



ČESKÁ REPUBLIKA

ROZSUDEK

JMÉNEM REPUBLIKY

Městský soud v Praze rozhodl soudcem JUDr. Martinem Valouškem ve věci

žalobců

3. [Osoba 3], narozený xxx

bytem xxx

4. [Osoba 4], narozený xxx

bytem xxx

5. [Osoba 5], narozený xxx

bytem xxx

6. [Osoba 6], narozený xxx

bytem xxx

7. [Osoba 7], narozený xxx

bytem xxx

9. [Osoba 9], narozený xxx

bytem xxx

10. [Osoba 10], narozený xxx

Shodu s prvopisem potvrzuje Z.K.

bytem xxx

11. [Osoba 11], narozený xxx

bytem xxx

12. [Osoba 12], narozený xxx

bytem xxx

17. [Osoba 17], narozený xxx

bytem xxx

18. [Osoba 18], narozený xxx

bytem xxx

19. [osoba 19], narozená xxx

bytem xxx

24. [Osoba 24], narozený xxx

bytem xxx

26. [Osoba 26], narozený xxx

bytem xx

27. [Osoba 27], narozený xxx

bytem xxx

28. [Osoba 27], narozený xxx

bytem xxx

30. [Osoba 30], narozený xxx

bytem xxx

32. [Osoba 32], narozený xxx

bytem xxx

33. [Osoba 33] narozená xxx

bytem xxx

34. [Osoba 34], narozený xxx

bytem xxx

35. [Osoba 35] narozený xxx

bytem xxx

36. [Osoba 36], narozená xxx

bytem xxx

38. [Osoba 38], narozený xxx

bytem xxx

39. [Osoba 39], narozený xxx

bytem xxx

41. [Osoba 41], narozený xxx

bytem xxx

42. [Osoba 42], narozený xxx

bytem xxx

43. [Osoba 43], narozený xxx

bytem xxx

44. [PO 44], a. s., IČO xxx

sídlem xxx

45. [Osoba 45], narozený xxx

bytem xxx

51. [Osoba 51], narozený xxx

bytem xxx

54. [Osoba 54], narozený xxx

bytem xxx

55. [Osoba 55], narozený xxx

bytem xxx

56. [Osoba 56], narozený xxx

bytem xxx

58. [Osoba 58], narozený xxx

bytem xxx

61. [Osoba 61], narozený xxx

bytem xxx

62. [Osoba 62], narozený xxx

bytem xxx

63. [Osoba 63], narozená xxx

bytem xxx

64. [Osoba 64], narozený xxx

bytem xxx

65. [Osoba 65], narozený xxx

bytem xxx

66. [Osoba 66], narozený xxx

bytem xxx

67. [Osoba 67], narozený xxx

bytem xxx

68. [Osoba 68], narozený xxx

bytem xxx

69. [Osoba 69], narozený xxx

bytem xxx

70. [Osoba 70], narozený xxx

bytem xx

71. [Osoba 71], narozený xxx

bytem xxx

72. [Osoba 72], narozený xxx

bytem xxx

73. [Osoba 73], narozený xxx

bytem xxx

75. [Osoba 75], narozený xxx

bytem xxx

76. [Osoba 76], narozený xxx

bytem xxx

77. [Osoba 77], narozený xxx

bytem xxx

78. [osoba 78], narozený xxx

bytem xxx

80. [Osoba 80], narozený xxx

bytem xxx

81. [Osoba 81], narozený xxx

bytem xxx

82. [Osoba 82], narozený xxx

bytem xxx

84. [Osoba 84], narozený xxx

bytem xxx

86. [Osoba 86], narozený xxx

bytem xxx

89. [Osoba 89], narozený xxx

bytem xxx

90. [Osoba 90], narozený xxx

bytem xxx

91. [Osoba 91], narozený xxx

bytem xxx

92. [Osoba 92], narozený xxx

bytem xxx

95. [Osoba 95], narozená xxx

bytem xxx

99. [Osoba 99], narozený xxx

bytem xxx

100. [Osoba 100], narozený xxx

bytem xxx

101. [Osoba 101], narozený xxx

bytem xxx

102. [Osoba 102], narozený xxx

bytem xxx

103. [Osoba 103], narozený xxx

bytem xxx

105. [Osoba 105], narozený xxx

bytem xxx

106. [Osoba 106], narozený xxx

bytem xxx

zastoupen Mgr. Ing. Martinem Holubem, advokátem

se sídlem Americká 516, 345 62 Holýšov

107. [Osoba 107], narozený xxx

bytem xx

109. [Osoba 109], narozený xxx

bytem xxx

111. [Osoba 111], narozený xxx

Shodu s prvopisem potvrzuje Z. K.

bytem xxx

112. [Osoba 112], narozená xxx

bytem xxx

113. [Osoba 113], narozený xxx

bytem xxx

114. [Osoba 114], narozený xxx

bytem xxx

115. [Osoba 115], narozený xxx

bytem xxx

116. [osoba 116], narozený xxx

bytem xxx

117. [Osoba 117], narozený xxx

bytem xxx

118. [Osoba 118], narozená xxx

bytem xxx

119. [Osoba 119], narozený xxx

bytem xxx

120. [Osoba 120], narozený xxx

bytem xxx

121. [Osoba 121], narozený xxx

bytem xxx

123. [Osoba 123], narozený xxx

bytem xxx

124. [Osoba 124], narozený xxx

bytem xxx

125. [Osoba 125], narozený xxx

bytem xxx

126. [Osoba 126], narozený xxx

bytem xxx

127. [Osoba 127], narozený xxx

bytem xxx

128. [Osoba 128], narozený xxx

bytem xxx

129. [Osoba 129], narozený xxx

bytem xxx

130. [Osoba 130], narozený xxx

bytem xxx

131. [Osoba 131], narozený xxx

bytem xxx

132. [Osoba 132], narozený xxx

bytem xxx

136. [Osoba 136], narozený xxx

bytem xxx

137. [Osoba 137], narozený xxx

bytem xxx

140. [Osoba 140], narozený xxx

bytem xxx

141. [Osoba 141], narozený xxx

bytem xxx

144. [Osoba 144], narozený xxx

bytem xxx

147. [Osoba 147], narozený xxx

bytem xxx

150. [Osoba 150], narozený xxx

bytem xxx

151. [osoba 151], narozený xxx

bytem xxx

153. [Osoba 153], narozený xxx

bytem xxx

154. [Osoba 154], narozený xxx

bytem xxx

155. [Osoba 155], narozený xxx

bytem xxx

156. [Osoba 156], narozený xxx

bytem xxx

157. [Osoba 157], narozený xxx

bytem xxx

158. [Osoba 158], narozený xxx

bytem xxx

159. [Osoba 159], narozený xxx

bytem xxx

161. [Osoba 161], narozený xxx

bytem xxx

162. [Osoba 162], narozený xxx

bytem xxx

164. [Osoba 164], narozený xxx

bytem xxx

165. [Osoba 165], narozený xxx

bytem xxx

166. [Osoba 166], narozený xxx

bytem xxx

169. [Osoba 169], narozený xxx

bytem xxx

170. [Osoba 170], narozený xxx

bytem xxx

171. [Osoba 171], narozený xxx

bytem xxx

172. [Osoba 172], narozený xxx

bytem xxx

175. [osoba 175], narozený xxx

bytem xxx

178. [Osoba 178], narozený xxx

bytem xxx

179. [Osoba 179] narozený xxx

bytem xxx

180. [Osoba 180], narozená xxx

bytem xxx

182. [Osoba 182], narozený xxx

bytem xxx

184. [Osoba 184], narozený xxx

bytem xxx

185. [Osoba 185], narozený xxx

bytem xxx

186. [Osoba 186], narozený xxx

bytem xxx

187. [Osoba 187], narozený xxx

bytem xxx

189. [Osoba 189], narozený xxx

bytem xxx

191. [Osoba 191], narozený xxx

bytem xxx

193. [Osoba 193], narozený xxx

bytem xxx

196. [Osoba 196], narozený xxx

bytem xxx

199. [Osoba 199], narozený xxx

bytem xxx

200. [Osoba 200], narozený xxx

bytem xxx

201. [Osoba 201], narozený xxx

bytem xxx

202. [Osoba 202] a. s., IČO xxx

sídlem xxx

203. [Osoba 203], a. s., IČO xxx

sídlem xxx

204. [Osoba 204], narozená xxx

bytem xxx

205. [Osoba 205], narozený xxx

bytem xxx

207. [Osoba 207], narozený xxx

bytem xxx

209. [Osoba 209], narozený xxx

bytem xxx

210. [osoba 210], narozený xxx

bytem xxx

212. [Osoba 212], narozený xxx

bytem xxx

213. [Osoba 213], narozený xxx

bytem xxx

215. [Osoba 215], narozený xxx

bytem xxx

216. [Osoba 216], narozený xxx

bytem xxx

218. [Osoba 218], narozená xxx

bytem xxx

220. [Osoba 220], narozený xxx

bytem xxx

221. [Osoba 221], narozený xxx

bytem xxx

222. [Osoba 222], narozený xxx

bytem xxx

224. [Osoba 224], narozený xxx

bytem xxx

225. [Osoba 225], narozený xxx

bytem xxx

226. [Osoba 226], narozený xxx

bytem xxx

227. [Osoba 227], narozený xxx

bytem xxx

228. [Osoba 228], narozený xxx

bytem xxx

230. [Osoba 230], narozený xxx

bytem xxx

231. [Osoba 231], narozený xxx

bytem xxx

232. [Osoba 232], narozený xxx

bytem xxx

234. [Osoba 234], narozený xxx

bytem xxx

235. [Osoba 235], narozený xxx

bytem xxx

237. [Osoba 237], narozený xxx

bytem xxx

239. [Osoba 239], narozený xxx

bytem xxx

240. [Osoba 240], narozený xxx

bytem xxx

241. [Osoba 241], narozená xxx

bytem xxx

242. [Osoba 242], narozený xxx

bytem xxx

244. [Osoba 244], narozený xxx

bytem xxx

245. [Osoba 245], narozený xxx

bytem xxx

248. [Osoba 248], narozený xxx

bytem xxx

249. [Osoba 249], narozený xxx

bytem xxx

250. [Osoba 250], narozený xxx

bytem xxx

252. [Osoba 252], narozený xxx

bytem xxx

255. [Osoba 255], narozený xxx

bytem xxx

256. [Osoba 256], narozený xxx

bytem xxx

257. [Osoba 257], narozený xxx

bytem xxx

258[Osoba 258], narozený xxx

bytem xxx

259. [Osoba 259], narozený xxx

bytem xxx

260. [Osoba 260], narozený xxx

bytem xxx

261. [Osoba 261], narozený xxx

bytem xxx

263. [Osoba 263], narozený xxx

bytem xxx

265. [Osoba 265], narozený xxx

bytem xxx

266. [Osoba 266], narozený xxx

bytem xxx

268. [Osoba 268], narozený xxx

bytem xxx

273. [Osoba 273], narozený xxx

bytem xxx

274. [Osoba 274], narozený xxx

bytem xxx

275. [Osoba 275], narozený xxx

bytem xxx

276. [Osoba 276], narozený xxx

bytem xxx

277. [Osoba 277], narozený xxx

bytem xxx

278. [Osoba 278], narozený xxx

bytem xxx

280. [Osoba 280], narozený xxx

bytem xxx

281. [Osoba 281], narozený xxx

bytem xxx

zastoupení advokátem Mgr. Filipem Hajným

sídlem Rubešova 83/10, 120 00 Praha 2

282. [Osoba 282], narozený xxx

Shodu s prvopisem potvrzuje Z. K.

bytem xxx

zastoupeni Mgr.et. Ing. Miroslav Frank,

bytem Krakovská 1363/12, 110 00 Praha 1

283. [PO 283], a. s., IČO xxx

sídlem xxx

284. [Osoba 284], narozený xxx

bytem xxx

285. [Osoba 285], narozená xxx

bytem xxx

286. [Osoba 286], narozený xxx

bytem xxx

všichni zastoupeni advokátem Mgr. Ing. Bohumilem Kaduchem

sídlem Střelniční 1954/12, 702 00 Ostrava

287. [Osoba 287], narozený xxx

bytem xxx

zastoupen Mgr.et. Ing. Miroslav Frank,

bytem Krakovská 1363/12, 110 00 Praha 1

288. [Osoba 288], narozený xxx

bytem xxx

289. [Osoba 289], narozený xxx

bytem xxx

290. [Osoba 290], narozený xxx

bytem xxx

291. [Osoba 291], narozený xxx

bytem xxx

292. [Osoba 292], narozená xxx

Shodu s prvopisem potvrzuje Z. K.

bytem xxx

293. [Osoba 293], narozený xxx

bytem xxx

294. [Osoba 294], narozený xxx

bytem xxx

295. [Osoba 295], narozený xxx

bytem xxx

296. [Osoba 296], narozený xxx

bytem xxx

297. [Osoba 297], narozená xxx

bytem xxx

298. [Osoba 298], narozený xxx

bytem xxx

299. [Osoba 299], narozený xxx

bytem xxx

300. [Osoba 300], narozený xxx

bytem xxx

301. [Osoba 301], narozený xxx

bytem xxx

302. [Osoba 302], narozený xxx

bytem xxx

303. [Osoba 303], narozený xxx

bytem xxx

304. [Osoba 304], narozený xxx

bytem xxx

305. [Osoba 305], narozený xxx

bytem xxx

306. [Osoba 306], narozený xxx

bytem xxx

307. [Osoba 307], narozený xxx

bytem xxx

308. [Osoba 308], narozený xxx

bytem xxx

309. [Osoba 309], narozený xxx

bytem xxx

310. [Osoba 310], narozený xxx

bytem xxx

311. [Osoba 311], narozený xxx

bytem xxx

312. [Osoba 312], narozený xxx

bytem xxx

313. [Osoba 313], narozený xxx

bytem xxx

314. [Osoba 314], narozená xxx

bytem xxx

315. [Osoba 315], narozený xxx

bytem xxx

316. [Osoba 316], narozený xxx

bytem xxx

317. [Osoba 317], narozený xxx

bytem xxx

318. [Osoba 318], narozený xxx

bytem xxx

319. [Osoba 319], narozený xxx

bytem xxx

320. [Osoba 320], narozený xxx

bytem xxx

321. [Osoba 321], narozený xxx

bytem xxx

322. [Osoba 322], narozený xxx

bytem xxx

323. [Osoba 323], narozený xxx

bytem xxx

324. [Osoba 324], narozená xxx

bytem xxx

325. [Osoba 325], narozený xxx

bytem xxx

326. [Osoba 326], narozený xxx

bytem xxx

327. [Osoba 327], narozený xxx

bytem xxx

328. [Osoba 328], narozený xxx

bytem xxx

329. [Osoba 329], narozený xxx

bytem xxx

330. [Osoba 330], narozený xxx

bytem xxx

331. [Osoba 331], narozený xxx

bytem xxx

332. [Osoba 332], narozený xxx

bytem xxx

333. [Osoba 333], narozený xxx

bytem xxx

334. [Osoba 334], narozený xxx

bytem xxx

335. [Osoba 335], narozený xxx

bytem xxx

336. [Osoba 336], narozený xxx

bytem xxx

337. [Osoba 337], narozený xxx

bytem xxx

338. [Osoba 338], narozený xxx

bytem xxx

339. [Osoba 339], narozený xxx

bytem xxx

340. [Osoba 340], narozený xxx

bytem xxx

341. [PO 341], s. r. o., IČO xxx

sídlem xxx

342. [Osoba 342], narozená xxx

bytem xxx

343. [Osoba 343], narozený xxx

bytem xxx

344. [Osoba 344] narozený xxx

bytem xxx

345. [Osoba 345], narozený xxx

bytem xxx

346. [Osoba 346], narozená xxx

bytem xxx

347. [Osoba 347], narozená xxx

bytem xxx

348. [Osoba 348], narozený xxx

bytem xxx

349. [Osoba 349], narozený xxx

bytem xxx

350. [Osoba 350] narozený xxx

bytem xxx

351. [Osoba 351], narozený xxx

bytem xxx

352. [Osoba 352], narozená xxx

bytem xxx

353. [Osoba 353], narozený xxx

bytem xxx

354. [Osoba 354], narozený xxx

bytem xxx

355. [Osoba 355], narozený xxx

bytem xxx

356. [Osoba 356], narozená xxx

bytem xxx

357. [Osoba 357], narozený xxx

bytem xxx

358. [Osoba 358], narozený xxx

bytem xxx

359. [Osoba 359], narozená xxx

bytem xxx

360. [Osoba 360], narozený xxx

bytem xxx

361. [Osoba 361], narozený xxx

bytem xxx

362. [Osoba 362], narozený xxx

bytem xxx

363. [Osoba 363], narozená xxx

bytem xxx

364. [Osoba 364], narozený xxx

bytem xxx

365. [Osoba 365], narozený xxx

bytem xxx

366. [Osoba 366], narozená xxx

bytem xxx

367. [Osoba 367], narozený xxx

bytem xxx

368. [Osoba 368], narozený xxx

bytem xxx

369. [Osoba 369], narozený xxx

bytem xxx

370. [Osoba 370], narozený xxx

bytem xxx

371. [Osoba 371], narozený xxx

bytem xxx 8

372. [PO 372]., IČO xxx

sídlem xxx

373. [Osoba 373], narozená xxx

bytem xxx

374. [osoba 374], narozený xxx

bytem xxx

375. [Osoba 375], narozený xxx

bytem xxx

376. [Osoba 376], narozený xxx

bytem xxx

377. [Osoba 377], narozený xxx

bytem xxx

378. [Osoba 378], narozený xxx

bytem xxx

379. [Osoba 379], narozený xxx

bytem xxx

všichni zastoupeni advokátem Mgr. Filipem Hajným

sídlem Rubešova 83/10, 120 00 Praha 2

380. [Osoba 380], narozený xxx

bytem xxx

zastoupen Mgr.et. Ing. Miroslav Frank,

bytem Krakovská 1363/12, 110 00 Praha 1

381. [Osoba 381], narozený xxx

Shodu s prvopisem potvrzuje Z. K.

bytem xxx

382. [Osoba 382], narozený xxx

bytem xxx

zastoupen advokátem Mgr. Petrem Smejkaem

sídlem Na Sadech 2033/21, 370 01 České Budějovice

383. [Osoba 383], narozený xxx

bytem xxx

384. [Osoba 384], narozený xxx

bytem xxx

385. [Osoba 385], narozená xxx

bytem xxx

zastoupeni advokátem Mgr. Danielem Kauckým

sídlem Zborovská 1023/21, 150 00 Praha 5

386. [Osoba 386], narozený xxx

bytem xxx

zast. advokátem Mgr. Ing. Jakubem Šnajderem

sídlem Příkop 838/6, 602 00 Brno

387. [Osoba 387], narozený xxx

bytem xxx

zast. advokátem Mgr. Ing. Jakubem Šnajderem

sídlem Příkop 838/6, 602 00 Brno

388. [Osoba 388], narozený xxx

bytem xxx

zast. advokátem Mgr. Ing. Jakubem Šnajderem

sídlem Příkop 838/6, 602 00 Brno

389. [Osoba 389], narozený xxx

Shodu s prvopisem potvrzuje Z. K.

bytem xxx

zast. advokátem Mgr. Ing. Jakubem Šnajderem

sídlem Příkop 838/6, 602 00 Brno

390. [Osoba 390], narozený xxx

bytem xxx

zast. advokátem Mgr. Ing. Jakubem Šnajderem

sídlem Příkop 838/6, 602 00 Brno

391. [Osoba 391], narozený xxx

bytem xxx

zast. advokátem Mgr. Ing. Jakubem Šnajderem

sídlem Příkop 838/6, 602 00 Brno

392. [Osoba 392], narozená xxx

bytem xxx

zast. advokátem Mgr. Ing. Jakubem Šnajderem

sídlem Příkop 838/6, 602 00 Brno

393. [Osoba 393], narozený xxx

bytem xxx

zast. advokátem Mgr. Ing. Jakubem Šnajderem

sídlem Příkop 838/6, 602 00 Brno

394. [Osoba 394], narozený xxx

bytem xxx

zast. advokátem Mgr. Ing. Jakubem Šnajderem

sídlem Příkop 838/6, 602 00 Brno

395. [Osoba 395], narozená xxx

bytem xxx

zast. advokátem Mgr. Ing. Jakubem Šnajderem

Shodu s prvopisem potvrzuje Z. K.

sídlem Příkop 838/6, 602 00 Brno

396. [Osoba 396], narozený xxx

bytem xxx

zast. advokátem Mgr. Ing. Jakubem Šnajderem

sídlem Příkop 838/6, 602 00 Brno

proti

žalované: **PFNonwovens Holding s.r.o.**, IČO 046 07 341

sídlem Hradčanské náměstí 67/8, 118 00 Praha 1

zastoupená advokátkou Mgr. Ing. Radkou Felgrovou

sídlem Jungmannova 745/24, 110 00 Praha 1

takto:

I. Žaloby žalobců 3 až 105, 107 až 281 a 288 až 379, 106, 284 až 286, 382, 383, 384, 385, 760, aby soud uložil žalované povinnost uhradit žalobcům

a) částku rovnající se součinu (i) soudem v tomto řízení stanoveného dorovnání protiplnění za každou jednu akcii společnosti PFNonwovens a.s. přešlou do vlastnictví žalované v návaznosti na usnesení valné hromady uvedené společnosti konané dne 11. 2. 2021 a (ii) počtu akcií této společnosti vlastněných každým ze žalobců a dále

b) úrok ve smyslu § 388 odst. 1 zákona o obchodních korporacích ve výši 2,81 % p.a. z částky ad a) ode dne 16. 3. 2021 do zaplacení; a dále

c) zákonný úrok z prodlení ve výši 8,25 % p.a. z částky ad a) ode dne 16. 3. 2021 do zaplacení; **se zamítají.**

II. Žaloby žalobců 282 a 283, aby soud uložil žalované povinnost uhradit žalobci 282 částku ve výši 104 994,- Kč, a to do tří dnů od právní moci rozhodnutí, a to jako dorovnání ve výši 460,50 Kč za každou jednu akcii společnosti PFNonwovens a.s., IČO: 067 11 537, na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 1,24 €, jež náležela žalobci 282 ke dni přechodu vlastnického práva ke všem účastnickým cenným papírům společnosti PFNonwovens a.s., IČO: 067 11 537, na žalovanou,

a aby soud uložil žalované povinnost uhradit žalobci 283 částku ve výši 525 430,50 Kč, a to do tří dnů od právní moci rozhodnutí, a to jako dorovnání ve výši 460,50 Kč za každou jednu akcii společnosti PFNonwovens a.s., IČO: 067 11 537, na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 1,24 €, jež náležela žalobci 283 ke dni přechodu vlastnického práva ke všem účastnickým cenným papírům společnosti PFNonwovens a.s., IČO: 067 11 537, na žalovanou, **se zamítají.**

III. Žaloba žalobce 287 a 380, aby soud

Shodu s prvopisem potvrzuje Z. K.

(a) stanovil výši dorovnání na každou jednu kmenovou, zaknihovanou akci ve formě na jméno o jmenovité hodnotě každé jedné 1,24 EUR, ISIN XXX, vydanou Cílovou společností, stanovenou jako rozdíl mezi částkou zjištěnou soudem jako přiměřené protiplnění (nejméně však ve výši 1 010,- Kč) a částkou 719,50 Kč (vyplacenou hlavním akcionářem), dále jen „Jednotkové dorovnání“;

(b) stanovil celkovou částku dorovnání určenou jako součin Jednotkového dorovnání a počtu akcií ve vlastnictví menšinových akcionářů ke dni přechodu vlastnického práva k akciím Cílové společnosti na Hlavního akcionáře, výsledek dále jen „Dorovnání“, zvýšenou o částku úroků podle § 388 odst. 1 ZOK z částky Dorovnání za dobu od 17. března 2021 do zaplacení a dále zvýšenou o úroky z prodlení podle § 1970 OZ ve spojení s nařízením vlády č. 351/2013 Sb. ve výši 8,25 % p.a. z částky Dorovnání za dobu od 17. března 2021 do zaplacení a dále zvýšenou o předpokládané účelně vynaložené náklady spojené s plněním do soudní úschovy; **se zamítá.**

IV. Žaloba žalobců 381, 386 až 396, aby soud

(a) stanovil výši dorovnání na každou Jednu kmenovou, zaknihovanou akci ve formě na jméno o jmenovité hodnotě každé jedné 1,24 EUR, ISIN XXX, vydanou Cílovou společností, stanovenou jako rozdíl mezi částkou zjištěnou soudem jako přiměřené protiplnění (nejméně však ve výši 1 010,- Kč) a částkou 719,50 Kč (vyplacenou hlavním akcionářem), dále jen „Jednotkové dorovnání“;

(b) stanovil celkovou částku dorovnání určenou jako součin Jednotkového dorovnání a počtu akcií ve vlastnictví menšinových akcionářů ke dni přechodu vlastnického práva k akciím Cílové společnosti na Hlavního akcionáře, výsledek dále jen „Dorovnání“, zvýšenou o částku úroků podle § 388 odst. 1 ZOK z částky Dorovnání za dobu od 25. března 2021 do zaplacení a dále zvýšenou o úroky z prodlení podle § 1970 OZ ve spojení s nařízením vlády č. 351/2013 Sb. ve výši 8,25 % p.a. z částky Dorovnání za dobu od 25. března 2021 do zaplacení a dále zvýšenou o předpokládané účelně vynaložené náklady spojené s plněním do soudní úschovy; **se zamítá.**

V. Žalobci jsou povinni společně a nerozdílně zaplatit žalované náhradu nákladů řízení ve výši 1 050 244 Kč, a to do tří dnů od právní moci rozsudku k rukám právního zástupce žalované.

VI. Žalobci jsou povinni společně a nerozdílně zaplatit České republice – Městskému soudu v Praze náhradu nákladů řízení ve výši určené v samostatném usnesení, a to do tří dnů od právní moci usnesení o určení výše těchto nákladů.

Odůvodnění:

Tvrzení stran

- Žalobci se jako bývalí menšinoví akcionáři společnosti PFNonwovens a.s. domáhají vůči žalované společnosti PFNonwovens Holding s.r.o., jakožto hlavnímu akcionáři, zaplacení dorovnání protiplnění podle § 390 zákona o obchodních korporacích. Uvádějí, že na základě usnesení valné hromady společnosti PFNonwovens a.s. ze dne 11. 2. 2021 došlo ke dni 16. 3. 2021 k nucenému přechodu jejich akcií na žalovanou v rámci procesu vytěsnění menšinových akcionářů. Za každou akci jim bylo poskytnuto protiplnění ve výši 719,50 Kč, které však podle jejich názoru neodpovídalo přiměřené hodnotě akcií ke dni přechodu vlastnického práva.
- Žalobci tvrdí, že poskytnuté protiplnění bylo nižší než tržní cena akcií dosažená na veřejných trzích bezprostředně před vytěsněním, když akcie společnosti byly v posledních dnech obchodování na

Shodu s prvopisem potvrzuje Z. K.

Burze cenných papírů Praha obchodovány až za 832 Kč za akcii a v RM-Systému až za 920 Kč za akcii. Dále namítají, že zdůvodnění přiměřenosti protiplnění předložené žalovanou je vadné a nezpůsobilé prokázat přiměřenost stanovené částky, zejména proto, že vychází z ocenění vypracovaného s významným časovým odstupem od rozhodného dne a používá podle žalobců nesprávné oceňovací metodiky a vstupní parametry.

3. Na podporu svých tvrzení žalobci předložili znalecký posudek společnosti APELEN Valuation a.s., podle něhož činila spravedlivá hodnota jedné akcie společnosti PFNonwovens a.s. k rozhodnému dni 1 415 Kč. Rozdíl mezi touto hodnotou a vyplaceným protiplněním představuje částku 695,50 Kč na jednu akcii. Žalobci proto dovozují, že jim vzniklo právo na dorovnání přibližně v uvedené výši za každou akcii, přičemž si vyhražují možnost požadovanou částku v průběhu řízení upřesnit podle výsledků dokazování.
4. Žalobci navrhuje, aby soud žalované uložil povinnost zaplatit každému z nich částku odpovídající součinu soudem stanovené výše dorovnání připadající na jednu akcii a počtu akcií, které jednotliví žalobci vlastnili ke dni vytěsnění. Současně se domáhají zaplacení úroku podle § 388 odst. 1 zákona o obchodních korporacích ve výši 2,81 % ročně a zákonného úroku z prodlení ve výši 8,25 % ročně.
5. Žalovaná navrhla zamítnutí žaloby s tím, že poskytnuté protiplnění ve výši 719,50 Kč za akcii bylo přiměřené hodnotě akcií společnosti PFNonwovens a.s. Namítala, že žalobci při své argumentaci přehlíží specifika vytěsnění akcionářů v kótované společnosti, jejíž akcie byly obchodovány na regulovaném trhu. Podle žalované zákonná úprava v takovém případě vychází primárně z objektivních tržních údajů, zejména z průměrné ceny akcií dosažené na regulovaném trhu a z případné prémiové ceny, nikoli ze znaleckého ocenění společnosti. Zdůrazňovala, že přiměřenost protiplnění byla přezkoumána Českou národní bankou v řízení podle § 391 zákona o obchodních korporacích, která po posouzení předloženého zdůvodnění vydala souhlas s přijetím usnesení valné hromady o vytěsnění akcionářů.
6. Žalovaná uvedla, že při stanovení protiplnění vycházela z údajů o průměrné ceně akcií společnosti na regulovaných trzích za rozhodné období před zveřejněním záměru vytěsnění, z prémiové ceny dosažené při předchozím nabytí akcií a podpůrně i z vlastního ocenění společnosti. Výsledné protiplnění ve výši 719,50 Kč za akcii odpovídalo nejvyšší z těchto hodnot, tedy prémiové ceně, a převyšovalo jak vážený průměr tržních cen akcií ve výši 625,99 Kč, tak vlastní ocenění akcie na úrovni 670 Kč. Podle žalované tak bylo menšinovým akcionářům poskytnuto plnění vyšší, než jaké odpovídalo tržní hodnotě jejich akcií.
7. Žalovaná v dalším vyjádření doplnila, že přiměřené protiplnění bylo správně určeno podle tzv. prémiové ceny ve výši 719,50 Kč za jednu akcii. Odmítla námitky části žalobců, že skutečná cena nabytí akcií činila 5 218,33 Kč za akcii.
8. K otázce tzv. prémiové ceny žalovaná tvrdila, že tato cena činila 719,50 Kč za jednu akcii a byla odvozena od transakce, při níž v rozhodném období nabyla 600 kusů akcií společnosti PFNonwovens a.s. Uváděla, že tyto akcie získala od společnosti RXXXG a.s. za cenu 719,50 Kč za akcii a že jiné akcie společnosti v rozhodném období již nenabyla. Na podporu tohoto tvrzení předložila výpisy z účtů cenných papírů, evidenci převodů a další listinné důkazy, z nichž podle jejího názoru vyplývá, že od 7. 9. 2019 do dne přechodu vlastnického práva nabyla pouze uvedených 600 kusů akcií. Žalovaná dále tvrdila, že společnost RXXXG a.s. předmětných 600 akcií sama nabyla dne 17. 6. 2020 prostřednictvím obchodu uskutečněného na trhu za cenu 719,1267 Kč za akcii a následně je převedla na žalovanou za cenu 719,50 Kč za akcii. Z toho dovozovala, že prémiová cena vycházela z reálně dosažené tržní ceny akcií a že námitka žalobců, podle níž šlo o netržní transakci mezi propojenými osobami, není důvodná. Žalovaná současně zdůraznila, že při stanovení protiplnění zvolila právě tuto cenu, ačkoli převyšovala jak průměrnou tržní cenu akcií ve Shodu s prvopisem potvrzuje Z. K.

výši 625,99 Kč za akcii, tak hodnotu akcie zjištěnou vlastním oceněním společnosti ve výši 670 Kč za akcii.

9. Podle argumentace žalované u kótované společnosti, jejíž akcie byly obchodovány na regulovaném trhu, není třeba posuzovat hodnotu akcií z hodnoty společnosti. Žalovaná sále argumentovala a předkládala důkazy, proč je cena na českém trhu kurzotvorná a lze z ní vyjít.
10. Během soudního řízení, po předběžném názoru soudu, že bude posuzována hodnota společnosti, žalovaná předložila znalecký posudek společnosti CLA Appraisal, s.r.o., ze dne 29. 1. 2025. Uvedla, že znalec oceňoval společnost ke dni přechodu vlastnického práva k akciím na hlavního akcionáře, přičemž jako standard ocenění použil spravedlivou hodnotu (fair value). Podle žalované znalec ocenil celou společnost jednak výnosovou metodou DCF založenou na finančním plánu společnosti, jednak metodou tržního porovnání, konkrétně metodou kapitálových trhů. Výslednou hodnotu jedné akcie stanovil částkou 650,79 Kč, přičemž za rozhodující považoval výsledek dosažený výnosovou metodou. Žalovaná zdůrazňovala, že takto zjištěná hodnota je blízká průměrné tržní ceně akcií ve výši 625,99 Kč za akcii, z níž vycházela při určování protiplnění, a podle jejího názoru potvrzuje, že regulovaný trh poskytoval objektivní a spolehlivý obraz hodnoty akcií společnosti. Z této skutečnosti žalovaná dovozovala správnost svého názoru, že při přezkumu protiplnění v případě kótované společnosti mají být rozhodující především tržní údaje, nikoli následná znalecká ocenění.

Dokazování a zjištěné skutečnosti

11. V projednávané věci zjistil soud následující skutkový stav, a to z níže uvedených důkazů a nesporných tvrzení účastníků.

Prvotní veřejná nabídka

12. **Z článku „IPO Pxxx xxxS skončilo, cena 27 EUR = 751 Kč, emise 4x přeupsána“ ze dne 15. 12. 2006** soud zjistil, že při prvotní veřejné nabídce akcií společnosti Pxxx xxxS v roce 2006 byla emisní cena stanovena na 27 EUR za akcii, tj. přibližně 751 Kč za akcii. Emise byla čtyřnásobně přeupsána. Společnost nabídla celkem 5,28 milionu akcií, z nichž až 2,02 milionu představovaly nově emitované akcie a 3,26 milionu akcií prodával tehdejší vlastník společnosti Pamplona Capital Partners. Celkový objem nabídky činil 143 milionů EUR. V době nabídky byla společnost označována za největšího českého výrobce netkaných textilií a druhého největšího výrobce netkaných textilií pro osobní hygienu v Evropě. Akcie měly být obchodovány na burzách v Praze i ve Varšavě.

Nucený přechod účastnických cenných papírů

13. **Ze zápisu z řádné valné hromady společnosti PFNonwovens a.s. konané dne 15. 6. 2020** soud zjistil, že na valné hromadě byli přítomni akcionáři vlastníci 7 959 575 akcií, představujících přibližně 90,82 % základního kapitálu společnosti. V průběhu jednání bylo opakovaně uvedeno, že majoritní akcionář získal kontrolu nad společností v důsledku dobrovolné nabídky převzetí z roku 2017 a že společnost je řízena jako ovládaná osoba v rámci koncernu. Na dotaz akcionářů týkající se dividendové politiky bylo představenstvem uvedeno, že již při dobrovolné nabídce převzetí v roce 2017 společnost RXXXG deklarovala zájem na dlouhodobém růstu společnosti, omezení výplat dividend, investování do rozšiřování kapacit a snižování zadlužení. Představenstvo zdůraznilo, že akcionáři, kteří si akcie ponechali po nabídce převzetí, museli počítat s tím, že společnost nebude upřednostňovat výplatu dividend, ale investice a růst společnosti.
14. Ze stejného zápisu soud dále zjistil, že v roce 2020 činil podíl hlavního akcionáře podle vyjádření vedení společnosti 89,99 %. Na dotaz akcionářů směřující k případnému vytěsnění minoritních akcionářů (squeeze-out) představenstvo uvedlo, že společnost neobdržela žádné informace o zahájení takového procesu a touto otázkou se proto nezabývá. Současně však bylo potvrzeno, že Shodu s prvopisem potvrzuje Z. K.

společnost je ovládána majoritním akcionářem a že její strategie spočívá v dlouhodobém investování, rozšiřování výrobních kapacit a snižování zadlužení namísto distribuce zisku formou dividend.

15. Ze zápisu valné hromady soud rovněž zjistil, že vedení společnosti odůvodňovalo nevyplacení dividend za roky 2018 a 2019 potřebou financovat významné investiční projekty, zejména nové výrobní linky, a podporovat další růst společnosti. Předseda dozorčí rady Oldřich Šlemr uvedl, že společnost je připravena investovat i do dalších výrobních kapacit, pokud to bude odpovídat jejím strategickým zájmům a potřebám klíčových zákazníků. Představenstvo zároveň deklarovalo, že dlouhodobé investice považuje za prostředek k dosažení vyšší návratnosti pro akcionáře v budoucnosti.
16. **Z oznámení o přijetí rozhodnutí valné hromady společnosti PFNonwovens a.s. o nuceném přechodu účastnických cenných papírů soud zjistil, že dne 11. 2. 2021** přijala valná hromada společnosti formou rozhodování per rollam rozhodnutí o přechodu všech účastnických cenných papírů vlastněných ostatními akcionáři na hlavního akcionáře PFNonwovens Holding s.r.o. Hlavní akcionář ke dni podání žádosti o svolání valné hromady i k rozhodnému dni pro hlasování vlastnil 7 887 497 akcií společnosti, představujících 90,00027 % základního kapitálu a hlasovacích práv. Valná hromada současně určila protiplnění ve výši 719,50 Kč za jednu akcií. Účinnost přechodu akcií byla stanovena uplynutím jednoho měsíce od zveřejnění zápisu rozhodnutí do obchodního rejstříku.
17. **K důkazu dokumentem „Zdůvodnění výše protiplnění“ vypracovaným společností PFNonwovens Holding s.r.o. dne 3. 9. 2020 soud zjistil,** že hlavní akcionář navrhl protiplnění ve výši 719,50 Kč za jednu akcií společnosti PFNonwovens a.s. a za přiměřené je považoval proto, že převyšovalo průměrnou tržní cenu akcií za posledních šest měsíců, odpovídalo nejvyšší ceně, za kterou hlavní akcionář akcie nakoupil během posledních dvanácti měsíců, a současně převyšovalo hodnotu akcií stanovenou ve vlastním ocenění společnosti.
18. Ze zdůvodnění vyplývá, že ocenění bylo zpracováno ke dni 30. 6. 2020. Hlavní akcionář uvedl, že hodnota akcií byla stanovena nepřímo prostřednictvím ocenění závodu společnosti metodou diskontovaných peněžních toků pro poskytovatele kapitálu (DCF Entity), přičemž pro ověření výsledků byly použity rovněž metoda tržních násobků a metoda transakčních násobků. Současně bylo výslovně uvedeno, že při ocenění nebyl použit diskont za minoritu.
19. Ze strategické analýzy soud zjistil, že společnost PFNonwovens a.s. byla označena za jednoho z předních výrobců netkaných textilií v regionu Evropy, Blízkého východu a Afriky. Hlavní část podnikání společnosti byla zaměřena na výrobu spunbond a meltblown textilií používaných zejména při výrobě dětských plen, výrobků pro inkontinenci a dámské hygieny. Přibližně 90 % činnosti společnosti bylo spojeno s trhem osobní hygieny v regionu EMEA. Společnost působila převážně na evropském trhu, který byl ve zdůvodnění označen za vysoce konkurenční. Bylo uvedeno, že v roce 2019 činila poptávka po netkaných textiliích v Evropě 646 kt, zatímco instalovaná výrobní kapacita dosahovala 987 kt, přičemž pro rok 2023 byla očekávána kapacita 1 042 kt a poptávka 764 kt. Podle dokumentu tak existoval přebytek výrobních kapacit ve výši 224 kt, resp. 26 %, s očekávaným poklesem na 150 kt, resp. 16 %, v roce 2023.
20. Z finanční analýzy soud zjistil, že v období let 2012 až 2019 zvýšila společnost objem výroby z přibližně 86 kt na 111 kt, tedy asi o 30 %, a počet zaměstnanců vzrostl o 50 % na 659 osob. Tržby rostly tempem 4,5 % ročně, zatímco zisk EBITDA rostl tempem 3,2 % ročně. EBITDA marže se snížila na 18,6 % v roce 2019, přičemž v prvním pololetí roku 2020 činila 19,8 %. Současně analýza uváděla, že společnost v letech 2012 až 2019 investovala do výrobních kapacit a dalšího majetku celkem 217 mil. EUR a že celkový investovaný kapitál bez goodwillu dosáhl na konci roku 2019 hodnoty 333 mil. EUR. Rovněž bylo uvedeno, že čisté zadlužení společnosti vzrostlo mezi roky Shodu s prvopisem potvrzuje Z. K.

2012 a 2019 o 50 % a ukazatel čistý dluh/EBITDA se zvýšil přibližně na úroveň 4.

21. Z finančního plánu soud zjistil, že byl sestaven do roku 2034 a počítal mimo jiné s rozšířením výrobního závodu v Jihoafrické republice o novou linku s kapacitou 8,5 kt v roce 2023 a se spuštěním další výrobní linky ve Znojmě s kapacitou 15 kt v roce 2027. Předpokládal rovněž růst výrobní kapacity přibližně o 20 % oproti tehdejšímu stavu, postupný pokles EBITDA marže pod 18 % v důsledku konkurenčních tlaků a dlouhodobou efektivní daňovou sazbu 20,1 %.
22. Ze samotného ocenění soud zjistil, že při metodě DCF byl použit vážený průměr nákladů kapitálu (WACC) ve výši 8,1 %. Při výpočtu byly použity náklady vlastního kapitálu 11,7 %, náklady dluhového kapitálu po zohlednění daní 3,9 %, riziková prémie trhu 6 %, riziková prémie země 0,2 % a přírážka za velikost 3,2 %. V terminálním období byl použit perpetuitní růst ve výši 0,25 %, stabilizovaná EBITDA marže 17,8 % a rentabilita investovaného kapitálu 10,2 %.
23. Ze zdůvodnění dále vyplývá, že při použití tržních násobků byla za základ vzata normalizovaná EBITDA ve výši 1,332 mld. Kč, která byla navýšena o předpokládaný celoroční efekt provozu výrobní linky SA01 v Jižní Africe ve výši 31 mil. Kč a výrobní linky L12 ve Znojmě ve výši 30 mil. Kč. Současně byla použita úprava o velikost společnosti a prémie za kontrolu ve výši 13,4 %. U metody transakčních násobků bylo uvedeno, že má pouze ilustrativní charakter, neboť údaje o srovnatelných transakcích jsou omezené a po vypuknutí pandemie COVID-19 došlo k výraznému omezení transakční aktivity na trhu.
24. **K důkazu regulatorem oznámením společnosti PFNonwovens a.s. ze dne 7. 9. 2020 soud zjistil**, že představenstvo společnosti PFNonwovens a.s. bylo dne 4. 9. 2020 informováno společností PFNonwovens Holding s.r.o. jako hlavním akcionářem, že rada jednatelů této společnosti dne 4. 9. 2020 schválila nákup dalších akcií emitenta za účelem navýšení podílu nad hranici 90 % akcií společnosti, zahájení procesu vytěsnění minoritních akcionářů podle § 375 a násl. zákona o obchodních korporacích a podání žádosti České národní bance o udělení souhlasu s přechodem účastnických cenných papírů na hlavního akcionáře. Současně bylo oznámeno, že navrhované protiplnění činí 719,50 Kč za každou akcii o jmenovité hodnotě 1,24 EUR. Představenstvo emitenta bylo dále informováno, že PFNonwovens Holding s.r.o. již nakoupil další akcie emitenta, které po vypořádání transakce zvýší jeho podíl nad hranici 90 % všech akcií emitenta.
25. **K důkazu žádostí společnosti PFNonwovens Holding s.r.o. adresovanou České národní bance dne 9. 9. 2020 soud zjistil**, že žadatel uvedl, že ke dni 7. 9. 2020 vlastnil 7 887 497 akcií společnosti PFNonwovens a.s., což odpovídalo podílu 90,000027 % na základním kapitálu a hlasovacích právech společnosti, a proto se považoval za hlavního akcionáře ve smyslu § 375 zákona o obchodních korporacích. Žadatel uvedl, že akcie společnosti jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu Burzy cenných papírů Praha a.s. a na trhu RM-SYSTEM pod ISIN XXX, a proto je k rozhodnutí valné hromady o přechodu všech ostatních akcií na hlavního akcionáře zapotřebí předchozí souhlas České národní banky.
26. Ze žádosti dále vyplývá, že žadatel navrhl výši protiplnění 719,50 Kč za jednu akcii společnosti. Přiměřenost této částky odůvodnil třemi skutečnostmi. Zaprvé uvedl, že průměrná cena obchodů s akciemi společnosti na regulovaných trzích v období od 4. 3. 2020 do 3. 9. 2020 činila při použití váženého průměru 625,99 Kč za akcii. Ve stejném období činil celkový objem obchodů s akciemi společnosti 111 028 618 Kč, bylo obchodováno 177 364 akcií v celkem 2 320 obchodech. Zadruhé uvedl, že nejvyšší cena, za kterou v období od 7. 9. 2019 do 7. 9. 2020 nabyly akcie společnosti, činila právě 719,50 Kč za akcii. Zatřetí tvrdil, že částka 719,50 Kč převyšuje hodnotu akcie stanovenou ve zdůvodnění výše protiplnění, které zpracoval v souladu s požadavky informací České národní banky k oceňování účastnických cenných papírů. Na základě těchto skutečností navrhl, aby Česká národní banka udělila souhlas k přijetí rozhodnutí valné hromady o přechodu Shodu s prvopisem potvrzuje Z. K.

všech ostatních akcií společnosti PFNonwovens a.s. na společnost PFNonwovens Holding s.r.o. jako hlavního akcionáře.

27. **K důkazu rozhodnutím České národní banky ze dne 22. 10. 2020, č. j. 2020/130962/CNB/570, soud zjistil**, že Česká národní banka rozhodla o žádosti společnosti PFNonwovens Holding s.r.o. doručené dne 9. 9. 2020 a udělila souhlas podle § 391 odst. 1 zákona o obchodních korporacích k přijetí rozhodnutí valné hromady společnosti PFNonwovens a.s. o přechodu všech ostatních účastnických cenných papírů na hlavního akcionáře.
28. Z odůvodnění rozhodnutí vyplývá, že základní kapitál společnosti PFNonwovens a.s. činil 10 867 185,16 EUR a byl rozvržen na 8 763 859 kmenových akcií na jméno o jmenovité hodnotě 1,24 EUR. Česká národní banka zjistila, že PFNonwovens Holding s.r.o. vlastnil akcie představující 90,00027 % základního kapitálu a hlasovacích práv společnosti, a splňoval tak podmínky hlavního akcionáře podle § 375 zákona o obchodních korporacích.
29. Česká národní banka dále uvedla, že navržené protiplnění ve výši 719,50 Kč za akcii bylo odůvodněno průměrnou cenou obchodů s akciemi, nabývací cenou akcií a oceněním provedeným metodou diskontovaných peněžních toků (DCF Entity). Z rozhodnutí plyne, že průměrná cena akcie za období od 4. 3. 2020 do 3. 9. 2020 činila 625,99 Kč a že nejvyšší cena, za kterou hlavní akcionář v období od 7. 9. 2019 do 7. 9. 2020 nabyl akcie společnosti, činila 719,50 Kč za akcii. Česká národní banka neshledala důvod pochybovat o objektivitě stanovení této průměrné tržní ceny. Současně uvedla, že neshledala oporu pro požadavek některých drobných akcionářů vycházet z dobrovolné nabídky převzetí z roku 2017 s cenou 1 010 Kč za akcii, neboť od této nabídky uplynuly přibližně tři roky a takto historická cena již podle jejího názoru nebyla relevantní pro posouzení přiměřenosti protiplnění.
30. Z rozhodnutí dále vyplývá, že ve zdůvodnění předloženém hlavním akcionářem byla tržní hodnota jedné akcie společnosti ke dni 30. 6. 2020 stanovena částkou 670 Kč za akcii metodou DCF Entity, přičemž pro ověření výsledků byly použity rovněž metoda tržních násobků a metoda transakčních násobků. Metoda DCF vedla k intervalu hodnot 614 Kč až 674 Kč za akcii, metoda tržních násobků k intervalu 614 Kč až 678 Kč za akcii a metoda transakčních násobků k intervalu 736 Kč až 813 Kč za akcii. Hodnota 670 Kč odpovídala horní hranici výsledků metod DCF a tržních násobků. Česká národní banka uvedla, že finanční plán použitý při ocenění byl sestaven do roku 2034, považovala jeho předpoklady za vyhovující obvyklým postupům a konstatovala, že finanční plán předpokládal zlepšení rentability společnosti oproti předchozímu vývoji. Diskontní míra byla stanovena ve výši 8,1 % na úrovni vážených průměrných nákladů kapitálu (WACC). Česká národní banka se dále zabývala použitím přírážky za malou tržní kapitalizaci ve výši 3,2 %, přičemž po doplnění podkladů dospěla k závěru, že použitý postup je obhajitelný a že předložené zdůvodnění výše protiplnění lze považovat za řádné ve smyslu § 391 odst. 2 zákona o obchodních korporacích.

Premiová cena

31. **K důkazu potvrzením o uzavření obchodu vydaným Komerční bankou, a.s., ze dne 17. 6. 2020 soud zjistil**, že společnost RXXXG a.s. dne 17. 6. 2020 uskutečnila na trhu XPRA nákup 600 kusů akcií společnosti PFNonwovens a.s., ISIN XXX. Obchod byl uzavřen za cenu 719,1267 Kč za akcii, přičemž celkový objem transakce činil 431 476,02 Kč. Po započtení provize ve výši 345,18 Kč činila celková částka obchodu 431 821,20 Kč. Vypořádání obchodu proběhlo dne 19. 6. 2020.
32. **K důkazu potvrzením o vypořádání obchodu vydaným Českou spořitelnou, a.s., ze dne 30. 11. 2020 soud zjistil**, že na portfoliovém účtu č. xxx vedeném pro společnost PFNonwovens Holding s.r.o. byl dne 30. 11. 2020 vypořádán bezúplatný převod 3 907 kusů akcií společnosti PFNonwovens a.s., ISIN XXX. Jako datum uzavření obchodu bylo uvedeno 26. 11. 2020,

Shodu s prvopisem potvrzuje Z. K.

požadované i skutečné datum vypořádání bylo 30. 11. 2020. Hodnota transakce nebyla stanovena, forma převodu byla označena jako „Free Transfer“ a jako protistrana byla uvedena společnost PFNonwovens Holding s.r.o.

33. **K důkazu výpisem z účetní evidence společnosti PFNonwovens Holding s.r.o. soud zjistil,** že k 1. 1. 2020 byla v účetnictví společnosti evidována hodnota vkladů v podniku PFNonwovens a.s. ve výši 7 928 361 378,40 Kč. Dne 7. 9. 2020 byl zaúčtován nákup 600 akcií PFNonwovens a.s. v pořizovací ceně 431 700 Kč. Současně byly aktivovány náklady související s vytěsněním akcionářů (squeeze-out) ve výši 2 699 058,44 Kč. Ke dni 31. 12. 2020 činila účetní hodnota vkladů v podniku PFNonwovens a.s. částku 7 928 793 078,40 Kč, hodnota zaúčtovaná na účtu pořízení dlouhodobého finančního majetku činila 2 699 058,44 Kč a celková účetní hodnota investice do společnosti PFNonwovens a.s. dosahovala 7 931 492 136,84 Kč.
34. **K důkazu výpisem z portfoliového účtu vedeného Českou spořitelnou, a.s., ke dni 31. 12. 2019 soud zjistil,** že společnost PFNonwovens Holding s.r.o. byla ke dni 31. 12. 2019 na portfoliovém účtu č. xxx vedena jako vlastník 7 882 990 kusů akcií společnosti PFNonwovens a.s., ISIN XXX.
35. **K důkazu výpisem z portfoliového účtu vedeného Českou spořitelnou, a.s., ke dni 31. 12. 2020 soud zjistil,** že společnost PFNonwovens Holding s.r.o. byla ke dni 31. 12. 2020 na portfoliovém účtu č. xxx vedena jako vlastník 7 887 497 kusů akcií společnosti PFNonwovens a.s., ISIN XXX. Ve srovnání se stavem k 31. 12. 2019 se počet akcií držených společností PFNonwovens Holding s.r.o. zvýšil o 4 507 kusů.
36. **K důkazu potvrzením Fio banky, a.s., o stavu cenných papírů soud zjistil,** že na obchodním účtu č. xxx vedeném pro společnost PFNonwovens Holding s.r.o. bylo ke dni 31. 12. 2018 evidováno 3 907 kusů akcií PFNonwovens a.s. (ISIN XXX) při kurzu 806 Kč za akcii a celkové hodnotě 3 149 042 Kč. Ke dni 31. 12. 2019 bylo na tomtéž účtu evidováno rovněž 3 907 kusů akcií PFNonwovens a.s., avšak při kurzu 700 Kč za akcii a celkové hodnotě 2 734 900 Kč. Počet akcií evidovaných na uvedeném účtu se mezi 31. 12. 2018 a 31. 12. 2019 nezměnil.
37. **K důkazu přehledem převodů na portfoliovém účtu vedeném Českou spořitelnou, a.s., za období od 7. 9. 2019 do 7. 9. 2020 soud zjistil,** že dne 7. 9. 2020 společnost PFNonwovens Holding s.r.o. nabyla 600 kusů akcií PFNonwovens a.s. (ISIN XXX) od společnosti RXXXG a.s. za celkovou vypořádací částku 431 700 Kč. Vypořádání transakce proběhlo téhož dne a poplatek za převod činil 500 Kč. Kupní cena odpovídala částce 719,50 Kč za jednu akcii.
38. **K důkazu přehledem převodů na portfoliovém účtu vedeném Českou spořitelnou, a.s., za období od 31. 12. 2019 do 31. 12. 2020 soud zjistil,** že v tomto období byly na účtu evidovány dva převody akcií PFNonwovens a.s. Prvním byl nákup 600 kusů akcií od společnosti RXXXG a.s. dne 7. 9. 2020 za celkovou částku 431 700 Kč. Druhým byl převod 3 907 kusů akcií PFNonwovens a.s. uskutečněný dne 30. 11. 2020 bez vypořádací částky, přičemž jako protistrana byla uvedena společnost PFNonwovens Holding s.r.o.

Dobrovolná nabídka převzetí v roce 2017

39. **Z dobrovolné nabídky převzetí ze dne 25. 8. 2017 soud zjistil,** že společnost RxxxN Czech s.r.o. učinila dobrovolnou, neomezenou a bezpodmínečnou nabídku převzetí všech akcií společnosti PXXX XXXS S.A. za cenu 1 010 Kč za jednu akcii. Ke dni nabídky vlastnila společnost RxxxN Czech s.r.o. celkem 949 376 akcií, představujících přibližně 10,83 % základního kapitálu a hlasovacích práv společnosti. V nabídkovém dokumentu bylo uvedeno, že vážený průměr cen obchodů s akciemi za šest měsíců před zveřejněním záměru učinit nabídku činil 877,10 Kč za akcii. Nabídková cena představovala prémii 8,0 % vůči uzavírací ceně akcie k 14. 7. 2017 ve výši 935,1 Kč, prémii 22,5 % vůči váženému průměru neovlivněné ceny akcií za 30 dnů ve výši 824,6 Kč, Shodu s prvopisem potvrzuje Z. K.

prémii 23,2 % vůči průměrné cílové ceně analytiků ve výši 819,8 Kč a prémii 4,1 % oproti do té doby nejvyšší dosažené tržní ceně akcie 970 Kč dne 30. 5. 2017. Navrhovatel v nabídce uvedl, že věří v dlouhodobý potenciál společnosti, hodlá podporovat její růst reinvestováním vytvořené hotovosti, je připraven omezit či zastavit výplatu prostředků akcionářům a po úspěšném dokončení nabídky zváží využití práva na vytěsnění zbývajících akcionářů.

40. **Ze stanoviska představenstva společnosti PXXX XXXS S.A. ze dne 16. 8. 2017** soud zjistil, že představenstvo považovalo nabídkovou cenu 1 010 Kč za akcii za finančně přiměřenou. Při svém posouzení vycházelo mimo jiné z posudků o přiměřenosti protiplnění (fairness opinion) vypracovaných Českou spořitelnou, a.s., a Ernst & Young, s.r.o., přičemž oba posudky dospěly k závěru, že nabídková cena je z finančního hlediska přiměřená. Představenstvo dále uvedlo, že nabídková cena představovala prémii 4,1 % oproti nejvyšší ceně akcie dosažené během předchozích 52 týdnů ve výši 970 Kč, prémii 34,1 % oproti nejnižší ceně dosažené v témže období ve výši 753 Kč a prémii 21,4 % oproti objemově vážené průměrné ceně akcie za jeden rok před referenčním datem, která činila 832 Kč. Představenstvo konstatovalo, že RXXXG deklarovala záměr být dlouhodobým investorem, podporovat další růst společnosti a omezit nebo pozastavit výplatu dividend za účelem financování rozvoje společnosti. Současně upozornilo, že v případě získání kontroly nad společností mohou být aktivována některá smluvní ustanovení o změně ovládání (change of control clause) obsažená v obchodních smlouvách a emisních podmínkách dluhopisů. Představenstvo dále uvedlo, že pokud by navrhovatel po dokončení nabídky držel alespoň 95 % základního kapitálu a hlasovacích práv, mohl by přistoupit k vytěsnění zbývajících akcionářů.
41. **Z regulatorního oznámení PXXX XXXS SA ze dne 11. 10. 2017** soud zjistil, že po vypořádání dobrovolné nabídky převzetí učiněné společností RxxxN Czech s.r.o. držela ke dni 9. 10. 2017 společnost RxxxN S.à r.l. nepřímo prostřednictvím společnosti RxxxN Czech s.r.o. celkem 7 755 476 akcií společnosti PXXX XXXS SA, což představovalo 88,49 % základního kapitálu a hlasovacích práv společnosti. Po vypořádání vzrostl podíl hlavního akcionáře na uvedených 88,49 %. Oznámení uvádí, že k vypořádání akceptací nabídky převzetí docházelo v období od 5. 10. 2017 do 9. 10. 2017.

Znalecké posudky

42. **Ze Znaleckého posudku APELEN Valuation a.s. č. 1007-02/2021** soud zjistil, že byl vypracován na žádost zástupců minoritních akcionářů společnosti PFNonwovens a.s. za účelem posouzení přiměřenosti protiplnění vypláceného při vytěsnění (squeeze-out) minoritních akcionářů. Posuzovaným datem byl den přechodu akcií na hlavního akcionáře, tedy 16. 3. 2021.
43. V době vytěsnění držela společnost PFNonwovens Holding s.r.o. více než 90 % akcií společnosti PFNonwovens a.s. a valná hromada rozhodla o přechodu zbývajících akcií na hlavního akcionáře. Současně stanovila protiplnění ve výši 719,50 Kč za jednu akcii o jmenovité hodnotě 1,24 EUR. Přiměřenost této částky byla předmětem znaleckého přezkumu.
44. Posudek nejprve vysvětluje teoretická východiska ocenění. Podle znalce nelze při vytěsnění vycházet z čisté tržní hodnoty, protože nejde o transakci mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím. Zároveň nelze použít ani investiční hodnotu, protože jednotliví investoři mohou mít rozdílná očekávání a preference. Znalec proto zastává názor, že správným základem ocenění je spravedlivá hodnota (fair value), tedy hodnota, která má plně kompenzovat vlastníka, jenž je svého majetku zbaven proti své vůli. Spravedlivá hodnota má být stanovena jako odpovídající podíl na hodnotě celé společnosti se zohledněním specifik procesu vytěsnění.
45. Posudek dále popisuje samotnou společnost PFNonwovens a.s. Skupina patří mezi významné výrobce netkaných textilií v regionu EMEA a zaměřuje se zejména na materiály používané v

Shodu s prvopisem potvrzuje Z. K.

dětských plenách, výrobcích pro inkontinenci a dámské hygieně. V České republice provozuje několik výrobních linek, další výrobní kapacitu má v Egyptě a prostřednictvím dceřiných společností působí také v Jihoafrické republice. Skupina historicky vyrostla z českého podniku PXXX XXXS a její akcie byly obchodovány na Burze cenných papírů Praha. Ke konci roku 2019 zaměstnávala přibližně 690 pracovníků.

46. Následuje finanční analýza za období 2016–2019. Znalec konstatuje, že bilanční suma společnosti se dlouhodobě pohybovala kolem 10 až 12 mld. Kč a vykazovala stabilní růst. Podíl dlouhodobého majetku představoval přibližně tři čtvrtiny aktiv. Vlastní kapitál dosáhl ke konci roku 2019 hodnoty 5 486 101 tis. Kč a byl převážně tvořen nerozděleným ziskem. Na straně výsledovky je popsán růst provozních výnosů i nákladů, stabilní úroveň EBITDA přesahující 1,3 mld. Kč ročně a dlouhodobě ziskové hospodaření. Rentabilita vlastního kapitálu se pohybovala mezi 5 % a 16 %, EBITDA marže mezi 17 % a 21 %. Společnost vykazovala přiměřenou zadluženost a stabilní schopnost splácet své závazky. Celkovým závěrem finanční analýzy bylo, že společnost je finančně stabilní, dosahuje dobré výkonnosti a není důvod pochybovat o předpokladu pokračování její činnosti (going concern).
47. Podstatná část posudku se zabývá rozbořem ocenění, které zpracoval hlavní akcionář. Hlavní akcionář vycházel z ocenění metodou DCF Entity založeného na finančním plánu do roku 2034. Současně provedl kontrolní ocenění metodou tržních a transakčních násobků EV/EBITDA. Výnosové ocenění mu vyšlo na 644 Kč za akcii, ocenění pomocí tržních násobků na 614 až 678 Kč za akcii a ocenění pomocí transakčních násobků na 736 až 813 Kč za akcii. Na základě těchto údajů stanovil hodnotu akcie na 670 Kč a protipleně nakonec určil ve výši 719,50 Kč, tedy ve výši odpovídající nejvyšší ceně, za kterou v rozhodném období akcie nabýval.
48. Znalec s tímto oceněním v řadě zásadních bodů nesouhlasí. První výhrada směřuje k samotnému základu hodnoty. Podle znalce hlavní akcionář nesprávně ztotožnil reálnou hodnotu s tržní hodnotou, zatímco při vytěsnění má být použita spravedlivá hodnota. Posudek se v této souvislosti opírá o definice obsažené ve standardu IVS 104 a o soudní judikaturu týkající se ochrany vytěšňovaných akcionářů.
49. Nejzávažnější kritika však směřuje k diskontní míře a jednotlivým parametrům modelu CAPM. Hlavní akcionář použil bezrizikovou sazbu 2,2 %, založenou na desetiletém průměru výnosů státních dluhopisů. Znalec tento přístup označuje za rozporný s běžnou oceňovací praxí a zastává názor, že je nutné vycházet z aktuální situace ke dni ocenění. Za správnou považuje sazbu 1,86 %, odpovídající výnosu dlouhodobého státního dluhopisu před datem ocenění.
50. Další výhrady směřují ke koeficientu beta a tržní rizikové prémii. Hlavní akcionář podle znalce nedostatečně doložil způsob výpočtu bety. Znalec proto použil vlastní odhad založený na datech profesora Damodarana, konkrétně nezadluženou betu 0,76 a zadluženou betu 0,91. Rizikovou premii trhu pak nestanovil ve výši 6 %, ale pouze 4,72 %, protože preferuje implicitní rizikovou premii vyjadřující aktuální očekávání trhu. Rizikovou premii země navíc snižuje z 0,2 % na 0,06 %.
51. **Za nejzávažnější problém však znalec označuje použití přírážky za malou tržní kapitalizaci ve výši 3,2 %.** Podle jeho názoru není PFNonwovens malou společností, neboť její hodnota se pohybuje v řádu miliard korun. Posudek rozsáhle cituje odbornou literaturu českou, německou i americkou a argumentuje, že velikostní efekt buď neexistuje, nebo se projevuje pouze u velmi malých společností. Dále uvádí, že při ocenění pro účely vytěsnění by velikostní přírážka neměla být používána vůbec, protože by nespravedlivě snižovala hodnotu akcií minoritních akcionářů. Znalec proto tuto přírážku stanovuje na nulové úrovni.
52. Naopak se plně ztotožňuje s tím, že nebyla použita přírážka za specifická rizika. Podle jeho názoru jsou tato rizika diverzifikovatelná, neodpovídají konceptu fair value a do ocenění pro účely squeeze-

Shodu s prvopisem potvrzuje Z. K.

out nepatří.

53. Po úpravě jednotlivých parametrů znalec stanovuje náklady vlastního kapitálu ve výši 6,23 %, zatímco hlavní akcionář použil 11,7 %. Dále odmítá náklady cizího kapitálu ve výši 4,8 % a nahrazuje je hodnotou 3,05 %, odpovídající skutečným nákladům financování společnosti. Současně nesouhlasí s cílovou kapitálovou strukturou obsahující 46 % cizího kapitálu a za realistickou považuje úroveň 20 %. Výsledkem je WACC ve výši 5,48 %, zatímco hlavní akcionář pracoval s hodnotou 8,1 %. Posudek opakovaně zdůrazňuje, že právě tento rozdíl představuje hlavní příčinu rozdílných výsledků ocenění.
54. Pokud jde o samotný podnikatelský plán, znalec jej v zásadě respektuje a nepřipravuje vlastní prognózu. Přijímá předpoklady hlavního akcionáře týkající se budoucího vývoje společnosti, investic, růstu kapacit i dlouhodobé ziskovosti. Výhrady má pouze k některým parametrům terminální hodnoty, zejména k perpetuitnímu růstu ve výši 0,25 %, který považuje za příliš nízký. Přesto finanční plán z důvodu konzervativního přístupu ponechává beze změny.
55. Po přepočtu hodnoty společnosti metodou DCF s použitím vlastních vstupních parametrů dospívá znalec k hodnotě 473 378 tis. EUR za 100 % společnosti. Hodnota jedné akcie pak činí 54 EUR, což při použití kurzu 26,20 Kč/EUR odpovídá částce 1 415 Kč za akcii.
56. V závěrečné části posudku znalec odmítá význam burzovních cen i ocenění založeného na násobcích EV/EBITDA. Podle jeho názoru byly obchody s akciemi PFNonwovens na českém trhu málo likvidní, mohly být ovlivněny očekáváním vytěsnění a nevypovídají o skutečné hodnotě společnosti. Rovněž použití srovnatelných společností a transakcí považuje za problematické, protože se často jednalo o podniky působící v odlišných segmentech nebo o transakce několik let staré, jejichž vypovídací schopnost je podle něj omezená.
57. Posudek uzavírá, že schválené protiplnění ve výši 719,50 Kč za akcii nepředstavuje přiměřené protiplnění odpovídající spravedlivé hodnotě akcie společnosti PFNonwovens a.s. Podle znalce činí spravedlivá hodnota jedné akcie ke dni 16. 3. 2021 částku 1 415 Kč a právě tato hodnota by měla představovat odpovídající náhradu vytěsněným akcionářům.
58. **Z důkazu znaleckým posudkem společnosti CLA Appraisal s.r.o. soud zjistil**, že předmětem ocenění byla společnost PFNonwovens a.s. ke dni 15. 3. 2021. Posudek byl zadán a předložen žalovaným. Posudek byl zpracován za použití výnosové metody DCF a porovnávací metody kapitálových trhů. Znalec jako standard hodnoty použil tržní hodnotu společnosti.
59. V posudku je společnost PFNonwovens a.s. charakterizována jako jeden z předních výrobců netkaných textilií v regionu Evropy, Blízkého východu a Afriky. Její produkce je zaměřena především na netkané textilie používané při výrobě jednorázových hygienických výrobků, zejména dětských plen, výrobků pro inkontinenci dospělých a dámských hygienických potřeb, přičemž menší část produkce nachází uplatnění ve stavebnictví, zemědělství a zdravotnictví. Součástí ocenění byla rovněž analýza hospodářského vývoje v České republice, Evropské unii, na Blízkém východě a v Africe a posouzení vývoje relevantního odvětví výroby netkaných textilií.
60. Znalec dále provedl finanční analýzu společnosti, a to zejména na základě konsolidovaných údajů za období let 2017 až 2020. Z této analýzy vyplynulo, že tržby společnosti vzrostly z částky 6 115 941 000 Kč v roce 2017 na 6 693 052 000 Kč v roce 2020. EBITDA se ve sledovaném období pohybovala mezi 1 176 161 000 Kč a 1 347 054 000 Kč, přičemž EBITDA marže dosahovala hodnot od 18,6 % do 20,8 %. Provozní zisk společnosti představoval 718 274 000 Kč v roce 2017, 879 531 000 Kč v roce 2018, 687 995 000 Kč v roce 2019 a 717 134 000 Kč v roce 2020. Současně bylo zjištěno postupné snižování zadluženosti společnosti, když poměr úročeného cizího kapitálu k vlastnímu kapitálu poklesl ze 158 % v roce 2017 na 86 % v roce 2020. Rentabilita vlastního kapitálu se pohybovala mezi 10 % a 14 % ročně.

Shodu s prvopisem potvrzuje Z. K.

61. Pro účely ocenění byla vypracována prognóza budoucího vývoje společnosti. Ta vycházela zejména z předpokládaného růstu výrobních kapacit, vývoje cen vstupních surovin, investičního plánu a očekávaného vývoje trhu. Znalec předpokládal růst tržeb společnosti z 8 589 995 000 Kč v roce 2021 na 11 047 538 000 Kč v roce 2034, což odpovídá průměrnému ročnímu tempu růstu přibližně 3,6 %. Plánovaná produkce měla vzrůst z 125 500 tun v roce 2021 na přibližně 154 500 tun v závěru prognózovaného období. EBITDA marže měla po přechodném poklesu stabilizovat na úrovni přibližně 16 % ročně. Posudek rovněž zohlednil předpokládané investice do rozšiřování a modernizace výrobních linek, udržovací investice a plánovaný vývoj pracovního kapitálu.
62. Při výnosovém ocenění metodou DCF znalec vycházel z budoucích volných peněžních toků společnosti. Pro diskontování těchto toků použil vážené průměrné náklady kapitálu (WACC) ve výši 8,90 %. Za další klíčové předpoklady označil dlouhodobé tempo růstu 0,75 %, rentabilitu investic 10,4 % a míru investic 7,2 %. Na základě těchto parametrů vypočetl pokračující hodnotu společnosti ve výši 11 665 990 000 Kč. Po zohlednění plánovaných peněžních toků, struktury financování a dalších relevantních faktorů stanovil provozní hodnotu společnosti k datu ocenění na 5 627 050 000 Kč. Po přičtení provozního peněžního toku za období od 1. 1. 2021 do 15. 3. 2021 ve výši 75 627 000 Kč a po zohlednění položky související se soudními spory ve výši 786 000 Kč určil výslednou tržní hodnotu obchodního závodu společnosti PFNonwovens a.s. částkou 5 703 463 000 Kč.
63. Znalec současně provedl ocenění porovnávací metodou kapitálových trhů. V rámci této metody porovnal oceňovanou společnost se souborem veřejně obchodovaných společností působících ve stejném nebo obdobném odvětví a využil odpovídající tržní násobky založené zejména na ukazatelích EBITDA. Po provedení potřebných korekcí a úprav dospěl k závěru, že tržní hodnota obchodního závodu společnosti PFNonwovens a.s. činí podle této metody 5 487 616 000 Kč.
64. Na základě stanovené hodnoty podniku znalec vypočetl rovněž hodnotu jednotlivých akcií společnosti. Při použití výnosové metody DCF vyšla spravedlivá hodnota jedné akcie společnosti PFNonwovens a.s., při celkovém počtu 8 763 859 akcií, na 650,79 Kč za akcii. Při použití porovnávací metody kapitálových trhů byla hodnota jedné akcie stanovena částkou 626,16 Kč.
65. Závěrem znalec uzavřel, že tržní hodnota obchodního závodu společnosti PFNonwovens a.s. k 15. 3. 2021 činí podle výnosové metody DCF 5 703 463 000 Kč a podle porovnávací metody kapitálových trhů 5 487 616 000 Kč. Odpovídající hodnota jedné akcie byla stanovena v rozmezí od 626,16 Kč do 650,79 Kč podle použité oceňovací metody. Posudek přitom vycházel z předpokladů uvedených ve finančním plánu společnosti, z prognóz budoucího ekonomického vývoje a z předpokládaného vývoje trhu netkaných textilií.
66. **Znalecký posudek se otázkou přírážky za velikost (small size premium)** zabývá při stanovení nákladů vlastního kapitálu v rámci modelu CAPM. Znalec uvádí, že k základním složkám výnosnosti vlastního kapitálu připočetl rovněž úpravu o prémii za malou tržní kapitalizaci ve výši 3,21 %, přičemž jinou přírážku za specifická rizika již neuplatnil (0 %). V důsledku této přírážky byly náklady vlastního kapitálu stanoveny ve výši 10,59 %.
67. Z odůvodnění v části věnované porovnávací metodě kapitálových trhů vyplývá, že znalec považoval společnost PFNonwovens za podnik, jehož velikost je podstatně menší než velikost veřejně obchodovaných srovnatelných společností použitých pro tvorbu oceňovacích násobků. Proto provedl korekci za velikost. U srovnatelných společností vyčíslil náklady vlastního kapitálu na 8,81 %, zatímco u PFNonwovens na 10,59 %. Rozdíl mezi těmito hodnotami představuje podle znalce vliv velikosti společnosti. Poměr těchto hodnot vyjádřil jako dosažený poměr 84,3 % a z něj odvodil „provedenou úpravu za velikost“ ve výši 15,7 %. Tato korekce byla následně použita při porovnávacím ocenění.

68. Znalec vycházel z předpokladu, že společnost PFNonwovens a.s. je ve srovnání s veřejně obchodovanými společnostmi použitými pro srovnání menším podnikem, a proto je spojena s vyšší mírou investičního rizika. Současně dovodil, že toto zvýšené riziko není dostatečně zachyceno samotným koeficientem beta používaným v modelu CAPM. Z tohoto důvodu považoval za nutné navýšit náklady vlastního kapitálu o přírážku za velikost, která má vyjádřit dodatečné riziko spojené s investicí do menší společnosti. Stejnou úvahu promítl i do ocenění porovnávací metodou kapitálových trhů, když vycházel z toho, že oceňovaná společnost je velikostně menší než srovnatelné veřejně obchodované podniky, a je proto nutné tuto skutečnost při aplikaci tržních násobků zohlednit.
69. **Z důkazu znaleckým posudkem Deloitte Advisory s.r.o. č. 1230/2022 ze dne 10. 10. 2022 soud zjistil (dále také jako posudek „Deloitte“), že tento posudek byl zpracován jako revize znaleckého posudku společnosti APELEN Valuation a.s. č. 1007-02/2021. Posudek byl zadán a předložen žalovaným.**
70. Znalec uvedl, že předmětem revize bylo komplexní posouzení původního posudku z hlediska věcných předpokladů, oceňovací metodiky a správnosti výpočtů. Současně uvedl, že minoritní akcionáři ve sporu vycházejí ze znaleckého posudku společnosti APELEN Valuation a.s., který stanovil spravedlivou hodnotu akcie společnosti PFNonwovens a.s. ve výši 1 415 Kč za akcii, a domáhají se dorovnání protiplnění.
71. Ze znaleckého posudku Deloitte dále vyplývá, že podle jeho závěrů znalec APELEN správně zvolil výnosovou metodu DCF jako základní oceňovací metodu, avšak při ocenění se dopustil řady metodických pochybení. Znalec Deloitte zejména vytkl, že ocenění formálně stanovilo hodnotu akcií ke dni 16. 3. 2021, avšak vycházelo z finančního plánu a dalších údajů odpovídajících stavu ke dni 30. 6. 2020. Podle posudku Deloitte nebyly zohledněny změny ekonomických podmínek, situace společnosti ani aktuální finanční údaje, které byly k dispozici v březnu 2021. Znalec Deloitte uvedl, že mezi červnem 2020 a březnem 2021 proběhly významné změny související s pandemií COVID-19, růstem cen vstupních materiálů, změnami v dodavatelských řetězcích a dalšími faktory, které mohly mít vliv na hodnotu společnosti.
72. Deloitte dále uvedl, že posudek APELEN převzal finanční plán obsažený ve zdůvodnění výše protiplnění zpracovaném hlavním akcionářem, avšak současně do něj provedl některé úpravy, které podle revizního znalce nebyly odůvodněny. Za problematické označil zejména stanovení pokračující hodnoty podniku, kdy měl znalec APELEN změnit předpoklady týkající se investiční náročnosti a rentability investic. Podle posudku Deloitte vycházel původní finanční plán z rentability investic ve výši 10,2 %, zatímco posudek APELEN pracoval s rentabilitou investic 28,5 %. Současně měl znalec APELEN předpokládat investiční náročnost pouze 0,9 %, zatímco ve zdůvodnění výše protiplnění byla odpovídající míra investic 2,45 %. Znalec uvedl, že tyto úpravy vedly ke zvýšení ocenění společnosti.
73. Znalec Deloitte dále konstatoval, že znalec APELEN neprovedl kontrolní ocenění pomocí tržních metod a vycházel téměř výhradně z výnosové metody DCF. Podle Deloitte tím snížil možnost ověřit správnost dosaženého výsledku jiným oceňovacím přístupem. Současně poukázal na metodické výhrady ke stanovení diskontní míry, když podle jeho názoru znalec APELEN použil neaktuální tržní údaje a některé parametry diskontní míry stanovil způsobem, který vedl ke snížení diskontní míry a tím ke zvýšení výsledné hodnoty společnosti.
74. *Soud provedl výsledky zpracování znaleckých posudků.*
75. **Znalci ze společnosti CLA Aprasial s.r.o. (Mahdík Miroslav, Jakub Matějček, dne 26. 6. 2025, čl. 863) při svém výsledku uvedli, že jejich úkolem bylo stanovit hodnotu obchodního závodu společnosti PFNonwovens a.s. a z ní odvodit spravedlivou hodnotu jedné akcie. K ocenění použili**

dvě metody. Za hlavní považovali výnosovou metodu diskontovaných peněžních toků (DCF), kterou označili za standardní a nezbytnou součást ocenění, a jako podpůrnou použili porovnávací metodu založenou na kapitálových trzích a srovnatelných společnostech. Výsledkem ocenění byla hodnota jedné akcie přibližně 650 Kč podle výnosové metody a přibližně 626 Kč podle metody porovnávací.

76. Podstatná část výsledku se týkala nastavení dlouhodobého tempa růstu ve druhé fázi modelu DCF. Znalci vysvětlovali, proč použili tempo růstu pouze 0,75 %, ačkoliv dlouhodobě očekávaná inflace činí přibližně 2 %. Uvedli, že analyzovali jednotlivé nákladové položky společnosti a dospěli k závěru, že pouze asi 37 % nákladů je navázáno na inflaci. Významná část ostatních nákladů je podle nich závislá na cenách polymerů vyjádřených prostřednictvím materiálového indexu, který se s inflací nevyvíjí souběžně. Proto podle jejich názoru nebylo správné převzít celé inflační tempo jako růstový parametr perpetuity. Tvrdili, že zvolené tempo růstu nepředstavuje zmenšování společnosti ani porušení předpokladu trvalého fungování podniku (going concern).
77. Velká část dotazů směřovala také k EBITDA marži. Bylo namítáno, že historicky dosahovala společnost EBITDA marže kolem 20 %, zatímco ve finančním plánu použitým znalci klesá průměrně zhruba na 16 %. Znalci reagovali tím, že za rozhodující nepovažují procentní EBITDA marži, ale absolutní výši EBITDA. Podle jejich vysvětlení byl pokles marže způsoben růstem cen polymerů, který vedl k růstu tržeb. Protože se však zároveň zachovává přepracovatelská marže společnosti, EBITDA v absolutním vyjádření neklesá. Podle znalců tedy nižší EBITDA marže sama o sobě neimplikuje nižší hodnotu společnosti. S ohledem na mechanismus přenášení cen vstupů do cen výrobků a na údaj o EBITDA na kilogram produkce, je třeba dle znalců vyložit, že i po rozhodném dni zůstává údaj stabilní.
78. Další část výsledku se týkala růstu produkce. Bylo poukazováno na to, že znalci předpokládají výrazně nižší tempo růstu než společnost dosahovala historicky. Znalci vysvětlovali, že vysoký historický růst byl způsoben výstavbou nových výrobních kapacit, zejména v Egyptě a Jižní Africe. V budoucnu podle nich již obdobný rozsah expanze plánován nebyl, a proto nebylo možné mechanicky předpokládat pokračování stejného růstového trendu. Uvedli, že jejich model i nadále počítá s růstem produkce, avšak nikoliv tempem odpovídajícím období rozsáhlých investic do nových závodů.
79. **Zcela zásadním tématem byla přírážka za malou tržní kapitalizaci ve výši 3,21 %, kterou znalci zahrnuli do diskontní míry.** Uvedli, že tuto přírážku používají konzistentně ve všech obdobných oceněních a že její existence je podle nich podložena rozsáhlými statistickými studiemi společnosti Duff & Phelps. Tvrdili, že většina oceňovacích odborníků tuto přírážku používá a její vynechání považují za ekonomicky neodůvodněné. Současně připustili, že použitá data pocházejí z amerických kapitálových trhů. Na otázky, zda provedli samostatnou analýzu existence velikostního efektu přímo u akcií PFNonwovens nebo na českém trhu, odpověděli záporně. Vysvětlovali však, že velikost společnosti považují za objektivní ekonomický znak bez ohledu na konkrétní trh.
80. Znalci její použití obhajovali několika vzájemně propojenými argumenty. Základ jejich argumentace spočíval v tvrzení, že existence velikostního efektu je podle nich v oceňovací praxi obecně uznávaná. Na otázku, zda je jim známo, že část odborné veřejnosti existenci tohoto efektu zpochybňuje, odpověděli, že jejich znalecká kancelář používá velikostní přírážku standardně ve všech typech ocenění, nejen při vytěsnění akcionářů. Uvedli, že tento postup vychází z rozsáhlých statistik a analýz, které byly v minulosti publikovány organizací Ibbotson a později společností Duff & Phelps. Tyto databáze podle nich dlouhodobě prokazují, že menší společnosti dosahují vyšších požadovaných výnosností a současně vykazují vyšší rizikovost než společnosti velké. Z tohoto důvodu považovali velikostní přírážku za ekonomicky reálně existující jev.

Shodu s prvopisem potvrzuje Z. K.

81. Výslovně uvedli, že nemají za prokázané, že by velikostní efekt neexistoval. Pokud existují studie, které jej zpochybňují, považují je spíše za názory jednotlivých autorů, zatímco databáze, z nichž vycházejí oni, jsou podle jejich názoru rozsáhlé, dlouhodobé a statisticky podložené. Přírážku proto aplikují konzistentně a bez ohledu na konkrétní spor.
82. Významným argumentem bylo tvrzení, že velikost společnosti je podle nich objektivní ekonomickou vlastností podniku. Na přímý dotaz, zda je velikost společnosti objektivním faktorem, odpověděli jednoznačně kladně. Zdůrazňovali přitom, že nejde o faktor týkající se pouze minoritních akcionářů, nýbrž o charakteristiku celé společnosti. Podle nich se tedy velikostní přírážka nevztahuje ke konkrétnímu postavení vytěsňovaných akcionářů, ale k hodnotě oceňovaného obchodního závodu jako celku.
83. Ve výsledku zašli ještě dále a uvedli, že nepoužití velikostní přírážky by považovali za ekonomicky neodůvodněné. Na otázku, jak by ekonomicky hodnotili ocenění, v němž by přírážka za velikost nebyla použita, odpověděli, že by takové ocenění považovali za nesmyslné. Argumentovali tím, že naprostá většina znalců a odhadců podle jejich zkušeností velikostní přírážku používá.
84. Velká část dotazů se následně soustředila na samotnou hodnotu 3,21 %. Znalci vysvětlili, že toto číslo nebylo stanoveno vlastním výpočtem speciálně pro PFNonwovens. Bylo převzato z databázi Duff & Phelps na základě zařazení společnosti do příslušné velikostní kategorie. Uvedli, že oceňovaná společnost sice patří mezi významné hráče ve svém oboru, ale „z celosvětové optiky“ spadá podle své potenciální tržní kapitalizace do kategorie Micro Cap, konkrétně do devátého až desátého decilu, pro který uvedené statistické studie vykazují velikostní prémii právě ve výši 3,21 %.
85. Na opakované otázky, odkud přesně toto číslo pochází, znalci odpověděli, že jde o statisticky zjištěný údaj z databázi Duff & Phelps, založený na dlouhodobém sledování kapitálových trhů. Potvrdili přitom, že se jedná o data z amerických akciových trhů. Když byli tázáni, zda se akcie PFNonwovens na těchto trzích obchodovaly, uvedli, že nikoliv, ale podle jejich názoru to není podstatné, protože oceňování pracuje s analogií. Podle jejich pojetí není důležité, zda byla konkrétní společnost obchodována v USA, ale zda svou velikostí odpovídá skupině společností, u nichž byl velikostní efekt empiricky pozorován.
86. Značná pozornost byla věnována i námitce, že PFNonwovens byla podle vlastních zjištění znalců jedenáctou největší společností na světě ve svém oboru. Znalci na to reagovali tím, že investor má možnost investovat do jakékoliv společnosti na trhu, nikoliv pouze do společností ve stejném odvětví. Proto podle nich nelze velikost společnosti poměřovat pouze s přímými konkurenty. Rozhodující je celková tržní velikost společnosti ve vztahu ke všem investičním příležitostem na trhu. I významná společnost ve svém oboru může být současně malou společností z pohledu globálních kapitálových trhů.
87. Dalším opakujícím se argumentem bylo, že potenciální investor může pocházet odkudkoliv na světě. Tím znalci odůvodňovali, proč za relevantní považovali právě celosvětové statistiky a proč hovořili o „celosvětové optice“. Na námitku, že vytěsnění akcionáři byli převážně čeští investoři, reagovali tím, že hodnocení velikosti společnosti a nákladů kapitálu se podle jejich názoru nemá omezovat na české prostředí. Investor do akcií může být podle nich český i zahraniční, a proto je vhodné vycházet z globálních kapitálových trhů.
88. Znalci dále zdůrazňovali, že přírážka za malou tržní kapitalizaci není samostatnou izolovanou úvahou, ale součástí celého konstruktivního modelu a že není možné z něj jednotlivé složky vytrhávat. Když byli dotazováni na soulad mezi použitím velikostní přírážky a současně nízkými růstovými prognózami společnosti, odpověděli, že jde o dvě odlišné ekonomické veličiny. Podle nich je zcela možné, aby společnost vykazovala nízké tempo růstu a současně byla zatížena velikostní přírážkou, protože

přirážka reflektuje statisticky pozorovanou rizikovost menších firem, nikoli konkrétní projektované tempo růstu oceňované společnosti.

89. Celkově tedy znalci obhajovali použití přirážky 3,21 % čtyřmi hlavními tezemi: zaprvé jde podle nich o všeobecně používaný nástroj oceňovací praxe; zadruhé je opřen o dlouhodobé statistické studie Duff & Phelps; zatřetí velikost společnosti představuje objektivní ekonomickou charakteristiku podniku; a začtvrté investor posuzovaný při stanovení tržní hodnoty je globální investor, nikoliv pouze český minoritní akcionář. Na těchto východiscích znalci po celou dobu výsledku bez výjimky setrvali.
90. Několik dotazů směřovalo k volbě koeficientu beta a konstrukci diskontní míry. Znalci uvedli, že beta byla odvozena z dat devíti srovnatelných společností, které považovali za relevantní konkurenty působící ve stejném odvětví. Databázi profesora Damodarana pro stanovení bety nepoužili, protože měli k dispozici konkrétnější vzorek společností. Bezrizikovou sazbu přitom nestanovili jednou konstantní hodnotou, ale pro jednotlivé roky využili termínové sazby. Podle jejich názoru jde o přesnější přístup, protože lépe odpovídá jednotlivým budoucím peněžním tokům.
91. Ve výsledku rovněž vyšlo najevo, že některé předpoklady převzali od managementu společnosti a od zadavatele posudku. Týkalo se to zejména finančního plánu, investičních záměrů a fungování mechanismu přenosu cen polymerů. Znalci zdůrazňovali, že se nesnažili údaje pouze mechanicky převzít a že v některých případech prováděli citlivostní analýzy. Jako příklad uvedli investiční pobídky, kde testovali i variantu stoprocentního využití oproti čtyřicetiprocentnímu využití předpokládanému managementem, přičemž dospěli k závěru, že dopad na výslednou hodnotu akcie je zanedbatelný.
92. Na opakované otázky týkající se postavení společnosti v rámci koncernu, vlastnictví patentů, transferových cen nebo role společnosti PFNonwovens v celé skupině znalci odpovídali, že se těmito otázkami nezabývali. Podle jejich názoru nebyly součástí znaleckého úkolu. Zdůrazňovali, že oceňovali společnost na základě konsolidovaných účetních výkazů a soustředili se na ekonomické výsledky oceňované skupiny, nikoliv na vztahy mezi jednotlivými členy koncernu.
93. Dalším předmětem sporu byly pozemky a další případný neprovozní majetek. Znalci uvedli, že žádné samostatně ocenitelné neprovozní pozemky neidentifikovali a žádné pozemky proto neoceňovali odděleně od provozního majetku. Vycházeli přitom z informací poskytnutých společností. Někteří přítomní akcionáři naopak tvrdili, že společnost vlastní další pozemky a jiné nemovitosti, jejichž hodnota nebyla do ocenění zahrnuta. Znalci však trvali na tom, že podle jim dostupných informací byly pozemky součástí provozní činnosti společnosti nebo budoucích investičních plánů.
94. Celkově znalci během výsledku své závěry zásadním způsobem nezměnili. Ve všech hlavních bodech – zejména pokud jde o perpetuitní růst 0,75 %, použití přirážky za velikost společnosti, konstrukci diskontní míry, prognózy růstu a práci s podklady managementu – setrvali na správnosti svého postupu. Kritické otázky směřující proti jednotlivým parametrům ocenění odmítali s odkazem na standardní oceňovací praxi, konzistenci své metodiky a podrobné zdůvodnění obsažené ve znaleckém posudku.
95. **Znalec Ing. Petr Tůma, vystupující za znaleckou kancelář Apelen Valuation** (30. 9. 2025, čl. 938), vysvětlil, že jeho posudek byl vypracován za účelem posouzení přiměřenosti protiplateb při vytěsnění menšinových akcionářů společnosti PF Nonwovens. Uvedl, že ocenění provedl k datu 16. 3. 2021, přičemž za nevýznamný označil rozpor, zda má být použito datum 15. nebo 16. 3. 2021, protože podle jeho názoru by výsledek ocenění byl totožný. Základním metodickým východiskem jeho posudku bylo převzetí finančního plánu, který měl k dispozici hlavní akcionář a

Shodu s prvopisem potvrzuje Z. K.

který vycházel z informací známých k 30. 6. 2020. Tento plán respektoval bez jakýchkoliv úprav, protože chtěl zachovat konzistenci s podklady, z nichž hlavní akcionář vycházel při rozhodování o vytěsnění. Naopak ostatní parametry ocenění, zejména diskontní míru a její jednotlivé složky, aktualizoval k samotnému datu ocenění.

96. Podle znalce spočívá zásadní rozdíl mezi jeho posudkem a posudky společnosti Deloitte či CLA především ve stanovení diskontní míry. Zdůraznil, že jeho ocenění vedlo k hodnotě akcie přibližně dvojnásobné oproti výši protiplnění, a to právě proto, že použil výrazně nižší náklady vlastního kapitálu. Bezrizikovou úrokovou sazbu odvodil z výnosů českých státních dluhopisů, zatímco Deloitte použil německé státní dluhopisy. Dále kritizoval způsob, jakým Deloitte stanovil rizikovou prémii trhu, neboť podle něj šlo o nepřezkoumatelný expertní odhad. Významný rozdíl spatřoval i v rizikové prémii země. Zatímco Deloitte a CLA vycházely z váženého průměru rizik České republiky, Egypta a Jihoafrické republiky podle struktury tržeb společnosti, Tůma považoval za správné vycházet pouze z podmínek České republiky.
97. Za zcela klíčový spor označil otázku přiřázky za malou tržní kapitalizaci. Zatímco ostatní posudky i podklady hlavního akcionáře s touto přiřázkou pracovaly v rozsahu přibližně 3,6 až 3,7 %, jeho posudek ji neuplatnil vůbec. Tvrdil, že pro účely vytěsnění menšinových akcionářů taková přiřázka nemá opodstatnění, protože se historicky odvíjí od výzkumů zaměřených na obchodované akcie malých podniků a nelze ji automaticky přenášet na ocenění celé společnosti a následně na alikvotní hodnotu jejích akcií. Poukazoval rovněž na skutečnost, že PFNonwovens rozhodně nepovažuje za malou společnost, a to ani v českých podmínkách, ani v rámci svého oboru. Odkazoval přitom na odbornou literaturu a zejména na názory profesora Damodarana, který podle něj význam přiřázky za malou kapitalizaci rovněž zpochybňuje.
98. Tůma současně opakovaně zdůrazňoval, že finanční plán použitý pro ocenění byl mimořádně konzervativní. Podle jeho názoru předpokládal dlouhodobý reálný pokles hodnoty společnosti, velmi nízký růst tržeb a opatrný vývoj ziskovosti. Pokud jsou již samotné projekce takto konzervativní, nepovažoval za správné zatěžovat ocenění dalšími rizikovými přiřázkami v diskontní míře. Nízká diskontní míra proto podle něj nebyla chybou, ale logickým odrazem konzervativního finančního plánu a tehdejší úrovně úrokových sazeb.
99. V průběhu výlehu připustil drobnou chybu v použití koeficientu beta, kdy vycházel z údajů zveřejněných profesorem Damodaranem za leden 2020 místo ledna 2021. Uvedl však, že šlo o marginální rozdíl bez významného dopadu na výsledek ocenění. Obecně označil Damodaranovy databáze za jeden z nejrespektovanějších a nejčastěji používaných zdrojů v české oceňovací praxi.
100. Na dotazy týkající se aktuálnosti použitých dat vysvětloval, že vědomě nepoužil hospodářské výsledky za rok 2020 ani informace získané po 30. 6. 2020, protože chtěl zachovat návaznost na podklady, z nichž vycházel hlavní akcionář. Současně však připustil, že pokud by měl k dispozici aktuální údaje společnosti a byl by k tomu zadán dodatek posudku, mohl by ocenění aktualizovat. Zdůraznil, že jeho postup nepovažuje za nesprávný, protože podle něj mezi červnem 2020 a rozhodováním o vytěsnění nenastaly takové skutečnosti, které by hlavní akcionář při řádném výkonu svých povinností mohl ignorovat.
101. Znalec dále odmítl námitku, že odpovídal na právní otázky. Podle něj posuzoval čistě ekonomickou otázku výše spravedlivé hodnoty akcií a přiměřenosti protiplnění, nikoliv právní stránku věci. Rozlišoval přitom mezi tržní a spravedlivou hodnotou, přičemž zdůraznil, že jeho ocenění vychází ze spravedlivé hodnoty, která je širším pojmem než tržní hodnota a umožňuje zohlednit specifické okolnosti dané transakce.
102. Při výlehu rovněž připustil, že jeho posudek nemusí ve všech směrech odpovídat formálním požadavkům současné znalecké legislativy, zejména pokud jde o explicitní označení odborné

Shodu s prvopisem potvrzuje Z. K.

otázky a strukturu jednotlivých částí. Trval však na tom, že obsahově jsou všechny podstatné náležitosti v posudku obsaženy a že z něj jednoznačně vyplývá jak zadání, tak odpověď na položené otázky.

103. Celkově Ing. Tůma setrval na závěru, že hlavní příčinou rozdílů mezi jeho oceněním a ostatními posudky je přístup k diskontní míře, zejména odmítnutí přírážky za malou tržní kapitalizaci a odlišné stanovení rizikové premie země. Uvedl, že jeho posudek dospěl ke spravedlivé hodnotě akcie PF Nonwovens ve výši 1 415 Kč a že tento závěr považuje za odborně správný a obhajitelný.
104. **Ve vztahu k přírážce za velikost (malou tržní kapitalizaci)** zaujal Ing. Tůma jednoznačné a konzistentní stanovisko, že v projednávaném případě nemá být použita vůbec. Zdůraznil, že právě tento parametr představuje nejvýznamnější rozdíl mezi jeho oceněním a posudky Deloitte a CLA. Podle jeho názoru je přírážka za velikost hlavním důvodem, proč ostatní posudky dospěly k výrazně vyšší diskontní míře a následně k nižší hodnotě akcie. Uvedl dokonce, že přibližně 90 % rozdílu mezi jeho diskontní mírou a diskontní mírou použitou Deloittem lze vysvětlit právě aplikací této přírážky.
105. Znalec vysvětloval, že koncept přírážky za velikost vychází z historických studií kapitálových trhů, které sledovaly výnosnost akcií menších společností. Tyto studie podle něj ukazovaly, že malé podniky dosahovaly vyšších výnosů, což mělo odrážet vyšší rizikovost jejich podnikání. Podle Tůmy však tento koncept nelze automaticky přenášet do ocenění společnosti pro účely vytěsnění menšinových akcionářů. V řízení o squeeze-outu se totiž podle něj nezjišťuje hodnota obchodované minoritní akcie na kapitálovém trhu, ale alikvotní podíl na hodnotě celé společnosti. Přírážka, která vznikla pro potřeby oceňování obchodovaných akcií, proto podle jeho názoru nemá při stanovení spravedlivé hodnoty pro vytěsnění akcionářů své místo.
106. Dalším podstatným argumentem bylo, že společnost PFNonwovens nepovažuje za malou společnost ani z ekonomického hlediska. Uváděl, že hodnota společnosti se pohybovala kolem 12 mld. Kč a že šlo o významného hráče ve svém oboru. I pokud by podle něj bylo obecně možné o velikostní přírážce uvažovat, musela by být odvozena z podmínek relevantního trhu a nikoliv z amerických statistik a databází, na nichž stojí většina studií o velikostním efektu. V českých podmínkách by PF Nonwovens mezi malé podniky podle jeho názoru zjevně nepatřila.
107. Tůma rovněž zdůrazňoval, že finanční plán použitý pro ocenění byl mimořádně konzervativní. Předpokládal velmi nízký růst, respektive reálný pokles hodnoty společnosti v budoucnosti. Jestliže jsou již samotné projekce hospodaření nastaveny opatrně a obsahují v sobě pesimistické očekávání budoucího vývoje, nepovažoval za správné přidávat do diskontní míry další rizikové přírážky. Podle jeho názoru by tím docházelo k dvojímu zohlednění rizika – jednou v konzervativním finančním plánu a podruhé v diskontní míře.
108. Na podporu svého názoru odkazoval především na profesora Aswatha Damodarana, jehož odborné práce a databáze při oceňování použil. Uvedl, že Damodaran se k velikostní premii staví kriticky a považuje ji spíše za statistický než ekonomický jev. Současně tvrdil, že i některé české odborné autority připouštějí, že pro účely squeeze-outu není použití velikostní přírážky vhodné.
109. Celkově tedy Ing. Tůma zastával názor, že přírážka za velikost má být v případě PFNonwovens nulová. Nešlo přitom pouze o spor o její výši, ale o spor principiální. Zatímco Deloitte vycházel z předpokladu, že velikostní přírážka je standardní součástí stanovení nákladů vlastního kapitálu, Tůma tvrdil, že pro ocenění společnosti při vytěsnění akcionářů je její použití metodicky nesprávné. Právě na tomto bodě označil rozpor mezi posudky za nejzásadnější.
110. **Z výsledku znaleců Deloitte (R. F. a P. Č. (30. 9. 2025, čl. 938), soud zjistil, že výpověď byla ve značné míře vedena jako odborná oponentura posudku Ing. Tůmy. Stěžejním tématem celého jejich výsledku byla otázka přiměřenosti použité diskontní míry a zejména oprávněnost aplikace Shodu s prvopisem potvrzuje Z. K.**

velikostní přírážky. Právě v této otázce se jejich stanovisko od stanoviska Ing. Tůmy zásadně lišilo.

111. Znalci Deloitte především vytýkali posudku Apelen, že byl založen na informacích, které byly podle jejich názoru již v době ocenění zastaralé. Upozorňovali, že ocenění mělo být provedeno ke dni 16. 3. 2021, a měly proto být použity všechny relevantní informace známé k tomuto datu. Kritizovali skutečnost, že Ing. Tůma vycházel z finančního plánu a dalších údajů vztahujících se převážně ke stavu k 30. 6. 2020 a neověřoval, zda se situace společnosti do března 2021 významně nezměnila. Podle jejich názoru je základním principem ocenění zachycení ekonomické reality k oceňovanému datu, a použití starších dat proto vede ke snížení spolehlivosti výsledku.
112. **Největší prostor však výslech věnoval velikostní přírážce.** Zatímco Ing. Tůma zastával názor, že pro účely vytěsnění minoritních akcionářů nemá velikostní přírážka vůbec místo a musí být nulová, znalci Deloitte tento přístup kategoricky odmítali. Podle jejich názoru je velikostní přírážka standardní a dlouhodobě uznávanou součástí stanovení nákladů vlastního kapitálu a nelze ji odstraňovat pouze proto, že se ocenění provádí pro potřeby squeeze-outu. Opakovaně zdůrazňovali, že otázka velikostní přírážky nesouvisí s účelem ocenění, ale s rizikovostí společnosti jako investice. Pokud empirické výzkumy prokazují, že investoři požadují u společností určité velikosti vyšší výnos, musí se tento požadavek promítnout i do diskontní míry bez ohledu na to, zda jde o ocenění pro převod podílu, fúzi nebo vytěsnění akcionářů.
113. Znalci Deloitte poukazovali na rozsáhlou odbornou literaturu a databázové studie, zejména publikace Duff & Phelps, které podle nich velikostní efekt dlouhodobě potvrzují. Vysvětlovali, že velikostní přírážka není přírážkou za nízkou likviditu ani za neobchodovatelnost akcií, ale odráží statisticky doloženou skutečnost, že menší společnosti dosahují dlouhodobě vyšších požadovaných výnosů investorů. Zdůrazňovali přitom, že mezi likviditou a velikostní přírážkou nelze zaměňovat korelační a příčinný vztah. Podle nich tedy nelze odmítnout velikostní prémii pouze s odůvodněním, že se oceňuje alikvotní podíl na celém podniku a nikoliv samostatně obchodovaná akcie.
114. Deloitte dále nesouhlasil ani s argumentem Ing. Tůmy, že PFNonwovens je příliš velkou společností na to, aby se na ni velikostní přírážka vztahovala. Podle znalců je nutné velikost posuzovat v mezinárodním kontextu kapitálových trhů, nikoliv pouze z pohledu českého prostředí. I podnik s hodnotou v řádu miliard korun může být z globálního pohledu zařazen do kategorií, u nichž empirické studie velikostní efekt potvrzují. Znalci proto považovali použití velikostní přírážky na úrovni přibližně 3,75 % za metodicky správné a odpovídající běžné oceňovací praxi.
115. Právě velikostní přírážka pak podle nich vysvětlovala značnou část rozdílu mezi diskontní mírou použitou v posudku Apelen a diskontní mírou použitou v jejich revizním posudku. Upozorňovali, že Tůmova diskontní míra kolem 5,5 % je mimořádně nízká a neodpovídá charakteru podnikání společnosti PF Nonwovens, která působila na vysoce konkurenčním trhu, čelila technologickým i obchodním rizikům a neměla postavení obdobné regulovaným monopolům. Podle jejich názoru tak nízká diskontní míra vede k nadhodnocení společnosti a výsledná hodnota akcie je ekonomicky obtížně obhajitelná.
116. Další část výsledku byla věnována použitým zdrojům dat. Znalci Deloitte kritizovali závislost Tůmova posudku na databázích profesora Damodarana. Ačkoliv uznávali jeho odbornou autoritu, zdůrazňovali, že jde o databázi sestavovanou jedním akademikem a že na trhu existují profesionální komerční databáze, jako například Refinitiv, Bloomberg nebo Capital IQ, které poskytují aktuálnější a systematictější ověřovaná data. Podle jejich názoru měl být při ocenění společnosti takového významu preferován právě tento typ profesionálních databází.
117. Značnou pozornost věnovali také samotné metodice ocenění. Uváděli, že posudek Apelen použil pouze výnosovou metodu DCF a neprovedl kontrolu výsledku pomocí tržních násobků nebo jiné

Shodu s prvopisem potvrzuje Z. K.

doplňkové metody. To považovali za závažný nedostatek. Podle znalců Deloitte je právě ověření výsledku alternativní metodou jedním z prostředků, jak snížit subjektivitu ocenění. Poukazovali na to, že výsledky Tůmova posudku vedly k implikovaným násobkům EBITDA výrazně převyšujícím násobky běžně pozorované na trhu u srovnatelných společností, což podle nich svědčí o nadhodnocení společnosti.

118. V závěrečné části výsledku znalci Deloitte shrnuli, že hlavní nedostatky posudku Apelen spatřují v použití neaktuálních vstupních údajů, v absenci kontrolních oceňovacích metod a zejména v odmítnutí velikostní přírážky. Z jejich pohledu je velikostní přírážka legitimní a odborně podloženou součástí stanovení nákladů vlastního kapitálu a její vypuštění vede k nepřiměřenému snížení diskontní míry. Na rozdíl od Ing. Tůmy proto zastávali názor, že právě aplikace velikostní přírážky představuje nezbytný předpoklad realistického zachycení rizikovosti společnosti PFNonwovens a správného určení hodnoty jejích akcií. Celý spor mezi znalci se tak v podstatě soustředil na otázku, zda má být velikostní přírážka považována za standardní součást ocenění i při vytěsnění akcionářů, nebo zda má být v těchto případech zcela vyloučena.
119. Další důkazy soud neprováděl, a pokud je provedl, tak je již nehodnotil, a to z důvodu hospodárnosti řízení, když všechny skutečnosti potřebné pro rozhodnutí soud zjistil z provedených a hodnocených důkazů. Zjištěný skutkový stav byl pro posouzení nároku dostačující. Důkazy, které soud zamítl, nebyly s to objasnit skutkový stav, provedené důkazy byly dostačující.
120. Soud neprovedl důkaz návrhem vypracování revizního znaleckého posudku, neboť, jak uvedeno v právním hodnocení níže, znalecký posudek předložený žalovanou obstál a byl vysvětlen. Návrhům na vyžádání dalších dokumentů vztahujícím se k dobrovolné nabídce z roku 2017 soud nevyhověl, neboť byly již z hlediska času pro rozhodování soudu nerelevantní a posouzení soudu se vztahovalo k ohodnocení z roku 2021. Návrhům na vyžádání si seznamu akcionářů soud nevyhověl, neboť tato otázka již nebyla sporná. Navržený posudek k otázce kurzotvornosti ceny akcií na českém burzovním trhu soud neprováděl, neboť věc z tohoto hlediska následně neposuzoval.

Skutkový stav

121. Po provedeném dokazování dospěl soud k následujícímu závěru o skutkovém stavu.

K prémiové ceně

122. Z provedených důkazů soud zjistil, že žalovaná společnost PFNonwovens Holding s.r.o. byla již před realizací vytěsnění dominantním akcionářem společnosti PFNonwovens a.s. Ke dni 31. 12. 2019 vlastnila podle výpisu z portfoliového účtu vedeného Českou spořitelnou 7 882 990 kusů akcií PFNonwovens a.s. a současně držela dalších 3 907 kusů akcií prostřednictvím obchodního účtu vedeného u Fio banky. Celkově tak vlastnila nejméně 7 886 897 kusů akcií společnosti PFNonwovens a.s. z celkového počtu 8 763 859 emitovaných akcií.
123. V průběhu roku 2020 pokračovala společnost PFNonwovens Holding s.r.o. v nabývání zbývajících akcií společnosti PFNonwovens a.s. Dne 17. 6. 2020 nakoupila společnost RXXXG a.s., náležející do stejného majetkového okruhu, na veřejném trhu 600 akcií PFNonwovens a.s. za cenu 719,1267 Kč za akcii, přičemž celkový objem obchodu činil 431 476,02 Kč. Následně byly tyto akcie dne 7. 9. 2020 převedeny na společnost PFNonwovens Holding s.r.o. za vypořádací částku 431 700 Kč, tedy za cenu odpovídající přibližně 719,50 Kč za jednu akcii.

K dobrovolné nabídce

124. Dne 25. 8. 2017 společnost RxxxN Czech s.r.o. učinila dobrovolnou, neomezenou a bezpodmínečnou nabídku převzetí všech akcií společnosti PXXX XXXS S.A. za cenu 1 010 Kč za jednu akcii.

Shodu s prvopisem potvrzuje Z. K.

Nucený přechod vlastnického práva

125. Soud zjistil, že společnost PFNonwovens a.s., IČO 06711537, byla v rozhodné době akciovou společností, jejíž akcie byly přijaty k obchodování na evropských regulovaných trzích organizovaných společnostmi Burza cenných papírů Praha, a.s., a RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů a.s. Žalovaná PFNonwovens Holding s.r.o. byla hlavním akcionářem této společnosti ve smyslu § 375 a násl. zákona o obchodních korporacích.
126. Dne 4. 9. 2020 oznámila žalovaná společnosti PFNonwovens a.s. svůj záměr realizovat nucený přechod účastnických cenných papírů na hlavního akcionáře. Následně společnost PFNonwovens a.s. dne 7. 9. 2020 zveřejnila oznámení o zahájení procesu vytěsnění hlavním akcionářem.
127. Dne 9. 9. 2020 podala žalovaná České národní bance žádost o udělení souhlasu s přijetím usnesení valné hromady o přechodu všech ostatních účastnických cenných papírů společnosti na hlavního akcionáře. Součástí žádosti bylo zdůvodnění výše protiplnění poskytovaného vytěsňovaným akcionářům.
128. V rámci podkladů předložených České národní bance žalovaná uvedla, že průměrná cena akcií společnosti dosažená na regulovaných trzích v rozhodném referenčním období činila 625,99 Kč za akcii. Dále uvedla cenu 719,50 Kč za akcii jako nejvyšší cenu, za kterou v období dvanácti měsíců před podáním žádosti nabyly akcie společnosti, a podpůrně též vlastní odhad hodnoty akcie ve výši přibližně 670 Kč za akcii. Výše protiplnění byla navržena částkou 719,50 Kč za jednu akcii.
129. Rozhodnutím České národní banky č. j. 2020/130962/CNB/570 ze dne 22. 10. 2020 byl žalované udělen souhlas podle § 391 zákona o obchodních korporacích k přijetí rozhodnutí valné hromady o přechodu všech ostatních účastnických cenných papírů společnosti PFNonwovens a.s. na hlavního akcionáře.
130. Valná hromada společnosti PFNonwovens a.s. dne 11. 2. 2021 přijala usnesení o přechodu všech účastnických cenných papírů společnosti vlastněných ostatními akcionáři na žalovanou jako hlavního akcionáře. Současně bylo určeno protiplnění ve výši 719,50 Kč za jednu akcii.
131. Usnesení valné hromady bylo zapsáno do obchodního rejstříku dne 15. 2. 2021 a zveřejněno dne 16. 2. 2021. Vlastnické právo k akciím ostatních akcionářů přešlo na hlavního akcionáře uplynutím jednoho měsíce ode dne zveřejnění zápisu usnesení valné hromady v obchodním rejstříku, tedy dne 15. 3. 2021, resp. podle tvrzení žalobců dne 16. 3. 2021. Mezi účastníky není sporu o tom, že v důsledku realizace squeeze-outu přešly akcie žalobců na žalovanou a že žalobcům bylo vyplaceno protiplnění ve výši 719,50 Kč za každou akcii.

Právní posouzení

132. Po zjištění skutkového stavu dospěl soud k nedůvodnosti žalobního nároku, vycházel přitom z následujícího.
133. Podle § 376 odst. 1 ZOK vlastníci účastnických cenných papírů mají právo na přiměřené protiplnění v penězích, jehož výši určí valná hromada. Hlavní akcionář doloží přiměřenost protiplnění znaleckým posudkem nebo jej odůvodní podle § 391 odst. 1. Posudek nesmí být ke dni doručení žádosti podle § 375 starší než 3 měsíce.
134. Podle § 376 odst. 2 ZOK společně se žádostí podle § 375 doručí hlavní akcionář společnosti zdůvodnění výše protiplnění nebo znalecký posudek a rozhodnutí České národní banky podle § 391, vyžaduje-li se.
135. Podle § 384 odst. 1 ZOK představenstvo podá bez zbytečného odkladu po přijetí usnesení valné hromady návrh na jeho zápis do obchodního rejstříku. Současně usnesení valné hromady a závěry znaleckého posudku, je-li vyžadován, uveřejní způsobem určeným tímto zákonem a stanovami pro

Shodu s prvopisem potvrzuje Z. K.

svolání valné hromady společnosti a uloží veřejnou listinu v sídle společnosti k nahlédnutí; upozornění na toto uložení se v uveřejněném oznámení rovněž uvede.

136. Podle § 384 odst. 2 ZOK nevyžaduje-li se znalecký posudek, uveřejní společnost způsobem podle odstavce 1 zdůvodnění výše protiplnění a souhlas České národní banky podle § 391, je-li požadován.
137. Podle § 385 odst. 1 ZOK, uplynutím 1 měsíce od zveřejnění zápisu usnesení do obchodního rejstříku podle § 384 přechází vlastnické právo k účastnickým cenným papírům společnosti na hlavního akcionáře.
138. Podle 390 odst. 1 ZOK, vlastníci účastnických cenných papírů se mohou od splatnosti protiplnění domáhat po hlavním akcionáři práva na dorovnání, není-li poskytnuté protiplnění přiměřené hodnotě účastnických cenných papírů ke dni přechodu vlastnického práva na hlavního akcionáře; toto právo zaniká, není-li žádným vlastníkem účastnických cenných papírů uplatněno u hlavního akcionáře do 3 měsíců ode dne zveřejnění zápisu usnesení valné hromady podle § 384 v obchodním rejstříku.
139. Podle 390 odst. 2 ZOK hlavní akcionář oznámí bez zbytečného odkladu den uplatnění práva podle odstavce 1 způsobem stanoveným pro svolání valné hromady. Promlčecí doba běží ode dne, kdy hlavní akcionář splní oznamovací povinnost.
140. Podle § 391 odst. 1 ZOK k přijetí rozhodnutí valné hromady o přechodu všech ostatních účastnických cenných papírů společnosti, jejíž účastnické papíry jsou přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu, na hlavního akcionáře se vyžaduje zdůvodnění výše protiplnění hlavním akcionářem a předchozí souhlas České národní banky.
141. Podle § 391 odst. 2 ZOK Česká národní banka posuzuje pouze, zda navrhovatel řádně zdůvodnil navrhovanou výši protiplnění.
142. Podle § 391 odst. 3 ZOK Česká národní banka vydá rozhodnutí do 15 pracovních dnů od doručení žádosti; tuto lhůtu může prodloužit, nejvýše však o 15 pracovních dnů.
143. Podle § 392 ZOK jsou-li účastnické cenné papíry společnosti přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu, znalecký posudek podle § 376 odst. 1 se nevyžaduje.
144. Podle § 393 odst. 1 ZOK nabyli-li hlavní akcionář akcie podle § 375 v důsledku povinné nabídky převzetí, platí, že protiplnění podle takové povinné nabídky převzetí je protiplněním přiměřeným.
145. Žalobci se žalobami domáhali po žalované, jako hlavním akcionáři, na níž přešlo vlastnické právo ke všem akciím, práva na dorovnání, neboť měli za to, že protiplnění nebylo přiměřené hodnotě účastnických cenných papírů ke dni přechodu vlastnického práva na žalovanou.
146. Žalovaná nejdříve zpochybnila aktivní věcnou legitimaci některých z žalobců, tedy namítala, že není zcela prokázáno, že někteří z nich nejsou oprávněni domáhat se přezkoumání přiměřenosti protiplnění, které slouží výhradně akcionářům. V průběhu řízení však již žalovaná aktivní legitimaci žalobců přestala zpochybňovat. Soud se s ohledem na dovozenou nedůvodnost žalob z důvodů níže uvedených nezabýval aktivní věcnou legitimací těch z žalobců, u nichž byla žalovanou zpochybněna, žalovaná nezpochybnila aktivní věcnou legitimaci všech žalobců. Aktivní legitimace některých z žalobců nebyla žalovanou zpochybněna, proto je aktivní legitimace některých z žalobců dána.
147. U žalované bylo včas uplatněno, že právo na dorovnání protiplnění není přiměřené, lhůta je proto zachována (§ 390 odst. 1 ZOK). Toto nebylo mezi stranami rozporováno.
148. Předmětem řízení bylo posouzení, zda protiplnění poskytnuté při vytěsnění menšinových akcionářů společnosti PFNonwovens odpovídalo spravedlivé hodnotě jejich akcií. Soud vyšel z Shodu s prvopisem potvrzuje Z. K.

toho, že smyslem soudního přezkumu podle § 390 a § 391 zákona o obchodních korporacích není nalézt jedinou „správnou“ ekonomickou hodnotu společnosti, ale posoudit, zda bylo poskytnuto přiměřené, resp. spravedlivé protiplnění.

149. Soud především konstatuje, že spravedlivá hodnota akcie může být v teorii i praxi dovozována různými metodami. Může být zjišťována na základě hodnoty samotné společnosti, zejména výnosovými metodami, stejně jako může být odvozována z fungování kapitálového trhu a tržního kurzu akcií. V projednávané věci se soud přiklonil primárně k metodě vycházející z hodnoty společnosti, neboť právě touto metodikou jsou zpracovávány znalecké posudky v obdobných věcech. Soud tak navazuje na dosavadní praxi, což činí rozhodnutí soudu a postup předvídatelným a konzistentním vůči ostatním vlastníkům jiných společností ve sporech tohoto typu.
150. Podle názoru soudu, však nelze vyloučit, že při dalším prokazování kurzorvornosti ceny na českém trhu, může být hodnota stanovena na základě tohoto tržního posouzení. Neboť právě tržní situace, vycházející z reálného střetu a jednání mezi kupujícími a prodávajícími, může přesně posoudit výši oprávněného plnění.
151. V dané věci při předložení rozsáhlých podkladů pro rozhodnutí soud nepovažoval za potřebné podrobně hodnotit alternativní argumentaci založenou na burzovním kurzu akcií. Již závěry vyplývající z ocenění společnosti totiž vedly k závěru o nedůvodnosti žalob. Pokud tedy žalovaný prokázal přiměřenost protiplnění prostřednictvím ocenění společnosti, nebylo hospodárné ani potřebné zabývat se dalšími metodami ocenění, které měly sloužit toliko jako podpůrná argumentace ve prospěch téhož závěru. Takový postup odpovídá zásadě hospodárnosti a rychlosti řízení zakotvené v § 6 o. s. ř. Konkrétně žalovaný prokázal, že na základě znaleckého hodnocení, by nebylo výsledné plnění vyšší než akcionářům uhrazená prémiová cena.
152. Soud dále zdůrazňuje, že právní předpisy neukládají povinnost vždy a v každém řízení o přezkoumání protiplnění vyhotovovat nový soudem ustanovený znalecký posudek, natož automaticky zadávat posudek revizní. Povinnost soudu hodnotit důkazy podle § 132 o. s. ř. se vztahuje i na znalecké posudky předložené účastníky řízení. Jestliže je předložený znalecký posudek úplný, logický, přezkoumatelný a poskytuje dostatečný podklad pro rozhodnutí, není bez dalšího důvodu nahrazovat jej dalším znaleckým dokazováním. Revizní znalecký posudek přichází v úvahu zejména tehdy, jestliže existují závažné a neodstranitelné rozpory mezi odbornými závěry, které soud není schopen vlastní úvahou vyhodnotit (§ 127 odst. 3 o. s. ř.).
153. Taková situace však v projednávané věci nenastala. Žalovaný předložil znalecký podklad, z něhož vyplývala přiměřenost protiplnění. Následně byly jeho závěry potvrzeny dalším znaleckým posudkem, který se s použitou metodikou i výsledkem vypořádal a nezjistil vady způsobilé závěr o přiměřenosti protiplnění zpochybnit. Naopak posudek předložený žalobci nevedl soud k závěru, že by ocenění žalovaného bylo nesprávné.
154. Soud přitom nepřehlédl, že mezi znalci existovaly významné odborné spory, zejména ohledně konstrukce diskontní míry, použití přírážky za velikost, rizikové prémie země či volby některých vstupních parametrů. Tyto rozdíly však samy o sobě neprokazují nesprávnost posudku žalovaného. V průběhu dokazování vyšlo najevo, že podstatná část rozdílů mezi výsledky jednotlivých ocenění nevychází z odlišných skutkových zjištění, ale z rozdílných odborných názorů na oceňovací metodiku. Samotná existence alternativního odborného názoru však ještě neznamená, že závěry posudku žalovaného jsou nesprávné nebo nepoužitelné (srov. k tomu usnesení Nejvyššího soudu ze dne 17.3.2016, sp. zn. 29 Cdo 4153/2015).
155. Rozhodující je, že žalovaný unesl své důkazní břemeno (§ 4 odst. 2 ZOK). Předloženými znaleckými podklady, které představují plnohodnotné důkazní prostředky ve smyslu § 127a o. s. ř., prokázal, že výše protiplnění odpovídala spravedlivé hodnotě akcií. Posudek předložený žalobci

sice formuloval odlišné závěry, avšak nevyvrátil přesvědčivě správnost závěrů posudků, o něž opíral svou obranu žalovaný. Soud neshledal, že by žalobci předložili takové odborné argumenty, které by vedly k závěru o věcné nesprávnosti ocenění, z něhož žalovaný vycházel.

156. Procesní situace se tak ustálila tak, že žalovaný nejenže předložil znalecký podklad osvědčující přiměřenost protiplnění, ale závěry tohoto podkladu byly v podstatných rysech potvrzeny i dalším odborným posouzením (znalce Deloitte). Za této důkazní situace neměl soud důvod přistupovat k dalšímu znaleckému dokazování, zejména k ustanovení dalšího znalce nebo zadání revizního znaleckého posudku podle § 127 odst. 3 o. s. ř.
157. Podstatou projednávané věci byl spor mezi žalobci a žalovaným o to, zda při stanovení spravedlivé hodnoty akcií společnosti PFNonwovens lze v rámci znaleckého ocenění zohlednit velikostní přírážku. Její aplikace vede ke zvýšení diskontní míry a tím ke snížení výsledné hodnoty společnosti, respektive hodnoty akcií. Velikostní přírážka vychází z předpokladu, že menší společnosti mohou nést vyšší investiční riziko než společnosti větší, což se může projevit v ocenění podniku. Zda je však namístě ji v konkrétním případě použít, bylo mezi znalci předmětem odborného sporu.
158. Ostatní rozpory mezi jednotlivými znaleckými závěry se týkaly především odborných oceňovacích postupů, použití určitých vstupních parametrů a metodických přístupů. Soud přitom vychází z toho, že při ocenění podniku zpravidla neexistuje jedna jediná objektivně správná hodnota, k níž by musel každý znalec nutně dospět. Výsledek ocenění je totiž založen na ekonomických předpokladech a odhadech budoucího vývoje společnosti, nikoliv na prosté aplikaci předem daných a jednoznačných historických údajů. Samotná existence rozdílných odborných názorů proto ještě neznamená nesprávnost některého z posudků.
159. Soud nezjistil, že by dílčí vstupy, parametry nebo oceňovací postupy použité znalci na straně žalovaného byly natolik věcně nesprávné, rozporné, nepřezkoumatelné či metodicky vadné, aby jejich závěry nebylo možné použít jako podklad pro rozhodnutí. Jednotlivé rozdíly mezi znalci představovaly převážně odlišné odborné úsudky v rámci obecně uznávaných oceňovacích metod, nikoliv zjevné odborné chyby vylučující použitelnost daného ocenění.
160. K použití velikostní přírážky uvádí usnesení Vrchního soudu v Praze ze dne 12. 11. 2024, sp. zn. 14 Cmo 81/2024: *„Použití této přírážky není v rozporu ani s dalším požadavkem ustálené soudní praxe, dle něhož právo domáhat se přezkoumání přiměřenosti protiplnění soudem má zabezpečit, aby protiplnění poskytované hlavním akcionářem odpovídalo hodnotě účastnických cenných papírů, jejichž vlastnictví hlavní akcionář v důsledku nuceného přechodu nabude tak, aby hodnota investice vlastněné minoritním akcionářem zůstala zachována (srov. např. usnesení NS z 11. 3. 2020, sp. zn. 27 Cdo 1516/2019, nebo z 20. 11. 2019, sp. zn. 27 Cdo 4444/2017). To ale neznamená, že akcionáři náleží nejvyšší zjištěná cena, resp. je namístě se matematicky přiklonit k nejvyšší hodnotě (srov. např. usnesení NS z 31. 8. 2021, sp. zn. 27 Cdo 3185/2020). Vyjádřeno jinými slovy, smyslem a účelem právní úpravy přiměřeného protiplnění je zajistit, že menšinovým akcionářům bude plně nabržena hodnota jejich investice, nikoliv umožnit jim získat na úkor hlavního akcionáře plnění, jež vyšší již nelze ekonomicky odůvodnit (tedy plnění, jež výrazně přesahuje hodnotu jejich investice představované účastnickými cennými papíry, o kterou byli v důsledku realizace práva hlavního akcionáře připraveni).“*
161. Dále lze odkázat na rozsudek Vrchního soudu v Praze ze dne 2. 5. 2022, č. j. 14 Cmo 26/2021-212, dle kterého nelze bez dalšího vyloučit použití této přírážky při stanovení nákladů vlastního kapitálu, je však nutné její použití konkrétně odůvodnit a objasnit její dopad na výši ocenění.
162. V projednávané věci soud již ve zjištěných skutečnostech shora, a dále následně rozvádí, že má za podložený a důvodný postup znalce, který velikostní přírážku užívá, a to v míře vycházející z odborných celosvětových statistik známých a užívaných. Soud má za prokázané posouzení, že velikost společností zahrnuje i riziko, které velikostní přírážka vyjadřuje. Velikost společností lze

zohlednit celosvětově, jak z hlediska investora, který může celosvětově investovat, tak z hlediska konkrétní společnosti, která působí na mezinárodním trhu.

163. Znalecký posudek společnosti CLA Appraisal (předložený žalovaným, který měl procesní povinnost tvrzení a důkazu) zohledňuje při stanovení hodnoty společnosti PFNonwovens a.s. tzv. přírážku za velikost společnosti (small-cap premium). Tato přírážka je zahrnuta v rámci výpočtu nákladů vlastního kapitálu metodou CAPM a představuje dodatečný výnos požadovaný investory za držbu akcií společnosti s nižší tržní kapitalizací oproti velkým veřejně obchodovaným podnikům. Znalec vyšel z předpokladu, že investice do menších společností je spojena s vyšší mírou rizika a nižší likviditou, a proto investoři požadují vyšší výnosnost, než jaká by odpovídala samotné bezrizikové sazbě, tržní rizikové premii a koeficientu beta.
164. V modelu CAPM znalec použil samostatnou položku označenou jako „Úprava o premii za malou tržní kapitalizaci“, jejíž hodnota činí 3,21 %. Tato hodnota byla po celé prognózované období připočítávána k ostatním složkám nákladů vlastního kapitálu. Současně znalec nestanovil žádnou další přírážku za specifická rizika společnosti, neboť položka „Přírážka za specifická rizika“ byla stanovena ve výši 0 %. Vyšší požadovaná výnosnost vlastního kapitálu tedy nebyla odvozována od individuálních rizik PFNonwovens a.s., nýbrž mimo jiné právě od její velikosti ve srovnání s velkými mezinárodními společnostmi použitými jako referenční vzorek.
165. Použití přírážky za velikost mělo přímý dopad na výši nákladů vlastního kapitálu. Znalec stanovil náklady vlastního kapitálu k datu ocenění ve výši 9,75 % a v terminální fázi ocenění ve výši 10,59 %. Tyto hodnoty následně vstupovaly do výpočtu vážených průměrných nákladů kapitálu (WACC), které představují diskontní sazbu použitou pro přepočet budoucích peněžních toků na současnou hodnotu. Vyšší přírážka za velikost proto vedla k vyšším nákladům vlastního kapitálu, vyšší diskontní sazbě a následně k nižší výsledné hodnotě podniku stanovené výnosovou metodou DCF.
166. Otázka velikosti společnosti se promítla rovněž do ocenění provedeného porovnávací metodou kapitálových trhů. Při porovnání PFNonwovens a.s. se souborem veřejně obchodovaných zahraničních společností znalec zjistil rozdíl mezi náklady vlastního kapitálu posuzované společnosti a náklady vlastního kapitálu srovnatelných podniků. Pro PFNonwovens a.s. byla stanovena výše nákladů vlastního kapitálu 10,59 %, zatímco u srovnatelných společností 8,81 %. Na základě tohoto rozdílu znalec dospěl k závěru, že ocenění získané z tržních násobků je nutno upravit z důvodu menší velikosti oceňované společnosti. V posudku je uveden „dosažený poměr“ ve výši 84,3 % a z něj vyplývající „provedená úprava za velikost“ ve výši 15,7 %. Tato korekce byla použita při aplikaci tržních násobků na ocenění PFNonwovens a.s.
167. Z posudku tedy vyplývá, že znalec považoval velikost společnosti za významný faktor ovlivňující její hodnotu. Tento faktor zohlednil jednak nepřímou prostřednictvím navýšení nákladů vlastního kapitálu o přírážku za malou tržní kapitalizaci ve výši 3,21 %, jednak přímo při ocenění metodou kapitálových trhů prostřednictvím korekce tržních násobků o 15,7 %. Oba tyto postupy vedou ke snížení výsledné hodnoty společnosti oproti situaci, kdy by byla oceňována jako podnik s velikostí a tržní kapitalizací srovnatelnou s největšími veřejně obchodovanými společnostmi použitými v referenčním vzorku.
168. Oproti tomu znalecký posudek Apelen se podrobně zabývá otázkou přírážky za velikost (prémie za malou tržní kapitalizaci), kterou hlavní akcionář při stanovení nákladů vlastního kapitálu zohlednil ve výši 3,2 % podle metodiky Duff & Phelps. Znalec však tento postup odmítl s tím, že v případě společnosti PFNonwovens a.s. a zejména pro účely stanovení přiměřeného protiplnění při vytěsnění menšinových akcionářů není aplikace takové přírážky odůvodněná. Podle posudku se velikostní efekt, na němž je existence této přírážky založena, projevuje nanejvýš u velmi malých společností s nízkou tržní hodnotou, nikoliv u společnosti velikosti PFNonwovens a.s., jejíž hodnota se pohybovala v řádu desítek miliard korun.

Shodu s prvopisem potvrzuje Z. K.

169. Znalec poukázal na řadu odborných studií, podle nichž se velikostní efekt v průběhu času významně oslabil nebo zcela vymizel, přičemž jeho případný výskyt byl zaznamenán pouze u nejmenších společností. Posudek dále odkazuje na odbornou literaturu, zejména na práce profesora Damodarana, podle nichž je automatické přičítání velikostní prémie problematické, neboť jde spíše o statistický než ekonomický koncept a historicky zjištěný efekt se soustřeďuje pouze do segmentu nejmenších podniků. Rovněž německá odborná literatura a oceňovací standardy podle posudku existenci obecně použitelné velikostní prémie nepotvrzují.
170. Znalec současně poukázal na dvě odborné práce z českého a středoevropského prostředí, podle nichž by u společností velikosti PFNonwovens a.s. byla případná velikostní prémie dokonce záporná. Podle jedné z nich by činila přibližně $-0,36\%$, podle druhé až $-1,9\%$. Ani tyto záporné hodnoty však znalec nepřevzal, neboť za správné považoval stanovit velikostní premii na nulové úrovni.
171. Posudek navíc zdůrazňuje, že při stanovení spravedlivé hodnoty (fair value) pro účely vytěsnění akcionářů je třeba vycházet z principu plného odškodnění akcionáře nedobrovolně zbaveného jeho účasti ve společnosti. V této souvislosti znalec odkazuje i na odborné názory profesora Maříka a docentky Maříkové, podle nichž se při ocenění pro účely squeeze-outu nemají používat ani srážky za minoritu, ani přírážky k diskontní míře za malou velikost podniku.
172. Na základě těchto úvah znalec uzavřel, že přírážka za velikost použitá hlavním akcionářem není v posuzovaném případě relevantní a měla by být stanovena v nulové výši. Eliminaci této přírážky označil za jeden z hlavních důvodů rozdílu mezi vlastním oceněním a oceněním provedeným hlavním akcionářem, neboť její odstranění vedlo k podstatnému snížení nákladů vlastního kapitálu a následně ke zvýšení výsledné hodnoty společnosti i hodnoty jedné akcie.
173. K otázce přírážky za velikost (size premium) se rozsáhle vyjařuje i žalovanou předložený Deloitte. Deloitte uvádí, že přírážka za velikost je nezbytnou součástí odhadu nákladů vlastního kapitálu i při stanovení přiměřeného protiplnění při vytěsnění akcionářů. Podle revizního znalce historická zkušenost finančních trhů ukazuje, že akcie menších společností dosahují vyšších výnosů než akcie velkých podniků, protože investoři u menších společnostech vnímají vyšší riziko a požadují proto vyšší výnos. Toto zvýšené riziko má být v ocenění zachyceno právě prostřednictvím přírážky za velikost.
174. Deloitte nesouhlasí s názorem APELENU, že by se při ocenění pro účely squeeze-outu přírážka za velikost neměla použít. Podle revizního posudku samotný účel ocenění nepředstavuje důvod pro změnu oceňovací metodiky a neexistuje věcný důvod, proč by měla být přírážka za velikost při stanovení spravedlivé hodnoty akcie vyloučena. Naopak její nepoužití podle Deloitte vede ke zkreslení ocenění.
175. Posudek dále kritizuje argumentaci APELENU odbornou literaturou. Uvádí, že APELEN cituje studie, které mají údajně existenci velikostního efektu zpochybňovat, avšak podle Deloitte jsou tyto závěry dezinterpretovány nebo vycházejí ze starších akademických prací, jejichž závěry byly pozdějším výzkumem překonány. Deloitte naopak odkazuje na novější odborné studie, podle nichž je velikostní efekt i nadále prokazatelný a relevantní.
176. Znalec Deloitte rovněž upozorňuje, že APELEN sám v jiných svých znaleckých posudcích přírážku za velikost používal, a považuje proto jeho odmítavý postoj v případě PFNonwovens za nekonzistentní. Podle Deloitte není přesvědčivě vysvětleno, proč by právě u této společnosti měla být velikostní přírážka vyloučena.
177. Pokud jde o samotnou výši přírážky, Deloitte provedl vlastní analýzu odborné literatury i empirických dat a dospěl k závěru, že pro společnost PFNonwovens je přiměřená přírážka za velikost ve výši $3,75\%$. Tato hodnota je podle posudku obdobná hodnotám uváděným v ročence Shodu s prvopisem potvrzuje Z. K.

Duff & Phelps a dalších běžně používaných oceňovacích zdrojích. Přírážka za velikost je následně zahrnuta do výpočtu nákladů vlastního kapitálu a představuje jednu z významných složek diskontní míry.

178. Pokud porovnáme hlavní posudky CLA a Apelen, dodeme k závěru že přestože oba posudky vycházejí ze srovnatelného skutkového základu, používají shodnou základní oceňovací metodologii a ve značné míře vycházejí i z obdobných provozních a ekonomických předpokladů společnosti, dospívají k zásadně odlišným výsledkům. Zatímco posudek CLA Appraisal stanovil hodnotu jedné akcie částkou 650,79 Kč, posudek APELEN dospěl k hodnotě 1 415 Kč za akcii. Schválené protiplnění přitom činilo 719,50 Kč za akcii. Rozdíl mezi oběma znaleckými závěry tak přesahuje 100 % hodnoty akcie.
179. Oba posudky považují za hlavní oceňovací metodu výnosovou metodu DCF Entity, tedy metodu diskontovaných peněžních toků pro poskytovatele kapitálu. Oba znalci vycházejí z dlouhodobého finančního plánu společnosti zahrnujícího období přibližně do roku 2034, oba používají dvoufázový model DCF s určením terminální hodnoty prostřednictvím Gordonova vzorce a oba rovněž nepoužívají diskont za minoritní podíl ani přírážku za specifické riziko. Současně oba posudky pracují s dlouhodobým perpetuitním růstem přibližně na úrovni 0,25 %. Samotná volba oceňovací metody ani základní podnikatelský plán společnosti proto nejsou hlavním zdrojem rozdílů mezi oběma oceněními.
180. Za rozhodující příčinu rozdílných závěrů lze označit především odlišné stanovení diskontní míry, zejména nákladů vlastního kapitálu a z nich odvozeného ukazatele WACC. Posudek CLA Appraisal vychází z nákladů vlastního kapitálu ve výši 10,59 % a stanovuje WACC na úrovni 8,90 %. Naproti tomu APELEN po provedené rekalkulaci dospívá k závěru, že náklady vlastního kapitálu činí pouze 6,23 % a výsledná hodnota WACC odpovídá 5,48 %. Rozdíl mezi oběma diskontními mírami tedy činí 3,42 procentního bodu. Vzhledem k charakteru výnosového ocenění jde o rozdíl zásadní, neboť právě diskontní míra představuje jeden z nejcitlivějších parametrů celého modelu DCF a její změna má významný dopad na výslednou hodnotu společnosti.
181. Podstatná část tohoto rozdílu vyplývá z odlišného pohledu znalců na jednotlivé složky nákladů vlastního kapitálu. Posudek CLA Appraisal pracuje v terminálním období s bezrizikovou úrokovou sazbou ve výši 2,84 %, zatímco posudek APELEN považuje za odpovídající bezrizikovou míru hodnotu 1,86 %. Již tento rozdíl vede ke zvýšení diskontní míry v posudku CLA Appraisal.
182. Pokud jde o tržní rizikovou prémii, zde jsou rozdíly mezi oběma posudky podstatně menší. CLA Appraisal používá prémii za riziko trhu 4,63 %, zatímco APELEN uvádí hodnotu 4,72 %, přičemž kritizuje použitou metodiku výpočtu, nikoli samotnou výši prémie. Tento parametr proto není schopen vysvětlit zásadně odlišné výsledky obou ocenění.
183. Naopak za jeden z klíčových sporů lze označit otázku přírážky za malou tržní kapitalizaci. CLA Appraisal do výpočtu nákladů vlastního kapitálu zahrnuje velikostní prémii ve výši 3,21 %. APELEN tento postup odmítá s odkazem na odbornou literaturu a empirické studie, podle nichž nemusí být existence takové prémie prokazatelná, případně může být dokonce záporná. Posudek APELEN odkazuje na studie uvádějící hodnoty minus 1,9 % a minus 0,36 % a uzavírá, že v projednávaném případě by měla být přírážka za velikost nulová. Právě tato položka představuje významnou část rozdílu mezi oběma výpočty nákladů vlastního kapitálu.
184. Další rozdíly se týkají kapitálové struktury použité při výpočtu WACC. CLA Appraisal vychází z vyššího podílu dluhu na financování společnosti a v terminální fázi uvažuje podíl cizího kapitálu přibližně 27,78 %, přičemž v některých obdobích prognózy předpokládá ještě vyšší zadlužení. APELEN naproti tomu považuje za přiměřenou cílovou kapitálovou strukturu s podílem cizího kapitálu pouze 20 %. I tato skutečnost vede k nižší výsledné diskontní míře.

Shodu s prvopisem potvrzuje Z. K.

185. Vedle sporu o konkrétní parametry diskontní míry se oba posudky zásadně rozcházejí také v otázce standardu hodnoty, který má být při stanovení přiměřeného protiplnění použit. Posudek CLA Appraisal vychází z konceptu tržní hodnoty a v zásadě ztotožňuje fair value s tržní hodnotou. Naproti tomu APELEN považuje takový přístup za nesprávný. Uvádí, že při vytěsnění akcionářů neexistuje dobrovolný prodávající a nejde o standardní tržní transakci mezi nezávislými stranami. Proto podle tohoto posudku nelze bez dalšího aplikovat standard tržní hodnoty. Za správný základ ocenění považuje spravedlivou hodnotu (fair value), kterou chápe jako hodnotu plně odškodňující akcionáře nuceně zbaveného jeho majetkové účasti. Tento metodický rozdíl představuje jedno z ústředních východisek celého posudku APELEN.
186. Odlišný je rovněž pohled znalců na význam srovnávacích metod. CLA Appraisal používá ocenění na základě kapitálových trhů jako podpůrnou kontrolu výsledků výnosového ocenění a touto metodou stanovuje hodnotu akcie na 626,16 Kč. APELEN naproti tomu považuje použití tržních násobků v podmínkách squeeze-outu za problematické, zejména z důvodu nízké likvidity akcií, omezené srovnatelnosti vybraných společností a stáří některých použitých transakcí. Z těchto důvodů považuje srovnávací metody za méně vhodné pro určení přiměřeného protiplnění.
187. Ze srovnání obou znaleckých posudků tak vyplývá, že jejich zásadně odlišné závěry nejsou důsledkem rozdílného hodnocení podnikatelského plánu společnosti ani rozdílných předpokladů ohledně budoucího provozu společnosti PFNonwovens a.s. Rozhodující význam má rozdílné stanovení nákladů vlastního kapitálu a diskontní míry, zejména použití přírážky za malou kapitalizaci, výše bezrizikové sazby, zvolené kapitálové struktury a v neposlední řadě také odlišný názor na to, zda má být při vytěsnění akcionářů aplikován standard tržní hodnoty nebo standard spravedlivé hodnoty. Jak již však rozsáhle uvedeno shora, jedná se o názory dvou znalců, přičemž znalecký posudek předložený žalovanou není vyvrácen jako chybný nebo nedůvěryhodný. Přičemž zásadní rozdíl použití přírážky za velikost je znalcem dostatečně odůvodněn tak, že je dostatečným podkladem pro rozhodnutí.
188. Pro úplnost soud uvádí, že si je vědom, že v řízení byly jednotlivé argumenty žalobců i žalované rozsáhle doplňovány a upřesňovány. S ohledem na rozsah argumentace velkého množství žalobců, – že ani z práva na spravedlivý proces nelze dovozovat povinnost soudů vypořádat se s každou jednotlivou námitkou účastníka řízení. Jak opakovaně vysvětlil Ústavní soud, není porušením práva na spravedlivý proces, jestliže obecné soudy nebudují vlastní závěry na podrobné oponentuře (a vyvracení) jednotlivě vznesených námitek, pakliže proti nim staví vlastní ucelený argumentační systém, který logicky a v právu rozumně vyloží tak, že podpora správnosti jejich závěrů je sama o sobě dostatečná (srov. nálezy Ústavního soudu ze dne 12. února 2009, sp. zn. III. ÚS 989/08, uveřejněný pod číslem 26/2009 Sbírky nálezů a usnesení Ústavního soudu, nebo usnesení Ústavního soudu ze dne 14. června 2012, sp. zn. III. ÚS 3122/09).
189. Při hodnocení všech provedených důkazů postupoval soud ve smyslu § 132 o. s. ř. a rozhodl na základě skutkového stavu zjištěného z provedeného dokazování ve smyslu § 153 odst. 1 o. s. ř.
190. Proto soud všechny žaloby jako nedůvodné zamítl.

Náhrada nákladů řízení

191. O náhradě nákladů mezi žalobci a žalovanou rozhodl soud podle § 142 odst. 1 o. s. ř., když žalovaná měla ve věci plný úspěch a má tak vůči žalobcům právo na náhradu nákladů řízení v celkové výši 1 050 244 Kč. Povinnost k úhradě nákladů řízení společně a nerozdílně vyplývá z § 140 odst. 1 ve spojení § 91 odst. 2 o. s. ř.
192. Žalovaná vyčísila náklady řízení v celkové výši 1 267 366 Kč, přičemž u mimosmluvní odměny advokáta navrhovala postup podle § 12 odst. 1 advokátního tarifu a zvýšení odměny na trojnásobek s odkazem na mimořádnou obtížnost věci.

Shodu s prvopisem potvrzuje Z. K.

193. Soud neshledal důvody pro zvýšení mimosmluvní odměny podle § 12 odst. 1 advokátního tarifu. Přestože projednávaná věc vykazovala vyšší skutkovou i právní náročnost, tato okolnost sama o sobě neodůvodňuje mimořádné zvýšení mimosmluvní odměny na trojnásobek sazby podle § 12 odst. 1 advokátního tarifu. Řízení o přezkoumání přiměřenosti protiplnění při vytěsnění menšinových akcionářů se svou povahou zpravidla vyznačují zvýšenou odbornou náročností, neboť vedle právních otázek běžně zahrnují i problematiku oceňování obchodních závodů, fungování kapitálových trhů a hodnocení znaleckých závěrů. Tyto skutečnosti však představují typický znak daného druhu sporů, který je již zohledněn ve stanovení tarifní hodnoty daného druhu sporů. Soud neshledal, že by projednávaná věc z hlediska své složitosti, rozsahu dokazování, množství řešených právních či skutkových otázek nebo jiných okolností podstatně vybočovala z náročnosti obdobných řízení natolik, aby bylo namístě mimořádné zvýšení mimosmluvní odměny. Odměnu zástupkyně žalované proto soud stanovil v základní sazbě za jednotlivé úkony právní služby.
194. Náklady právního zastoupení žalované tak tvoří:
- odměna za 9 úkonů právní služby s tarifní hodnotou 50 000 Kč podle § 9 odst. 4 písm. c) advokátního tarifu ve výši 3.100 Kč za úkon, tj. 27.900 Kč,
 - odměna za 11 úkonů právní služby s tarifní hodnotou 113 000 Kč podle § 9 odst. 4 písm. d) advokátního tarifu ve výši 5 620 Kč za úkon, tj. 61 820 Kč,
- celkem na mimosmluvní odměně 89.720 Kč.
195. Dále soud přiznal náhradu hotových výdajů zástupkyně žalované v podobě režijních paušálů ve výši 7 650 Kč (9×300 Kč a 11×450 Kč).
196. Protože zástupkyně žalované je plátcem DPH, náleží žalované rovněž náhrada této daně ve výši 21 % z částky 97 370 Kč, tedy 20 448 Kč.
197. Na nákladech právního zastoupení tak soud žalované přiznal celkem 117 818 Kč.
198. Současně soud přiznal žalované náhradu nákladů vynaložených na zpracování znaleckých posudků, a to ve výši 560 230 Kč za znalecký posudek Deloitte Advisory s.r.o. a 372 196 Kč za znalecký posudek CLA Appraisal, s.r.o., tedy celkem 932 426 Kč, neboť se jednalo o náklady účelně vynaložené k uplatňování a obraně práva.
199. Celková výše náhrady nákladů řízení, kterou jsou žalobci povinni žalované nahradit, proto činí 1 050 244 Kč. Náklady řízení jsou žalobci povinni zaplatit žalované k rukám právního zástupce žalované do tří dnů od právní moci rozsudku (§ 149 odst. 1 o. s. ř.).

Poučení:

Proti rozsudku lze podat odvolání do 15 dnů ode dne doručení k Vrchnímu soudu v Praze prostřednictvím Městského soudu v Praze.

Praha 20. května 2026

JUDr. Martin Valoušek
soudce

Shodu s prvopisem potvrzuje Z. K.