a Jeřábek ve svém článku uvádějí, že jejich závěry vycházejí cca ze 300 pozorování, což se „...nemůže porovnávat se základnou, ze které čerpá americký Ibbotson (5.000), což se následně projevuje ve větší spolehlivosti a vypovídací hodnotě výsledku“. Stejně tak, pokud jde o zvážení ze strany znalce VŠB použít nulovou výši SCP s odkazem na odbornou literaturu prof. Maříka, má znalec PwC za to a domnívá se, že pouze znalec VŠB zaměnil doporučení nepoužívat srážky za minoritní podíly, která souvisí s pozicí konkrétního akcionáře, za přírážku za malou velikost společnosti, která je ovšem relevantní pro celou společnost a všechny akcionáře stejnou měrou. Dále uvedl znalec PwC, že je přesvědčen, že na základě výše uvedeného je zřejmé, že použití nižší premie za malou společnost není dostatečně doložené a neodpovídá zavedené oceňovací praxi.
75. 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.
76. 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 přede 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 přepočítal 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.

77. 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 zveřejněním 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

Shodu s prvopisem potvrzuje [REDACTED].

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.

78. 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.
79. Znalce Znakyně [REDACTED] (dále jen Znakyně [REDACTED] 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 %. Znakyně [REDACTED] 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. Znakyně 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. Znakyně [REDACTED] připojila prohlášení podle § 127a o. s. ř.
80. 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.
81. 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.
82. 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. [REDACTED]. 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. Dovedl, 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 premie 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 premii pro český akciový trh ve výši 5,98 %. Ostatní přírážky

Shodu s prvopisem potvrzuje [REDACTED].

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 akcemi 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 % (přičemž 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 4. 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 4. 3. 2009 částku 136.000 Kč, což představuje pouze 0,01 % podíl na základním kapitálu společnosti. Obchodování s akcemi 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. 2009 částku 1.691,25 Kč.

83. 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 podprůměrně zisková, vytvářený zisk bude nižší než u konkurentů, s tím, že ve finančním plánu jsou plánovány zisky, které budou umožňovat výplatu dividend při udržení zadlužení na rozumné odpovídající úrovni. Velikostní přírážku znalec EG nepovažuje za aplikovatelnou, měla by být ve výši 0 %.

Velikostní přírážka v posledních letech vymizela, do roku 1980 malé společnosti vykazovaly vyšší výnosnost, po roce 1980 vyšší výnosnost nevykazují.

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. Pokud jde o odvození velikostní přírážky ve znaleckém posudku PwC, stejně tak i American Appraisal, čerpají ze statistiky ročenky amerického kapitálového trhu společnosti Ibbotson Associates. Dle názoru znalce EG je značná část přírážky způsobena metodicky nesprávným postupem výpočtu v ročence Ibbotson. Znalec EG má za to, že v případě společnosti PARAMO je nutno vycházet ze skutečnosti, která odpovídá koncernu jako celku, a v daném případě vzhledem k PKN Orlen a polskému akciovému trhu by měla být nulová. Znalec EG také uvedl, že žádný seriózní vědec by neodvozoval velikostní přírážku pro české společnosti na základě velikostí amerických společností na americkém kapitálovém trhu.

Beta koeficient v nákladech kapitálu použil z porovnání s jinými společnostmi. V porovnávacím ocenění se oceňují akcie společnosti PARAMO s cenami akcií srovnatelných společností dosahovaných na veřejných trzích, kde jsou obchodovány zpravidla menšinové podíly, které jsou statisticky levnější než podíly většinové, studie v ČR vyčíslila, že menšinové podíly jsou levnější o 26 %, naopak, že většinové podíly jsou o 35 % dražší než menšinové podíly. Přírážka 17,5 % je polovinou rozdílu mezi obvyklým oceněním většinových a menšinových akcií. Přiměřené protiplnění počítá jako poměrný podíl na tržní hodnotě jmění, nikoliv na úrovni tržního ocenění menšinového podílu.

84. S úkolem odborně posoudit metodické, výpočetní postupy, předpoklady a další faktory, které vedly znalce EG k závěrům v jeho posudku, bylo soudu předloženo Odborné stanovisko z 21.

4. 2017 zpracované společností Commercial Solutions s.r.o., za ni je poskytl odborný zástupce [REDACTED] (pro tento případ autor posouzení). Autor posouzení analyzoval problém, jako kdyby analýzu provedl k 6. 1. 2009 a k 4. 3. 2009. Zjistil, že výnosová hodnota ocenění použitá v posudku znalce EG není bez dalšího interpretovatelná jako hodnota tržní. Myšlenku znalce EG, že by neměla být tržní hodnota jmění připadající na jednu akcii nikdy nižší než účetní hodnota vlastního kapitálu připadající na jednu akcii, považuje autor posouzení za ekonomicky nesmyslnou. Předpoklad znalce EG, že čím vyšší bude objem investovaného kapitálu společnosti při stejné výši násobitelů EBITDA, tím vyšší bude hodnota společnosti brutto, považuje za v přímém rozporu s ekonomickou logikou investování vedoucí k nadhodnocení hodnoty akcie metodou tržního porovnání použitou znalcem EG. Ve výnosové metodě DCF Entity zjistil závažná metodická pochybení při aplikaci metody diskontovaného volného peněžního toku. Vytkl, že znalec EG nepřihlédl k tomu, proč je hodnota akcie podle účetnictví vyšší než výnosová hodnota akcie založená na předpokladu, že veškerý majetek bude provozován jako funkční celek. Tento postup znalce EG označil jako non lege artis. K dosažení pokračující hodnoty podle znalce EG by se musela v roce 2013 výše volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele oproti roku 2012 dvojnásobně zvýšit, což by vyžadovalo pokles netto investic. Od roku 2013 do nekonečna by investice byly bezprecedentně nízké. Předpoklady ohledně netto investic a volného peněžního toku jsou nereálně optimistické, parametry pokračující hodnoty vzájemně nekonzistentní, výnosové ocenění vede k neoprávněnému navýšení vypočtené hodnoty akcie. Znalec EG zapracoval do finančního plánu výplatu dividend ve výši 23 % disponibilního zisku k rozdělení a o vyplácené dividendy budou kumulativně navyšovány bankovní úvěry dlouhodobě plánované ve finančním plánu, takže autor posouzení dospívá k závěru, že optimální míra zadlužení je odhadována na úrovni jakéhosi cílového zadlužení, ke kterému finanční plán spěje pomocí hypotetické výplaty dividend, aniž by přihlédl k dlouhodobým plánům ohledně dividendové politiky. Uzavírá, že náklady vlastního a cizího kapitálu znalec EG stanovil neopakovatelným subjektivním přístupem.

85. Znalec PwC vypracoval revizní znalecký posudek z 8. 3. 2017 k posudku znalce EG s cílem analyzovat skutečnosti zejména v oblasti použité metodiky a předpokladů, které by mohly mít Shodu s prvopisem potvrzuje [REDACTED].

významný dopad na výslednou hodnotu akcie. Znalec PwC dospěl ke zjištění, že znalec EG podhodnotil rizika a hrubě nadhodnotil hodnoty společnosti a výši přiměřeného protiplnění. Znalec EG chybně stanovil náklady cizího kapitálu, chybně stanovil náklady vlastního kapitálu tím, že nevhodně vybíral předpoklady pro ocenění, takže hodnota společnosti vzrostla díky počínající světové ekonomické krizi. Výsledné ocenění výnosovým přístupem 1.548 Kč je velmi nadhodnocené v důsledku nesprávně stanovené diskontní míry, a tak došlo k nadhodnocení akcie k 4. 3. 2009 o 833 Kč, resp. opravou výpočtu diskontní míry se snižuje protiplnění stanovené v posudku znalce EG o 833 Kč za jinak nezměněných podmínek. Znalec PwC je toho názoru, že se na hodnotu společnosti stanovenou v posudku znalce EG nelze spolehnout. Znalec PwC nemá za to, že prémie za majoritu, někdy také nazývaná prémie za kontrolu, se musí nutně aplikovat, jak uvádí znalec EG. Dodatečná aplikace kontrolní prémie vedla ke dvojímu započtení konkrétního efektu kontroly. Odvození kontrolní prémie znalec PwC považuje za sporné. Znalec EG aplikuje arbitrárně zvolenou 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 společnost 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.

86. 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 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 odstupu 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 odstupu 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.

87. 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, kde jsou uvedeny nejen americké, ale i jiné společnosti z celého světa, ročenka vychází z obchodování na newyorské burze, která je největší na světě, zajišťuje aktivní trh. Na této burze se obchoduje s akcemi společností z celého světa, kotovaných na této burze. Jedná se o společnosti nadnárodní, ale obchoduje se tam i se společnostmi menšími, než je Paramo. Neexistuje studie pro frankfurtskou nebo londýnskou burzu. Pro posouzení z ročenky Ibbotson je jedno, ze které země je společnost, americká burza je nejobektivnější. Přírážka 3,74 % znalec stanovil z rozdělení společností dle decilů, dále použil ještě dělení, kde byly sloučeny dva nejmenší decily, což znamená přírážku, která byla stanovena i pro společnosti výrazně větší, než je Paramo, přírážka za malou společnost je nižší, než by bylo slepé zařazení Parama dle decilu, takto stanovená přírážka je pro hodnotu akcie pozitivnější, než zařazení dle decilů. 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 neocenil, 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.
88. Znalec [REDACTED] (dále jen znalec [REDACTED]) 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 [REDACTED] 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 Shodu s prvopisem potvrzuje [REDACTED].

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 premii 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 reálně 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.

Znalec [REDACTED] 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 [REDACTED] 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 [REDACTED].

Pomocí metody simulací porovnal znalec [REDACTED] 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.

Shodu s prvopisem potvrzuje [REDACTED].

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.

Podle výsledků simulace se nejpravděpodobnější výskyt hodnoty jedné akcie pohybuje v intervalu 801 Kč – 1 000 Kč za akci. Ve většině znaleckých posudků se tato hodnota také objevuje.

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 [REDAKCE] 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 [REDAKCE] 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 nezpochybňuje, 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 přepokládá, že by společnost donekonečna generovala zisk s nízkými investicemi v přibližně poloviční výši oproti poslednímu roku první fáze. Předpoklad, že by společnost v prvním roce pokračující hodnoty dosáhla volné cash flow na úrovni dvojnásobku hodnot posledního roku první fáze, nemá žádné racionální opodstatnění. Neexistují ekonomické důvody pro obdobný skokový nárůst volného cash flow. Při dané úrovni korigovaného provozního výsledku hospodaření by takováto úroveň volného cash flow vyžadovala snížení netto investic oproti předchozímu roku přibližně na poloviční hodnotu. V důsledku postupu v ZP EG, kdy je optimální míra zadlužení podniku společnosti subjektivně odhadována na úrovni jakéhosi „cílového zadlužení“, ke kterému finanční plán konverguje pomocí hypotetické výplaty dividend, aniž by tento odhad reflektoval skutečné záměry a dlouhodobé plány společnosti Unipetrol ohledně dividendové politiky a ohledně řízení kapitálové struktury podniku společnosti Paramo, způsobuje neopakovatelnost a neinterpretovatelnost závěrů ZP EG ohledně hodnoty objektu ocenění k Rozhodnému datu 1 a Rozhodnému datu 2. ze závěrů posudku EG plyne, že čím nižší bude rentabilita investovaného kapitálu, tím více budou investoři ochotni zaplatit za akcie společnosti, což je v rozporu s ekonomickou logikou investování a vede k nadhodnocení vypočtené hodnoty akcie Paramo touto metodou tržního porovnání.

Posudek znalkyně [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.

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. Z posudku [REDAKCE] bylo zjištěno (str. 121), že metody tržního přístupu mohly být použity jen doplňkově z důvodu absence kontinuálního aktivního trhu srovnatelných aktiv, z nichž by bylo možno k datu ocenění čerpat údaje o transakčních cenách.

2. Při doplnění posudku na jednání znalec [REDAKCE] předně uvedl, že každý znalec, pokud mu bude zadáno určení ke znaleckému posudku, bude mít o rizikovitosti 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 [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 [REDAKCE] 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. 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.

Shodu s prvopisem potvrzuje [REDAKCE].

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. přírážkou 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 odlehle, tudíž nepravděpodobné. Výsledky znalce [REDAKCE] 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.

90. Z ostatních provedených důkazů nezjistil soud skutečnosti podstatné pro samotné rozhodnutí ve věci (např. znalecký posudek znalce [REDAKCE] z 12. 2. 2016 č. 5/1/2016 zpracovaný s úkolem posoudit znalecký posudek č. 5/2015 [REDAKCE] ze statistického hlediska, tedy se nevztahoval ke znaleckému posudku znalce [REDAKCE], který byl zpracován 15. 11. 2017).
91. Soud nevyhověl návrhu navrhovatelů a), b), c), g), aby znalec [REDAKCE] předložil licenci opravňující používat software Oracle Crystal Ball, neboť tuto informaci soud nepovažuje pro věcné rozhodnutí za podstatnou. Znalec [REDAKCE] sám při znaleckém výsledku uvedl, že vlastní licenci k používání tohoto softwaru. Soud znalci vzhledem k jeho erudici uvěřil a nepovažoval za nezbytné vlastnictví uvedeného software ověřovat. Soud neprovedl navržený důkaz, a to doplnit výsledek znalce EG a jeho vyjádření se k reviznímu posudku znalce PwC, když znalec EG byl vyslechnut, a další jeho výsledek soud považoval za nadbytečný s ohledem na již provedený jeho výsledek, stejně tak čtený znalecký posudek znalce EG, když bylo možno dle názoru soudu ve věci rozhodnout s ohledem na dále uvedené závěry soudu.
92. Zdejší soud při svém v pořadí třetím rozhodnutí o návrhu navrhovatelů vyšel z pokynů a obsahu předchozích rozhodnutí odvolacího soudu shora citovaných. Zdejší soud vyšel zejména ze závěrů, že pokud jde o problematiku přiměřeného (spravedlivého) protiplnění, z ustálené rozhodovací činnosti Ústavního a Nejvyššího soudu se podává, že je zde požadavek přihlídnout ke všem podstatným okolnostem v souvislosti s nuceným výkupem, tzn., že je z pohledu zákona vyloučeno, aby byla stanovena subjektivně, cena stanovená nikoliv na základě objektivních kritérií by se vymykala soudnímu přezkumu. Základem pro stanovení výše přiměřeného protiplnění za účastnický cenný papír společnosti je obvykle hodnota podniku společnosti, kdy její určení je skutkovou otázkou, k jejímuž posouzení jsou nezbytné odborné znalosti (§ 127 o.s.ř.). Součástí odborného posouzení znalce je přitom i zvolení metod ocenění s ohledem na poměry dané společností. Volba metody ocenění pro účely určení výše přiměřeného protiplnění ve smyslu ust. § 183k obch. zák. závisí na poměrech posuzované společnosti, není tedy možné paušálně a obecně určit, která z metod připadajících v úvahu je pro stanovení hodnoty podniku vhodná, když posouzení této otázky je součástí odborného posouzení znalce s ohledem na poměry dané společností. Výběr postupu a metody zcela záleží na samotném znalci, přičemž je třeba tyto použité metody řádně odůvodnit. Z požadavku přiměřenosti (spravedlnosti) mimo jiné plyne, že protiplnění zásadně nesmí být nižší než tržní cena dotčených účastnických cenných papírů v době předcházející vytěsnění, lze-li ji objektivně určit. Pokud jde o otázku určení výše přiměřeného protiplnění, jde již o otázku právní, i když při určení výše přiměřeného protiplnění soud zpravidla vychází z hodnoty podniku, musí současně zohlednit i další v úvahu přicházející skutečnosti. Dále ze závěrů odvolacího soudu mimo jiné plyne, že pokud jde o přiměřenost protiplnění v případě účastnických cenných papírů, které nuceně přecházejí na hlavního akcionáře, nepřichází zásadně v úvahu, aby se výše protiplnění snižovala oproti

Shodu s prvopisem potvrzuje [REDAKCE].

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 (tzv. diskont za likviditu či za minoritu). Dále je nutné mít na paměti, že menšinoví akcionáři nemají prakticky žádnou možnost, jak hlavnímu akcionáři zabránit v realizaci jeho práva upraveného v § 183i obch. zák. Jsou-li zbavováni svého podílu ve společnosti s odůvodněním, že s ohledem na akcionářskou strukturu se jejich účast fakticky zúžila na pouhou investici, neboť jejich „vliv na chod společnosti je mizivý, a možnost podílet se na zásadních rozhodnutích o směřování společnosti je iluzorní“ (srov. nálezn Ústavního soudu ze dne 27. 3. 2008 sp. zn. Pl. ÚS 56/05, bod 52 odůvodnění), nadále jim zůstává zachována pouze majetková složka, jejich účast ve společnosti již lze nahradit (nuceně vyměnit) za peníze, musí být garantováno, že poskytované protiplnění v penězích bude odpovídat hodnotě této investice. Protiplnění poskytované hlavním akcionářem musí odpovídat hodnotě účastnických cenných papírů, jejichž vlastnictví hlavní akcionář v důsledku nuceného přechodu nabude tak, aby hodnota investice vlastněné minoritním akcionářem zůstala zachována. V případě tzv. vytěsnění nemá akcionář možnost tomuto procesu zabránit, při určení přiměřeného vypořádání se vychází z (tržní) hodnoty podniku společnosti a základem pro určení přiměřeného vypořádání je pak podíl na této tržní hodnotě připadající na jednu akcii (účastnický cenný papír). Ve většině případů tento alikvotní podíl převyšuje tržní cenu samotných akcií (za uvedenou částku by zpravidla nebylo možné tyto akcie prodat) a již tím do určité míry reflektuje přiměřenost (spravedlnost) vypořádání mezi hlavním akcionářem a menšinovými (vytěsňovanými) vlastníky účastnických cenných papírů. Přiměřenost protiplnění za účastnické cenné papíry, které přecházejí na hlavního akcionáře v důsledku postupu dle § 183i a násl. obch. zák. 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 obch. zák., a to i tehdy, šlo-li o tzv. prémiovou cenu (zahrnující přírůstek za získání majority – viz usnesení NS ze dne 26. 4. 2018 sp. zn. 29 Cdo 3024/2016).

93. Soud při rozhodování vyšel i ze současné judikatury, ať už Nejvyššího či Ústavního soudu ČR s tím, že v tomto smyslu se v případě vytěsnění akcionářů jedná, pokud jde o přiměřené protiplnění, plnění v hodnotě, a to spravedlivé hodnotě, která má být základem výpočtu přiměřeného protiplnění. V současné době je i mezi odborníky i v judikatuře zřejmé, že nejčastěji bývá tato hodnota stanovena na základě výnosové míry ocenění, a to v rámci metody DCF – metoda diskontovaných peněžních toků, která v sobě zahrnuje určené očekávané peněžní toky, od kterých se odečte diskontní míra a přičte se neprovozní majetek společnosti. Soud přihlédl i 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). Zásadní tedy

pro samotné určení a stanovení hodnoty je diskontní míra s tím, že obecně platí, že pokud proto nejsou žádné vážné důvody, nelze při stanovení spravedlivé hodnoty akcií použít přírážku za nižší likviditu akcií a za menšinový podíl, tzv. přírážku za minoritu, a to ani při sestavení diskontní míry v rámci nákladů vlastního kapitálu, neboť i dle judikatury ÚS a NS jde o tzv. přírážku „na úrovni akcionáře“ (podrobněji viz výše). Přírážka za minoritu je akceptovatelná při stanovení tržní hodnoty akcií, o čemž se ovšem v případě vytěsněných akcií nejedná. V případě společnosti PARAMO a. s., neshledali ani znalci ani soud žádné vážné důvody pro to, aby byla užitá při stanovení hodnoty přírážka za nižší likviditu akcií či přírážka za menšinový podíl. Nikoliv jednoznačná situace je ovšem, pokud jde o použití velikostní přírážky, kdy v tomto se jednak ani judikatura soudu ČR nesjednotila a stejně tak i znalci a odborná veřejnost na tuto otázku mají rozdílné názory. Tato přírážka vychází ze skutečnosti velikosti společnosti, kdy v případě menších společností se jedná o rizikovější investice do této, kdy i samo toto tvrzení je sporováno, respektive existují i články, že tato skutečnost nebyla prokázána, že byla sledována, nicméně prokázána jednoznačně není. Pokud jde o tuto přírážku, vychází se ze skutečnosti, že menší společnosti mají vyšší náklady na financování z cizích zdrojů, tzn. na úvěry a dluhopisy, a velikostní přírážka, pokud je aplikována, reaguje na systematické rizikové faktory, které na společnosti působí. Znalci vychází z východisek, a to databáze údajů z amerických veřejných trhů, na kterých jsou ve srovnání s českým kapitálovým trhem obchodovány akcie velmi velkých společností (malými společnostmi jsou dle aktuální uzance společnosti, jejichž tržní kapitalizace činí méně než cca 3,6 mld. USD). Empirickým pozorováním menší společnosti představují z hlediska investorské veřejnosti rizikovější investici než společnosti velké, a tudíž při investici do menší společnosti investoři požadují vyšší výnos z důvodu vyššího rizika spojeného s danou investicí, což také znamená, že menší společnosti mají vyšší náklady na financování z cizích zdrojů než velké společnosti s tím nejlepším ratingem. Velikostní přírážka je používána na úrovni společnosti, tj. zohledňuje systematická rizika vztahující se ke společnosti jako takové, která dopadají stejně na každého akcionáře bez ohledu na velikost jejich podílu nebo stupeň kontroly. Při aplikaci této velikostní přírážky není tedy relevantní, zda se oceňuje majoritní či minoritní akciový podíl, neboť je zohledňována objektivní skutečnost, kterou je velikost podniku. Toto jsou odborné otázky, které samozřejmě přísluší znalci, nicméně soud při rozhodování k těmto musel přihlídnout s ohledem i na různé názory na tuto otázku, nicméně soud si je vědom toho, že je na znalci zvolená metoda ocenění včetně jednotlivých dílčích kroků učiněných v rámci konkrétní zvolené oceňovací metody, kdy toto je ponecháno plně na znalci, nicméně na soudu je zhodnotit takové kroky znalce, respektive kroky ve vztahu k samotnému výsledku při hodnocení posudku, ze kterého soud vychází či nikoliv. Soud tedy nerozhoduje a nesděluje znalci, jaká metoda má být pro ocenění použita, a stejně tak soud by neměl posuzovat správnost jednotlivých metodologických rozhodnutí učiněných v rámci znalcem zvolené metody. Nicméně soud se nemůže vyhnout při hodnocení posudku jako takového i těmto jednotlivým krokům ve vztahu k jejich odůvodněnosti, a tedy i přesvědčivosti znaleckého posudku, tzn. například i pokud jde o velikostní přírážku, kdy soud rozhodně bez dalšího nemá za to, že nelze velikostní přírážku při stanovení hodnoty akcií pro případ vytěsnění akcionářů použít. Soud vyšel z judikatury Ústavního soudu (sp. zn. Pl. ÚS 56/05), který ve svém rozhodnutí odkazuje na legislativu a judikaturu státu Delaware. Z ustálené rozhodovací praxe „kancelářského“ soudu státu Delaware, jakož i Nejvyššího soudu státu Delaware vyplývá, že právo státu Delaware nejenže použití velikostní přírážky připouští, ale dokonce její použití označuje za „součást běžné znalecké praxe“ při stanovení spravedlivé hodnoty akcií. Pokud jde o velikostní přírážku, judikatura státu Delaware řeší nanejvýš otázky, v jaké výši velikostní přírážku použít, aplikovatelnost velikostní přírážky jako takové při stanovení spravedlivé hodnoty akcií však nezpochybňuje. Z judikatury delawarských soudů dokonce vyplývá, že používání velikostní přírážky nezpochybňují ani dotčení minoritní akcionáři, což potvrzuje skutečnost, že velikostní přírážka je dlouhodobě zavedenou součástí běžné znalecké praxe pro účely stanovení spravedlivé hodnoty akcií.

94. Lze dospět k závěru, že pokud jde o oblast oceňování společností či účastnických cenných papírů, rozhodně se nejedná o exaktní oblast, o tom svědčí i množství v tomto řízení předložených znaleckých posudků s různými výsledky. Ze strany znalce se jedná vždy „pouze“ o odborný odhad, a je zde uplatňován lidský faktor v tomto, v podobě odhadu a úsudku omezeného vědeckého poznání a neexistují zde výlučně přesně měřitelné veličiny. Nelze tedy z povahy věci určit jediný správný postup, respektive jedinou správnou metodu a rozhodné by tak mělo být zejména to, zda znalec oceňující podnik postupoval *lege artis*, či zda se zpronevěřil uznávaným vědeckým metodám.
95. Pokud jde o námitku navrhovatelů, že při stanovení stanoveného protiplnění vytěsněným akcionářům, je nutno vždy přihlídnout k hodnotě vlastního kapitálu, a to ve výši, která je uváděna v účetní závěrce společnosti PARAMO k 31. 12. 2008, kdy tuto hodnotu je nutno konfrontovat i se závěry v jednotlivých znaleckých posudcích, a je tedy nutno k této hodnotě přihlížet, soud uvádí, že v tomto smyslu se s názorem navrhovatelů neztotožňuje. Při přihlídnutí k řádně vedenému účetnictví v souladu se zákonem o účetnictví a dalšími předpisy, kdy tedy účetní hodnota má poskytovat pravdivý a věrný obraz stavu majetku a závazků, nelze bez dalšího stanovit přiměřené protiplnění na základě hodnoty vlastního kapitálu uvedené v účetní závěrce. Tato hodnota je uvedena k určitému datu k určité době s tím, že se samozřejmě jedná o hodnotu k určitému datu. Naopak pokud jde o rozhodování o přiměřeném protiplnění, soud vyšel ze znaleckých posudků, které stanovily tuto hodnotu na základě diskontovaných peněžních toků, tedy očekávané peněžní toky, od kterých se odečítá diskontní míra a přičítá neprovozní majetek společnosti. Hodnota přiměřeného protiplnění je stanovována k nějakému datu, nicméně ve znaleckých posudcích se tímto znalci zabývají ve vztahu k očekávanému nějakému budoucímu vývoji v samotné společnosti. Výše vlastního kapitálu je nadto uváděna v účetní závěrce ke dni 31. 12. 2008, nejedná se tak ani o výši vlastního kapitálu ke dni 4. 3. 2009, přestože si je soud vědom, že lze z účetnictví i k tomuto datu z účetnictví vyčíst výši vlastního kapitálu, nicméně nejednalo by se o výši upravenou o závěrkové operace, jak tomu je v účetní závěrce. Nelze tedy vycházet z hodnoty vlastního kapitálu tak, jak se vyjadřují navrhovatelé a s touto hodnotou konfrontovat výsledky znaleckého ocenění, či případně tuto hodnotu podělit počtem akcií, a dostat tak tedy výslednou hodnotu přiměřeného protiplnění jedné akcie. Na druhou stranu, pokud by tomu tak bylo, a bylo by stanoveno, že přiměřené protiplnění je právě odvislé na hodnotě vlastního kapitálu uvedené v účetní závěrce, nebylo by nutné úkolovat znalce, necht' Tito stanoví hodnotu přiměřeného protiplnění, ale postačovala by v zásadě relativně matematicky jednoduchá rovnice, a takto by mohla být stanovena hodnota akcie. Toto však neplyne ani z judikatury ani zákonů ani ekonomické logiky v tom smyslu, že u přiměřeného protiplnění by mělo jít o plnění přiměřené ve vztahu jak k minoritním akcionářům, tak i k akcionáři majoritnímu s tím, že znalci vypočítávají a určují tuto hodnotu na základě modelů a na základě údajů, které jsou z velké části jejich odhadem, proto také tyto posudky zpracovávají znalci a neexistují k tomu konkrétní jednoduché vzorce, do kterých by i soud mohl dosadit údaje z účetní závěrky k jasně stanovenému datu a dojít ke stanovení hodnoty přiměřeného protiplnění.
96. Pokud jde o navrhovatelí namítané zaúčtování negativního goodwillu do ostatních provozních výnosů, jak plyne z výroční zprávy hlavního akcionáře za rok 2009 v hodnotě 86.640.000 Kč, tak jde o údaj ke dni 31. 12. 2009, když k vytěsnění došlo ke dni 4. 3. 2009, dále tento údaj měli k dispozici z výroční zprávy i znalci s ohledem na datum, ke kterému je výroční zpráva vyhotovena. Negativní goodwill odráží rozdíl mezi cenou, za kterou akcie zakoupil hlavní akcionář od menšinových akcionářů a oceněním jednotlivých složek majetku z účetnictví, je vcelku běžné, že vždy bude nějaký rozdíl mezi těmito dvěma údaji, v daném případě se rozdíl promítne do účetnictví a vykázal se jako negativní goodwill vzhledem k rozdílu (tedy vyšší ocenění jednotlivých složek majetku z účetnictví oproti ceně poskytnuté hlavním akcionářem menšinovým akcionářům). Nicméně, jak shora uvedeno, při stanovení hodnoty akcie při vytěsnění soud nevycházel z majetkového ocenění, nýbrž z ocenění, které většinově použili i Shodu s prvopisem potvrzuje [REDACTED].

znalce, a to metodou výnosovou s ohledem na specifickou situaci a pozici zúčastněných stran „kupujícího a prodávajícího“, když k vytěsnění dochází dle zákona.

97. Pokud jde o navrhovatelí namítané přehlížení ceny akcie, za které nabyl hlavní akcionář majoritní podíl přes 90 %, tedy pokud jde o transakci z 23. 11. 2007, kdy hlavní akcionář nabyl akcie ve výši 14,51 % a vyjádření navrhovatelů, necht' znalci, respektive soud při svém rozhodování vyjde i z této transakce, respektive ceny, za kterou byly akcie pořízeny s odkazem na příslušná rozhodnutí Nejvyššího soudu (sp. zn. 29 Cdo 3024/2016), soud k tomuto uvádí, že si je vědom tohoto rozhodnutí Nejvyššího soudu a nutnosti tedy při stanovení přiměřeného protiplnění vycházet i z transakcí, které v sobě zjevně zahrnují nebo mohou zahrnovat i tzv. přírážku za majoritu, kdy hlavní akcionář je ochoten za konkrétní balík akcií zaplatit více, aby právě se stal akcionářem, který bude hlavním akcionářem a majoritním, za situace, kdy k vytěsnění dochází u minoritních akcionářů a tyto akcie samy o sobě mají velmi nízkou obchodovatelnost i likviditu a v situaci, kdy již majoritní akcionář je akcionářem s vlastnictvím více než 90 % akcií, přestávají být tyto minoritní akcie pro něj zajímavé v tom smyslu vzhledem k tomu, že již kontrolní balík akcií 90 % má, je tedy nutno k tomuto přihlížet, nicméně soud v daném a to v tomto konkrétním případě k této ceně nepřihlížel s odůvodněním, že se jedná o dlouhý časový odstup, tzn. transakce se uskutečnila 23. 11. 2007, valná hromada společnosti se konala 6. 1. 2009, k převodu cenných papírů akcií došlo 4. 3. 2009. Pokud jde o argumenty navrhovatele, že již v průběhu roku 2008, tedy dva měsíce po samotné transakci již se psal rok 2008, se mohly činit a následně i činily konkrétní kroky k vytěsnění minoritních akcionářů, soud k tomuto nepřihlídl a má za to, že k transakci došlo skutečně více než rok od samotného nákupu akcií za cenu včetně přírážky za majoritu. V tomto soud nijak nevybočuje i z východisek znalců, tedy s tím, že ani většina znalců v tomto řízení předložených znaleckých posudcích nevycházela s ohledem na dlouhý časový odstup z této ceny akcie. Soud v tomto odkazuje i na samotné rozhodnutí citované a uváděné jak navrhovatelí, tak účastníky vzhledem k tomu, že se skutečně jedná o období dlouhé, více než jednoho roku s tím, že obecně se uvádí, že takovéto transakce jsou zahrnovány při hodnocení a stanovování přiměřeného protiplnění, pokud jsou činěny maximálně půl roku před samotným vytěsněním. Stejně tak, pokud jde o výkup akcií od spřízněné osoby PKN Orlen S.A., a zde uváděné ceny, která je pod hodnotou, která byla vyplacena minoritním akcionářům, tak k této události došlo v průběhu roku 2008, a to v srpnu roku 2008 za kupní cenu ve výši 954 Kč za akcii. Stejně tak i k této hodnotě znalci nepřihlíželi s ohledem jednak na časový odstup, ale stejně tak i dle názoru soudu na hodnotu dohodnutou, respektive cenu dohodnutou mezi spřízněnými osobami, kdy touto transakcí se hlavní akcionář stal tedy akcionářem vlastním více než 90 % akcií společnosti PARAMO.
98. Po provedeném dokazování má soud za prokázané a v zásadě mezi účastníky i nesporné, 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 akcii 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 akcii 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 Shodu s prvopisem potvrzuje [REDACTED].

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.

99. 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 přičlenil 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 akcii. 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 hodnotil 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.
100. Všechny posudky předložené účastníky byly opatřeny prohlášením podle § 127a o. s. ř. vyjma odborného stanoviska z 21. 4. 2017. Soud k nim přihlížel a postupoval při jejich provádění a hodnocení stejně, jako by se jednalo o znalecký posudek vyžádaný soudem. Odborné stanovisko se hodnotí jako listinný důkaz.
101. Pokud jde o přibrání znalce BE, Městský soud v Praze byl 19. 11. 2010 věcně a místně příslušný k přibrání znalce, náleží 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, soud se tak neztotožnil s námitkami navrhovatelů, že nelze k tomuto znaleckému posudku přihlížet. Znalec BE nepoužil přírážku za malou společnost, vyšel z makroekonomické analýzy, vzhledem k počátku ekonomické krize, kdy se očekával horší vývoj ekonomiky, prognózoval znalec BE nižší tržby od roku 2010. Soud neměl stanovenou hodnotu akcie znalcem BE ke dni 4. 3. 2009, tento posudek tak byl pro rozhodnutí podpůrný a kontrolní, neboť stanovil hodnotu akcie ke dni 6. 1. 2009 s odhadem, že ke dni 4. 3. 2009 by byla hodnota nižší.
102. Ze závěrů znaleckého posudku znalce VŠB soud při svém rozhodnutí nemohl vycházet, když znalec VŠB vycházel zejména ze zákona o oceňování majetku a preferoval metodu porovnávací (a to za situace, kdy nedošlo ke srovnatelným transakcím). Metodu preferovanou ostatními znalci i odbornou veřejností v případě stanovení hodnoty akcie při vytěsnění minoritních Shodu s prvopisem potvrzuje [REDACTED].

akcionářů, tedy metodu diskontovaných peněžních toků, která vychází z principu pokračování společnosti, tzv. going concern, a tedy stanovení jakési férové ceny pro menšinové akcionáře i akcionáře hlavního považoval znalec VŠB za nevhodnou, neboť je výnosová metoda ovlivněná subjektivním pohledem znalce k prognózám vývoje, což jistě je, ale v daném případě při vytěsnění, je právě úkolem znalce stanovit hodnotu akcie právě na základě odbornosti, zkušeností daného znalce či znaleckého ústavu. Soud tak nevyšel ze závěrů znalce VŠB s tím, že nepovažoval za vhodnou metodu porovnávací, když v daném případě akcie mají nízkou likviditu, stejně tak se neztotožnil s názorem, že cena v listopadu 2007 1.250 Kč za jednu akcii není nevýznamná, a to zejména s ohledem na časovou prodlevu od této transakce do rozhodnutí o vytěsnění menšinových akcionářů, stejně tak nelze přihlížet k obchodům s akciemi po oznámení, že dojde k vytěsnění menšinových akcionářů. Pokud jde o majetkovou metodu, z této nelze jako základní vycházet, znalec VŠB vyšel z historických cen dle definice ceny obvyklé, tedy s ohledem na postoj znalce VŠB, že vidí problém v predikci výkonnosti firmy v budoucím časovém období. Výnosovou metodu sice též uplatnil, přestože ji nepovažoval za nejvhodnější, nicméně v tomto určení se dopustil nepřesností a významných početních chyb, jak plyne např. z revizní zprávy znalce PwC.

103. Pokud jde o posudek znalkyně [REDAKCE], z tohoto soud nemohl vycházet, neboť s ohledem na samotné zadání, se zaměřil jen na dílčí úkoly, a to přepočítání hodnot z posudku znalce VŠB, nicméně byla i z tohoto zjištěna shoda, že se znalec VŠB dopustil ve svém posudku nepřesností a ne zcela správných výpočtů.
104. Pokud jde o posouzení znaleckého posudku znalce AV, soud vyšel ze závěrů posudku [REDAKCE] s tím, že pokud jde o předpokládané tempo růstu v posudku znalce AV v hodnotě ve výši 2,5 %, korigovaný provozní výsledek hospodaření po zdanění v prvním roce pokračující hodnoty, tedy roku 2013 na začátku druhé fáze oproti poslednímu roku první fáze finančního plánu, tedy roku 2012 klesá o 10,35 %, což je skutečně nekonzistentní se standardním pojetím pokračující hodnoty, v rámci kterého se mimo jiné předpokládá, že tempem růstu shodně porostou tržby, tedy korigovaný provozní výsledek hospodaření, FCFF i investovaný kapitál (FCFF = peněžní tok pro věřitele a pro akcionáře). Tento předpoklad však v posudku znalce AV není zohledněn a parametry pokračující hodnoty jsou tedy vzájemně nekonzistentní. Pokračující hodnota vyžaduje totiž dosažení stability parametrů pokračující hodnoty, zejména pak rentability investic a investovaného kapitálu, tempa růstu a míry investic. Tyto parametry musí být jednak vzájemně vyvážené a jednak musí v období pokračující hodnoty dojít ke konvergenci, rentability investic, rentability investovaného kapitálu a nákladů kapitálu. Dle posudku znalce AV korigovaný provozní výsledek hospodaření v prvním roce pokračující hodnoty klesá a buď tedy tento znalecký posudek musí implicitně předpokládat rovněž pokles tržeb nebo pokles provozní ziskové marže, což tedy popírá platnost nutného předpokladu stability parametrů pokračující hodnoty.
105. Pokud jde o posouzení znaleckého posudku znalce EG včetně výpovědi znalce, tento znalec přednesl své závěry i v rámci své výpovědi, nicméně soud znalec EG nepřesvědčil a z posudku znalce EG nemohl vycházet. Pokud jde o důvody, tyto jsou v zásadě obsahem vyjádření zpracovaného společností Commercial Solutions s. r. o., se kterými se soud ztotožnil, dále i obsahem revizního posudku PwC. Soud nezpochybňuje, že znalec EG vyšel z jiných svých odborných odhadů než jiní znalci, nicméně soud nepřesvědčil o těchto jeho předpokladech a odhadech. Společnost PARAMO a. s. byla podprůměrně zisková, znalec EG zapracoval do finančního plánu výplatu dividend ve výši 23 % disponibilního zisku k rozdělení, aniž by toto reflektovalo skutečné záměry a dlouhodobé plány dividendové politiky společnosti, s kumulativním navýšením bankovních úvěrů dlouhodobě plánovaných ve finančním plánu, směřoval do cílového zadlužení s hypotetickou výplatou dividend bez ohledu na dividendovou politiku společnosti. K dosažení pokračující hodnoty by společnost musela v roce 2013 dvojnásobně zvýšit výši volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele oproti roku 2012, a to

Shodu s prvopisem potvrzuje [REDAKCE].

by vyžadovalo pokles netto investic. Investice by tak byly velmi nízké, což z dlouhodobého hlediska nelze, pokud zároveň má být společnost zisková s předpokládanou výplatou dividend 23 %, tato konstrukce je ekonomicky dlouhodobě neudržitelná a nelogická. Stejně tak i předpoklad znalce EG, že by společnost v prvním roce pokračující hodnoty dosáhla volné cash flow na úrovni dvojnásobku hodnot posledního roku první fáze, je bez rozumného opodstatnění. Dále i předpoklad, že čím nižší bude rentabilita investovaného kapitálu, tím více budou investoři ochotni zaplatit za akcie společnosti. Soud respektoval názor znalce EG uváděný jak v jeho posudku, tak i doplněný o vysvětlení při jeho výpovědi, nicméně se s jeho předpoklady v kontextu jiných znaleckých posudků (např. znalce PwC) neztotožnil, a zároveň zde nebyl prostor pro dovysvětlování rozdílných odborných postojů, proto nebylo provedeno doplnění výsledku znalce EG. Soud se dále ve smyslu shora uváděném ani neztotožnil s větou, která byla uváděna ve znaleckém posudku znalce EG, že při správně vedeném účetnictví by neměla být tržní hodnota jmění připadající na jednu akcii nikdy nižší než účetní hodnota vlastního kapitálu připadající na jednu akcii. I tato věta bez dalšího nemůže platit v ekonomickém prostředí paušálně a vždy, vzhledem k tomu, že skutečně hodnota vlastního kapitálu uváděná v účetní závěrce ke konkrétnímu datu je hodnotou tzv. do minulosti, tzn. nějakým způsobem neurčuje, neuvádí a není z ní patrný vývoj ve společnosti a její ekonomické kondice, natož tedy tržní hodnoty akcie s ohledem na to, že pokud jde o tržní hodnotu akcie, tato vždy musí vycházet z konkrétních okolností, tzn. o jaký podnik se jedná, o jaké akcie, jak jsou vlastněny, jak dlouho drženy a další skutečnosti. Stejně tak pokud jde o vlastní kapitál, který je vyjádřen v účetní závěrce, ten tedy vyjadřuje hodnotu zdrojů, které jsou tedy financovány vlastním kapitálem, a to nějaké jednotlivé majetkové položky, a to v jejich účetních hodnotách.

106. Soud vyšel ze závěrů posudku znalce PwC, jako hlavní použil metodu diskontovaných peněžních toků, jako podpůrnou metodu tržního srovnání a metodu založenou na ocenění majetku nepovažoval znalec PwC za vhodnou. Znalec PwC své závěry náležitě odůvodnil, přihlédl ke všem skutečnostem, jeho odůvodnění ve znaleckém posudku, tak i při výpovědi je logické. 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, s ohledem na větší rizikovost malých společností, přírážka je dokumentována v ročence Ibbotson z roku 2009, kde jsou uvedeny nejen americké, ale i jiné společnosti z celého světa, vychází z obchodování na newyorské burze, která je největší na světě, zajišťuje aktivní trh, na této burze se obchoduje s akciemi společností z celého svět, kotovaných na této burze, i se společnostmi menšími než je společnost PARAMO a. s. Pro frankfurtskou nebo londýnskou burzu neexistuje studie, pro posouzení z ročenky Ibbotson není podstatné, ze které země je společnost, americká burza je neobjektivnější. Znalec PwC i řádně odůvodnil stanovení přírážky ve výši 3,74 %. Znalec PwC řádně připustil, že použití i nepoužití přírážky za malou společnost je možné. 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 protiplatební 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.

107. V řízení soud provedl i důkaz posudkem znalce [REDAKCE] 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 [REDAKCE] 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 prémie 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. Simulací zjistil kromě jiného, že 80 % všech hodnot by leželo pod hranicí 1.000 Kč. Ačkoliv znalec PwC použil přírážku za malou společnost, znalec [REDAKCE] dospěl k závěru, že posudky mohou vedle sebe obstát, avšak použité metody musejí být konzistentní. Hodnotu vyšší než 1.000 Kč považuje za nepravděpodobnou. 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 JUDr. Petr Zima, Praha 2013 (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 Weinberger (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

Shodu s prvopisem potvrzuje [REDAKCE].

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.“ Soud mohl vyjít i z posudku znalce [REDACTED], který hodnotil jako konzistentní, přesvědčivý, řádně odůvodnil použité metody, kterými eliminoval chyby v posudku, stejně tak i změnu předloženého plánu. Dospěl k závěru stejnému jako znalec PwC, při nepoužití přírážky za velikost firmy, tedy jiným odůvodněným způsobem a postupem dospěl k závěru shodnému jako znalec PwC. Doplnil své závěry o simulační metodu. Soud tak při svém rozhodování vyšel zejména z posudků znalce PwC, znalce [REDACTED], ocenil jejich přesvědčivé odůvodnění v zadávání odhadů a parametrů pro své výpočty, přestože se, nebo právě proto, že oba znalci přistupovali jinak k užití přírážky za velikost, kdy znalec PwC tuto aplikoval na rozdíl od znalce [REDACTED], oba znalci připustili i opačnou variantu, tedy jako znalci přistoupili k problému – stanovení hodnoty akcie objektivně s otevřeností k jiným názorům, přitom však si každý z nich své odborné postoje zdůvodnili. Znalec [REDACTED] nadto předložil soudu i zcela novou, a ne běžně používanou metodu a to simulační, když tuto soud posoudil jako nikoliv nepřijatelnou, nicméně z této vyšel pouze podpůrně, šlo o ilustraci problému stanovení hodnoty akcií. Stejně tak oba znalci přesvědčili soud, pokud jde o jejich postoje a názory, pokud šlo o hodnocení jiných metod a předpokládaných parametrů u ostatních odborných vyjádření a posudků, proto i z těchto, jde-li o odborné posouzení, soud vycházel, neboť se s nimi ztotožnil s ohledem na logické ekonomické zdůvodnění. Soud považuje právě za přínosné, že znalci dospěli ke stejným (ve vztahu k samotnému rozhodnutí v tomto řízení) výsledkům, a to za použití rozdílného přístupu, pokud jde o užití velikostní přírážky. Z posudků, které svědčily a jejichž závěry byly ve prospěch navrhovatelů, soud nemohl bez dalšího vyjít s ohledem na v zásadě nadsazení předpokládaných parametrů, které jednak vedly k vyšší hodnotě akcie, a jednak, a to je to podstatné, nebyly dostatečné i v rámci jakéhosi výhledu odůvodnitelné pro společnost PARAMO a. s., ať již jde např. o její dividendovou politiku, či zákony nebo zvyklosti ekonomického světa, např. vyšší rizikovost vlastního kapitálu, souvislost s krizí a propadem ostatních akcií, dlouhodobé neinvestování a zároveň výplata vysokých dividend vlastníkům, podrobněji viz výše.

108. Vzhledem k závěrům soudu shora popsáním dospěl tento k závěru, že protiplnění ve výši 977 Kč za jednu akcii společnosti o jmenovité hodnotě 1.000 Kč je přiměřené, a nezbylo než návrhy navrhovatelů na určení jiné výše přiměřeného protiplnění zamítnout.
109. 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. 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. 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.
110. Jelikož návrh mohl podat každý z navrhovatelů samostatně, nejde o nerozlučné společenství dle § 91 odst. 2 o. s. ř., což tedy znamená, že navrhovatelé jsou povinni zaplatit náklady řízení rovným dílem dle § 140 odst. 1 o. s. ř.
111. Soud uložil navrhovatelům nahradit státu rovným dílem náklady na znalečné, které stát platil, podle ust. § 148 odst. 1 o. s. ř. celkem ve výši 601.709,82 Kč.
112. Soud přiznal podle ust. § 142 odst. 1 o. s. ř. účastníkovi 1 náhradu za 6 úkonů právní služby po 1.000 Kč dle § 9 odst. 1 ve spojení s § 7 bod 3. vyhl. č. 177/1996 Sb., advokátní tarif, ve znění účinném do 31. 12. 2012, celkem 6.000 Kč, dle § 9 odst. 4 ve spojení s § 7 bod 5. vyhl. č. 177/1996 Sb., advokátní tarif, ve znění účinném do 31. 12. 2024 přiznal náhradu za 38 úkonů

Shodu s prvopisem potvrzuje [REDACTED].

právní služby po 3.100 Kč, celkem ve výši 117.800 Kč, dále náhradu za režijní paušály za 44 úkonů po 300 Kč dle advokátního tarifu, celkem 13.200 Kč, DPH ve výši 28.770 Kč, celkem částku 165.770 Kč, když jiné náklady řízení účastník 1 nepožadoval.

113. Soud přiznal účastníkovi 2 podle ust. § 142 odst. 1 o. s. ř. náhradu nákladů za 14 úkonů právní služby po 1.000 Kč dle § 9 odst. 1 ve spojení s § 7 bod 3. vyhl. č. 177/1996 Sb., advokátní tarif, ve znění účinném do 31. 12. 2012, celkem 14.000 Kč, dále dle § 9 odst. 4 ve spojení s § 7 bod 5. vyhl. č. 177/1996 Sb., advokátní tarif, ve znění účinném do 31. 12. 2024 přiznal náhradu za 59 úkonů právní služby po 3.100 Kč, celkem ve výši 182.900 Kč, dále za 2 úkony právní služby po 1.550 Kč za účast při vyhlášení rozhodnutí dle § 9 odst. 4 ve spojení s § 7 bod 5. a § 11 odst. 2 písm. f) vyhl. č. 177/1996 Sb., advokátní tarif, ve znění účinném do 31. 12. 2024, ve výši 3.100 Kč, dále za 1 úkon právní služby ve výši 2.810 Kč za účast při vyhlášení rozhodnutí dne 17. 2. 2025 dle § 9 odst. 4 ve spojení s § 7 bod 5. a § 11 odst. 2 písm. f) vyhl. č. 177/1996 Sb., advokátní tarif, ve znění účinném od 1. 1. 2025. Dále soud přiznal náhradu za režijní paušály 300 Kč za 75 úkonů právní služby dle § 13 odst. 4 vyhl. č. 177/1996 Sb., advokátní tarif, ve znění účinném do 31. 12. 2024, ve výši 22.500 Kč, jeden režijní paušál ve výši 450 Kč dle § 13 odst. 4 vyhl. č. 177/1996 Sb., advokátní tarif, ve znění účinném od 1. 1. 2025. Dále přiznal náhradu za jízdné z [redacted] do Pardubic a zpět při překonání vzdálenosti celkem 240 km k jednomu jednání, a to vozem [redacted], reg. zn. [redacted] při průměrné spotřebě 10,7 l/100 km pohonných hmot benzín 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, za jednání dne 8. 8. 2019 ve výši 1.786,34 Kč, za jednání 16. 11. 2021 ve výši 1.875,31 Kč, za jednání dne 11. 1. 2022 ve výši 1.751,28 Kč, za jednání dne 29. 2. 2024 ve výši 1.985,76 Kč, za jednání dne 21. 11. 2024 ve výši 1.985,76 Kč, za jednání dne 17. 2. 2025 ve výši 1.993,44 Kč, celkem 32.123,35 Kč. Dále přiznal náhradu za promeškaný čas 100 Kč za každou započatou půlhodinu dle § 14 odst. 3 vyhl. č. 177/1996 Sb., advokátní tarif, ve znění účinném do 31. 12. 2024, na cestě k jednomu jednání a zpět v rozsahu 6 půlhodin, za 17 jednání celkem ve výši 10.200 Kč, dále přiznal náhradu za promeškaný čas 150 Kč za každou započatou půlhodinu dle § 14 odst. 3 vyhl. č. 177/1996 Sb., advokátní tarif, ve znění účinném od 1. 1. 2025, na cestě k jednomu jednání a zpět v rozsahu 6 půlhodin ve výši 900 Kč. DPH ve výši 56.486,50 Kč. Celkem činí náklady účastníka 2 částku 325.469,85 Kč.
114. Lhůty k plnění byly stanoveny v souladu s § 160 odst. 1 věta před středníkem o.s.ř., když soud neshledal důvody pro stanovení delších lhůt.

Poučení:

Proti tomuto usnesení je možno podat odvolání do 15 dnů ode dne doručení k Vrchnímu soudu v Praze prostřednictvím Krajského soudu v Hradci Králové – pobočky v Pardubicích. Nesplní-li povinný svou povinnost zaplatit soudní poplatek včas, bude tuto pohledávku vymáhat celní úřad.

Pardubice 17. února 2025

Mgr. Ing. Eva Poláčková v. r.
soudkyně