

Rozhodnutí nabylo
právní moci
dne:

15. 12. 2004



STEJNOPIS

KOMISE PRO CENNÉ PAPIRY

ČEZ, a.s.

IČ 45274649

Duhová 2/1444

140 53 Praha 4

Č.j. 45/N/1141/2004/2

V Praze dne 15. 12. 2004

Počet listů: 9

Počet příloh: 1

R O Z H O D N U T Í

Komise pro cenné papíry (dále jen „Komise“) jako správní úřad pro oblast kapitálového trhu podle zákona č. 15/1998 Sb., o Komisi pro cenné papíry a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů, a podle ustanovení § 7a téhož zákona jako orgán státního dozoru nad plněním povinností stanovených zákonem č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „obchodní zákoník“), rozhodla ve správním řízení zahájeném dne 26. 11. 2004 na návrh společnosti ČEZ, a. s., se sídlem Duhová 2/1444, 140 53 Praha 4, IČ 45274649, zastoupené na základě plné moci ze dne 18. 11. 2004 společností Deutsche Bank Aktiengesellschaft se sídlem ve Frankfurtu nad Mohanem, SRN, jednající prostřednictvím organizační složky Deutsche Bank Aktiengesellschaft Filiale Prag se sídlem Jungmannova 34/750, 110 00 Praha 1, IČ 60433566, (dále jen „účastník řízení“) ve věci žádosti o souhlas s obsahem nabídky převzetí podle ustanovení § 183b obchodního zákoníku, takto:

Účastníku řízení se podle ustanovení § 183e odst. 7 ve spojení s ustanovením § 183b obchodního zákoníku uděluje souhlas s uveřejněním textu nabídky převzetí podle § 183a obchodního zákoníku, doručeného dne 26. 11. 2004 pod e. č. 017277/2004 a doplněného dne 15. 12. 2004 pod e. č. 01881/2004, která je určena vlastníkům kótovaných zaknihovaných kmenových akcií na majitele o jmenovité hodnotě 1000 Kč, ISIN CZ0005078352 a vlastníkům nekótovaných zaknihovaných kmenových akcií na jméno o jmenovité hodnotě 1000 Kč, SIN 770950000404, vydaných společností Severomoravská energetika, a. s., se sídlem Ostrava, Moravská Ostrava, 28. října 3123/152, PSČ 709 02, IČ 47675691, a to za cenu 3 797,- Kč za jednu akcii. Schválená nabídka převzetí je nedílnou součástí tohoto rozhodnutí.

O D Ů V O D N Ě N Í

Komise obdržela dne 26. 11. 2004 pod e. č. 017277/2004 žádost účastníka řízení o udělení souhlasu s nabídkou převzetí podle § 183e odst. 7 obchodního zákoníku. Nabídka převzetí je určena akcionářům společnosti Severomoravská energetika, a. s., se sídlem Ostrava, Moravská Ostrava, 28. října 3123/152, PSČ 709 02, IČ 47675691 (dále jen „cílová společnost“). Základní kapitál cílové společnosti ve výši 3 407 265 000 Kč je tvořen 2 280 116 kusy kmenových zaknihovaných kótovaných akcií na majitele o jmenovité hodnotě 1 000,- Kč, kód ISIN CZ0005078352, 1 127 149 kusy kmenových zaknihovaných nekótovaných akcií na jméno o jmenovité hodnotě SIN 770950000404 (dále jen „akcie cílové společnosti“).

Podle ustanovení § 183b odst. 1 obchodního zákoníku je akcionář, který získá sám nebo společně s jinými osobami jedním ve shodě podíl na hlasovacích právech, který mu umožňuje ovládnutí cílové společnosti, nebo jehož podíl dosáhne nebo překročí podíl dvou třetin nebo tří čtvrtin hlasovacích práv v cílové společnosti, povinen do 60 dnů ode dne, který následuje po dnu, v němž podíl získá nebo překročí, učinit nabídku převzetí.

V důsledku transakce realizované dne 27. 10. 2004 dosáhl podíl účastníka řízení na základním kapitálu a hlasovacích právech cílové společnosti výše 89,38 %. Účastníkovi řízení tak dne 28. 10. 2004 vznikla povinnost učinit nabídku převzetí. Poslední den šedesátidenní lhůty pro učinění nabídky převzetí připadl na pondělí 27. 12. 2004.

Účastník řízení k žádosti přiložil text povinné nabídky převzetí ve znění, v jakém měl být uveřejněn v Hospodářských novinách. Komise text přezkoumala a zjistila, že obsahuje některé nedostatky. Tyto nedostatky byly účastníku řízení sděleny telefonicky. Účastník řízení nedostatky odstranil a text nabídky převzetí doplnil podáním ze dne 13. 12. 2004 pod e.č. 018005/2004 a následně dne 14. 12. 2004. pod e. č. 018081/2004. Komise konstatuje, že korigovaný text nabídky převzetí doručený Komisi dne 14. 12. 2004 neobsahuje nedostatky nebo rozpory s příslušnými ustanoveními obchodního zákoníku.

Komise v rámci řízení o udělení souhlasu s obsahem povinné nabídky převzetí zkoumá i nabízenou cenu za účastnické cenné papíry cílové společnosti, přičemž jednou ze skutečností určujících dolní mez ceny při povinné nabídce převzetí je podle § 183c odst. 3 obchodního zákoníku premiová cena. Komise účastníka řízení telefonicky vyzvala k doložení transakční dokumentace nebo čestného prohlášení ohledně vzniku a výše dosažené premiové ceny. Účastník řízení Komisi dne 13. 12. 2004 pod e. č. 018005/2004 doložil čestné prohlášení, které dále doplnil dne 14. 12. 2004 pod e. č. 018081/2004 a ve kterém výslovně prohlašuje, že dne 27. 10. 2004 nabyl akcie cílové společnosti na základě smlouvy o výměně akcií uzavřené dne 4. 7. 2003, a to za cenu, která po započtení veškerých skutečně poskytnutých protiplnění činí 3 797,68 Kč za jednu akcii, což odpovídá premiové ceně deklarované v textu nabídky převzetí.

Podle ustanovení § 183c odst. 3 obchodního zákoníku musí být cena uvedená v povinné nabídce převzetí přiměřená hodnotě účastnických cenných papírů, přičemž podle ustanovení § 183c odst. 5 téhož zákona musí být přiměřenost ceny doložena posudkem znalce. Účastník řízení k žádosti přiložil znalecký posudek č. 1101/04 vypracovaný znaleckým PROSCON, s. r. o., se sídlem Na Zlatnici 13, Praha 4, IČ 49356381 (dále jen „znalec“), zpracovaný za účelem doložení přiměřenosti ceny hodnotě účastnických cenných papírů cílové společnosti ke dni 26. 10. 2004. Znalec určil cenu přiměřenou hodnotě jedné akcie cílové společnosti ve výši 3 315,- Kč, přičemž ocenění provedl výnosovou metodou diskontovaných peněžních toků. Komise podrobně přezkoumala znalecký posudek a veřejně dostupné údaje o skutečnostech, které mohou ovlivnit hodnotu akcií účastníka řízení, a zjistila, že znalecký posudek obsahoval nedostatky. V důsledku akumulace těchto nedostatků se ocenění akcií účastníka řízení uvedené ve znaleckém posudku mohlo významně lišit od hodnoty akcií účastníka řízení. Z tohoto důvodu předložený znalecký posudek nedokládá přiměřenost ceny hodnotě akcií účastníka řízení podle ustanovení § 183c odst. 3 obchodního zákoníku. Komise účastníka řízení o této skutečnosti a o zjištěných nedostatecích uvědomila formou výzvy č. j. 45/N/1141/2004/1 ze dne 8. 12. 2004. Komise v této souvislosti účastníka řízení vyzvala, aby na základě Komisí uvedených připomínek odstranil nedostatky znaleckého posudku a korigovaný znalecký posudek doručil Komisi nejpozději do 13. 12. 2004. Vzhledem k tomu, že lhůta pro vydání rozhodnutí podle § 183e odst. 7 obchodního zákoníku by byla uplynula

dne 8. 12. 2004, a vzhledem k rozsahu zjištěných nedostatků žádosti oznámila Komise účastníku řízení, že v souladu s § 183e odst. 9 obchodního zákoníku prodlužuje lhůtu pro vydání rozhodnutí podle ustanovení § 183e odst. 7 obchodního zákoníku o dalších pět pracovních dní, tj. do středy 15. 12. 2004. Pro úplnost Komise uvádí v kurzívě doslovnou citaci nedostatku ocenění ve znaleckém posudku sdělených účastníku řízení ve výzvě č. j. 45/N/1141/2004/1:

Znalec provedl majetkové ocenění cílové společnosti, a to přeceněním jednotlivých složek majetku cílové společnosti, zejména za účelem identifikace a ocenění neprovozní části majetku cílové společnosti. Přecenění provozně nepotřebného dlouhodobého majetku znalec založil na „existujících znaleckých posudcích“. Komise upozorňuje, že tyto posudky, z nichž znalec vycházel a na něž se znalec odvolává, je třeba přesně identifikovat. Znalec ocenění získané z výše zmíněných znaleckých posudků dále upravuje na prodejní cenu. Ve znaleckém posudku znalec neuvádí důvody, proč dřívější přecenění dle znaleckých posudků neodpovídají hodnotě přeceňovaného majetku, tedy zda jsou posudky neaktuální či cílem ocenění nebyla tržní hodnota apod. Tyto údaje je nutné v posudku uvést, neboť znalecův postup při přecenění musí být důvodný a odůvodněný. Odůvodnit je třeba postup při přecenění jednotlivých složek provozně nepotřebného dlouhodobého majetku na prodejní ceny, a to za účelem dosažení transparentnosti ocenění.

Velmi důležitou složkou majetku cílové společnosti je dlouhodobý finanční majetek. Znalec samostatně ocenil každou ze 100 % dceřiných společností. Společnosti Union Leasing, a. s. a Beskydská energetická, a. s. znalec ocenil ve výši vlastního kapitálu těchto společností. Ostatní 100 % dceřiné společnosti byly oceněny pomocí metody kapitalizovaných čistých výnosů v paušální variantě. Při hodnocení vhodnosti použití této metody je nutné respektovat vztah podřízenosti dceřiných společností k cílové společnosti, kdy dceřiné společnosti slouží převážně jako samostatná servisní střediska pro podporu hlavní činnosti cílové společnosti či jako dodavatelé energie. Vypracovat seriózní dlouhodobý plán je v tomto případě obtížné, protože dceřiné společnosti se budou přizpůsobovat ve své aktivitě plně potřebám cílové společnosti (ze znalcem uváděných údajů vyplývá, že velká část činnosti dceřiných společností je prováděna pro cílovou společnost). Při těchto omezeních je nutné chápat využití metody kapitalizovaných čistých výnosů jako určité východisko z datové nouze a použití této metody v paušální variantě, navzdory značné rozkolísanosti hospodářských výsledků a krátké historii dceřiných společností, hodnotit jako adekvátní. Společnosti Union Leasing, a. s., Beskydská energetická, a. s. a Sinit, a. s. znalec označil za provozně nepotřebný majetek. Společnosti MSEM, a. s., STEM, a. s., Energetika Vítkovice, a. s., ePRIM, a. s. a ENPRO, a. s. provádějí pro mateřský podnik aktivity, které jsou nezbytně nutné pro jeho provoz, a proto je nelze definovat jako provozně nepotřebný majetek. Výše zmíněné dceřiné společnosti pravděpodobně tyto služby poskytují za vyšší než výrobní ceny a dále mohou získávat příjmy poskytováním výkonů dalším zákazníkům. Tyto skutečnosti je možné alespoň hrubě identifikovat z konsolidovaných výkazů sestavovaných mateřskou společností, kde jsou vztahy mateřské a dceřiné společnosti plně eliminovány. Pokud budeme počítat s čistým prospěchem pro vlastníky a vyjdeme tedy z hospodářského výsledku po zdanění, tak v roce 2001 byl konsolidovaný hospodářský výsledek po zdanění vyšší o 29 036 tis. Kč než nekonsolidovaný hospodářský výsledek za běžnou činnost, v roce 2002 vyšší o 94 881 tis. Kč a v roce 2003 vyšší o 168 051 tis. Kč. Konsolidační celek tedy produkuje vyšší ekonomický prospěch, což ukazuje na vliv dceřiných společností. Ačkoli se jedná o investice provozně nutné, mateřská společnost může tyto samostatné právní subjekty prodat zájemci mimo jí ovládanou skupinu, který bude realizovat činnost těchto společností za podobných smluvních podmínek. Proto je třeba tyto společnosti přičíst společně s neprovozním majetkem k výnosovému ocenění cílové

společnosti, které jsou založeny na nekonsolidovaných výkazech, a zahrnout tak prospěch z jejich potenciálního prodeje či případného dalšího vlastnictví do ocenění.

V rámci ocenění krátkodobého finančního majetku znalec oceňuje společnost Alcatel, a. s. Akcie společnosti Alcatel, a. s. nebyly v rámci krátkodobého finančního majetku uvedeny ve výroční zprávě cílové společnosti za rok 2003. Pokud tedy cílová společnost nabyla tyto akcie v průběhu roku 2004, měl by tuto skutečnost znalec uvést ve znaleckém posudku. Znalec v závěru ocenění krátkodobého finančního majetku neuvádí souhrn jednotlivých přeceněných položek, ani celkovou výši ocenění krátkodobého finančního majetku. Tento znalecův postup je značně netransparentní a je třeba, aby tyto informace uvedl.

Komise dále přezkoumala způsob ocenění neprovozního krátkodobého finančního majetku. Cílová společnost bude nucena v březnu roku 2005 splatit emitované dluhopisy ve výši 1 mld. Kč. Důvodem vysoké úrovně krátkodobého finančního majetku (k 30. 9. 2004 ve výši 1,870 mld. Kč netto) je blížící se splatnost emitovaných dluhopisů. Většina krátkodobého finančního majetku tedy neslouží k provozu cílové společnosti, ale k uložení peněžních prostředků na úhradu emitovaných dluhopisů. Komise proto nesouhlasí se znalcem, který určil výši neprovozního krátkodobého finančního majetku na úrovni cca 300 mil. Kč. Znalec svůj přístup k určení provozně potřebné výše krátkodobého finančního majetku sám popírá, neboť v rámci ocenění cílové společnosti metodou DCF kalkuluje v plánu s provozně potřebným krátkodobým finančním majetkem na úrovni cca 350 mil Kč v prvním roce plánu. Znalec tedy určil výši nepotřebného krátkodobého finančního majetku neodůvodněně nízkou a je třeba, aby svůj postup korigoval.

Komise dále přezkoumala znalecův postup při ocenění cílové společnosti metodou kapitalizace čistých výnosů. Znalec při odhadu trvale odnímatelného čistého výnosu vychází z hospodářských výsledků cílové společnosti za období 2000 až 2003 a z hospodářského výsledku aktualizovaného plánu cílové společnosti za rok 2004. Komise shledává značnou disproporci mezi hospodářským výsledkem za účetní období z „aktualizovaného“ plánu roku 2004 (534 908 tis. Kč) a hospodářským výsledkem za účetní období, který byl cílovou společností dosažen k 30. 9. 2004 (866 089 tis. Kč). Jak znalec sám v posudku uvádí, hospodářské výsledky cílové společnosti podléhají sezónním vlivům. Tento vliv je patrný z grafu na straně 28 znaleckého posudku, kde jsou znázorněny roční výkyvy spotřeby elektrické energie související s efekty vytápění. Na základě těchto informací lze předpokládat, že v průběhu října, listopadu a prosince 2004 dojde k nárůstu spotřeby elektrické energie a tedy k růstu hospodářského výsledku cílové společnosti. Pokud tedy k 30. 9. 2004 cílová společnost vykázala hospodářský výsledek za účetní období ve výši 866 089 tis. Kč, potom by se na základě předchozí analýzy měl očekávaný výsledek hospodaření za rok 2004 zvýšit. Komise tedy shledává výši hospodářského výsledku za účetní období roku 2004 z „aktualizovaného“ plánu za neodůvodněnou.

Komise při přezkumu našla nesrovnalost v hodnotě inflačního faktoru za rok 2000, kterým je upraven hospodářský výsledek roku 2000 na cenovou hladinu roku 2004, kdy znalec kalkuluje s hodnotou 1,117 a Komise na základě svých propočtů dospěla k hodnotě 1,1085. Dále znalec na straně 56 posudku pro upřesnění způsobu určení vah přiřazených jednotlivým hospodářským výsledkům uvádí, že: „Vzhledem k nejistotě dosažení těchto výsledků byla pro rok 2003 použita menší váha 20 %. Znalec měl pravděpodobně na mysli rok 2004 nikoli rok 2003.“

V rámci kalkulace trvale odnímatelného čistého výnosu znalec upravuje získaný vážený průměr hospodářských výsledků o faktor vyplývající z rozdílu mezi účetními odpisy a vyšší

investic, která je nutná pro prostou reprodukci majetku. Komise zjistila, že znalec při dorovnání úrovně účetních odpisů na odpisy z aktuálních cen reprodukčních vychází z výše odpisů za rok 2003. Podle názoru Komise je vhodnější, aby znalec provedl tuto úpravu pro každý rok (na základě odpisů příslušného roku) a až následně propočítal vážený průměr hospodářských výsledků.

Dále je třeba, aby znalec překontroloval údaje v tabulce Investiční tok, odpisy, investice/odpisy na straně 57 posudku. V celé tabulce došlo k záměně milionů za tisíce, a údaje v tabulce se rozcházejí s údaji o výši investic za rok 2003 uvedených v tabulce na straně 30 znaleckého posudku a s údaji z výroční zprávy cílové společnosti za rok 2003.

	2001	2002	2003
Investice - Výroční zpráva SME 2003	1 454 443	1 357 821	1 410 142
Investice - Posudek	2 160 000	1 785 000	2 638 000

(údaje v tis. Kč)

Tyto nesrovnalosti v uvedených datech je třeba odstranit.

Na straně 57 znaleckého posudku znalec při úpravě výnosového ocenění o vliv provozně nepotřebného majetku označuje výnosové ocenění cílové společnosti za ocenění ZČE (Západočeská energetika, a. s.). Přestože se jedná o pochybení formálního charakteru, neměla by se v posudku vyskytovat a je třeba je odstranit.

K výnosové hodnotě cílové společnosti, která vychází z nekonsolidovaných účetních výkazů je nutné následně přičíst ocenění jednotlivých dceřiných společností (provozních i neprovozních) a neprovozního majetku (viz. výše). Cílem metody kapitalizovaných čistých výnosů v použité paušální variantě je zjištění hodnoty, která je nesporná a tvoří minimální hodnotu podniku, který je schopen nadále pokračovat ve svých aktivitách alespoň ve stejném rozsahu jako v minulosti. Často je pro tuto hodnotu používána charakteristika „objektivizovaná hodnota“. Na základě znalce provedené strategické a finanční analýzy je odpovídající konstatování, že cílová společnost je schopná ve stávající kvalitě pokračovat ve své činnosti. V tomto případě tvoří dílčí ocenění zjištěné metodou kapitalizovaných čistých výnosů dolní mez pro ocenění zjištěné komplexní metodou DCF, což není splněno, neboť výnosové ocenění metodou DCF dle plánu cílové společnosti je nižší než hodnota zjištěná metodou kapitalizovaných čistých výnosů. Je nutné, aby znalec provedl komparaci výsledků jednotlivých metod a zdůvodnil rozdíly v ocenění jednotlivými metodami.

Další metodou ocenění, kterou znalec využil ke stanovení hodnoty cílové společnosti, je metoda DCF založená na plánech cílové společnosti. Znalec hned v úvodu na straně 59 znaleckého posudku uvádí: „ Při výpočtu se postupovalo tak, že většina údajů byla převzata přímo z plánů SME a tento se upravil pouze o inflaci, ... “ Z této formulace není zřejmé, jakou úpravu má znalec na mysli, zda byl plán sestaven ve stálých cenách a znalec provedl úpravu na ceny běžné, nebo naopak, či zda se znalec vyjadřuje ke způsobu prodloužení plánovaného horizontu z 5 na 10 let. Tyto informace jsou nezbytné pro přezkoumání znalecova postupu a je tedy nutné, aby znalec svůj postup přesně popsal.

Komise provedla podrobný přezkum plánu tržeb, který je jedním z nejdůležitějších prvků výnosového ocenění. Na straně 59 znaleckého posudku jsou v poslední tabulce uvedeny údaje o prodeji elektrické energie v mil. Kč, tyto údaje však nekorelují s údaji v tabulce na

následující straně, která obsahuje tržby z prodeje elektrické energie, ani s údaji ve finančním plánu cílové společnosti (položka tržby za prodej vlastních výrobků a služeb) a nekorespondují ani s údaji ve výkazu zisku a ztráty uvedené v příloze. Všechny údaje jsou uvedeny v následujících tabulkách, z nichž kromě číselného nesouladu zřejmý i nesoulad časového horizontu plánu.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Prodej celkem	14 600,89	13 980,72	14 752,31	15 571,79	16 435,97	
Tržby z prodeje elektrické energie	15 341,26	15 121,76	15 536,83	15 964,09	16 403,11	
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb		14 228,52	14 372,54	14 509,77	14 724,58	15 128,78

(údaje v mil. Kč)

	1 rok	2 rok	3 rok	4 rok	5 rok
Příjem z tržeb	14 515	14 955	15 399	15 940	16 705
	6 rok	7 rok	8 rok	9 rok	10 rok
Příjem z tržeb	17 039	17 380	17 728	18 082	18 444

Výkaz zisků a ztrát - příloha, (údaje v mil. Kč)

Je tedy třeba, aby znalec uvedl jednotlivé údaje do souladu, nebo řádně odůvodnil jejich odlišnosti.

Další nejasnosti Komise objevila v první tabulce na straně 62. V této tabulce znalec rozlišuje 1. rok prognózy, 2. rok prognózy, atd. není tedy vymezen časový horizont a není zde zřejmé, z údajů za jaký rok znalec vychází. Dle hodnoty položky Výkony a prodej zboží Komise dovodila, že jako 1. rok prognózy je chápán rok 2005. Komise provedla přepočty položky Náklady provozní až na odpisy a dospěla k odlišnému výsledku než znalec.

Náklady vynaložené na prodané zboží	869
Výrobní spotřeba	11 553 314
Osobní náklady	812 740
Daně a poplatky	7 877
Odpisy	-
Zůstatková cena pr.dl.maj.	3 560
ZS rezerv	-60 075
Ostatní provozní náklady	76 199
Celkem	12 394 484
Znalec	12 245 796

Tyto rozdíly je třeba řádně objasnit, neboť jinak je znemožněn řádný přezkum ocenění.

Na straně 62 jsou v tabulce Plán budoucích investic (v běžných cenách) kalkulované investiční výdaje. Znalec konstatuje, že výše investic nezajišťuje reprodukci základních prostředků, což dokládá již výše zmíněnou tabulkou Investiční tok, odpisy, Investice/odpisy, v níž je třeba odstranit chybné údaje a uvést jednotky (viz. výše).

Dále znalec na straně 64 posudku prodlužuje investiční horizont z 5 na 10 let a upravuje původní investice v tabulce Investice naturálně na Investice včetně inflace. Způsob úpravy však znalec neuvedl. Komise upozorňuje, že znalec vychází z informací, které jsou vykázané v běžných cenách (Plán budoucích investic (v běžných cenách)), proto úpravu investic na investice včetně inflace není nutná. Je nutné, aby znalec přesně uvedl svůj postup při

prodloužení horizontu plánu z 5 na 10 let (zda údaje kalkuloval na základě prognózy inflace) a přesná data, která při tomto postupu využil.

Komise konstatuje, že znalec použil diskontní míru zpracovanou za pomoci stavebnicového modelu. Výpočet této diskontní míry byl proveden v kapitole 2.3.3. a pro diskontaci nominálních peněžních toků upraven o zahrnutí inflace. Komise konstatuje, že je pro výpočet metodou DCF vhodné použít model oddělující systematické a specifické riziko. Tímto modelem je např. model CAPM.

Komise dále upozorňuje, že tabulka Rozvahy, která je obsažená v příloze ocenění – Výsledky výpočtů diskontovaného cash flow ve scénáři dle plánu SME, není kompletní a je tedy třeba uvést i údaje za 10 rok prognózy.

Plán cash flow obsažený v příloze posudku je tvořen značně agregovanými položkami. Plán cash flow je pro výnosové ocenění rozhodující, a proto je nutné z důvodu transparency a opakovatelnosti znalecova postupu tyto položky rozklíčovat na položky obsažené v plánované rozvaze nebo v plánovaném výkazu zisku a ztráty.

Z plánu cash flow obsaženého v příloze vyplývá, že znalec určuje hodnotu společnosti k 1. 1. 2005. Znalec však má doložit hodnotu cílové společnosti k 26. 10. 2004, a proto by měl do ocenění započíst poměrnou část cash flow generovanou za rok 2004.

K výnosovému ocenění, které je založeno na nekonsolidovaných výkazech, je nutné (jak již bylo uvedeno výše) přičíst samostatně oceněné dceřiné společnosti a neprovozní majetek společnosti.

Komise dále provedla přezkum ocenění metodou DCF dle plánu znalců. Komise předpokládá, že toto ocenění vychází z výsledků strategické analýzy, která byla znalcem provedena části 1.8 znaleckého posudku. Znalec se na straně 27 znaleckého posudku vyjadřuje k liberalizaci elektroenergetického trhu, která povede k nárůstu konkurence v důsledku vstupu zahraničních výrobců a dalších nezávislých obchodníků na trh. Následně znalec uvádí jako slabou stránku cílové společnosti omezení pouze na zákazníky regionu a geografickou polohu regionu. Dle výroční zprávy za rok 2003 cílová společnost získala 23 nových zákazníků mimo její region a region severní a střední Moravy je zde charakterizován jako region s vysokým růstovým potenciálem a na strategickém česko-polsko-slovenském „trojbodu“. Komise je toho názoru, že touto problematikou by se měl znalec zabývat podrobněji a měl by řádně zhodnotit možné šance a rizika plynoucí cílové společnosti z liberalizace elektroenergetického trhu.

Komise konstatuje, že znalec opět použil diskontní míru zpracovanou za pomoci stavebnicového modelu. Výpočet této diskontní míry byl proveden v kapitole 2.3.3. a pro diskontaci nominálních peněžních toků upraven o zahrnutí inflace. Komise konstatuje, že je pro výpočet metodou DCF vhodné použít model oddělující systematické a specifické riziko.

V tabulkách na straně 68 znaleckého posudku jsou chybně uvedeny číselné údaje, neboť zde opět došlo k záměně milionů za tisíce.

Plán cash flow obsažený v příloze posudku – Výsledky výpočtů diskontovaného cash flow ve scénáři „podnikatelský záměr dle znalců“ je stejně jako v předchozím případě tvořen značně agregovanými položkami. Jak již bylo uvedeno výše je nutné z důvodu transparency a opakovatelnosti znalecova postupu tyto položky rozklíčovat na položky obsažené v plánované rozvaze nebo v plánovaném výkazu zisku a ztráty.

Z plánu cash flow obsaženého v příloze vyplývá, že znalec určuje hodnotu společnosti k 1. 1. 2005. Znalec však má doložit hodnotu cílové společnosti k 26. 10. 2004, a proto by měl do ocenění započíst poměrnou část cash flow generovanou za rok 2004.

K výnosovému ocenění, které je založeno na nekonsolidovaných výkazech, je nutné přičíst samostatně oceněné dceřiné společnosti a neprovozní majetek společnosti (viz. výše).

Komise dále upozorňuje znalce na chybně uvedenou zkratku v části 2.6.1, kde je uvedena zkratka společnosti Západočeská energetika, a.s. Dále je v této části opět nezbytné zohlednit možný prodej všech dceřiných společností a upravit výši neprovozního majetku (viz. výše).

V části 3.2 znaleckého posudku znalec stanovuje výslednou hodnotu Východočeské energetiky, a. s. nikoli Severomoravské energetiky, a. s. Tato formální pochybení je třeba odstranit.

Dne 13. 12. 2004 Komise obdržela elektronickou poštou pod e. č. 018015/2004 a 018016/2004 korigovaný znalecký posudek na jehož základě znalec určil cenu přiměřenou hodnotě jedné akcie cílové společnosti ke dni 26. 10. 2004 ve výši 3 652,- Kč, přičemž ocenění provedl výnosovou metodou diskontovaných peněžních toků. Dále dne 14. 12. 2004 obdržela Komise jako součást výše zmíněného podání e. č. 018081/2004 tento znalecký posudek č. 1203/04 v listinné podobě. Komise podrobně přezkoumala korigovaný znalecký posudek s ohledem na připomínky uvedené ve výzvě Komise č. j. 45/N/1141/2004/1 a dospěla k závěru, že postupy v korigovaném znaleckém posudku odpovídají všeobecně uznávané metodologii oceňování a předpoklady užití v ocenění ve srovnání s nejpravděpodobněji očekávatelným vývojem vyplývají ve prospěch minoritních akcionářů, kterým je nabídka převzetí určena. Znalecký posudek tak splňuje všechny zásadní požadavky vyplývající z příslušných ustanovení obchodního zákoníku a s ohledem na ustanovení § 183c odst. 3 obchodního zákoníku dokládá přiměřenost navrhované ceny hodnotě akcií.

Komise konstatuje, že také konečná verze textu povinné nabídky převzetí je v souladu s příslušnými ustanoveními obchodního zákoníku. S přihlédnutím k těmto skutečnostem rozhodla Komise tak, jak se uvádí ve výroku.

Ve vztahu k poplatkové povinnosti při podání žádosti o udělení souhlasu s obsahem nabídky převzetí podle § 183e odst. 7 obchodního zákoníku Komise uvádí, že účastník řízení uhradil poplatek ve výši 5 000,- Kč (položka 63 písm. f) sazebníku k zákonu č. 368/1992 Sb., o správních poplatcích, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „zákon o správních poplatcích“), a to vylepením kolků na žádost předloženou Komisi dne 26. 11. 2004 pod e.č. 017277/2004.

POUČENÍ

Proti tomuto rozhodnutí lze podat rozklad do 15 dnů ode dne doručení, a to k prezidiu Komise pro cenné papíry, Komise pro cenné papíry, Washingtonova 7, P. O. BOX 208, 111 21 Praha 1, prostřednictvím odboru emise cenných papírů, který rozhodnutí vydal (§ 61 odst. 1 zákona č. 71/1967 Sb. o správním řízení (správní řád), ve znění pozdějších předpisů).

Podle položky 63 písm. g) zákona o správních poplatcích je s účinností od 12. 7. 2002 zpoplatněno podání rozkladu proti rozhodnutí Komise, a to

- fyzickou osobou, která není podnikatelem nebo jejíž podnikatelská činnost nesouvisí s rozhodnutím, ve výši 500 Kč
- v ostatních případech ve výši 3 000 Kč.

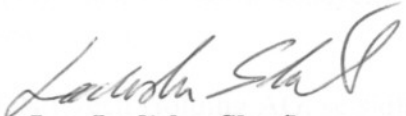
Správní poplatek lze uhradit kolkovými známkami, a to přilepením na písemné vyhotovení rozkladu nebo příkázáním příslušné částky na účet Komise zřízený u České národní banky č. 3711-2827001/0710, konstantní symbol 1148, variabilní symbol 4521141042. V případě platby převodem na bankovní účet je třeba k rozkladu připojit kopii platebního příkazu s podacím razítkem banky, nebo jiné odpovídající potvrzení o zaplacení.

Nebude-li správní poplatek uhrazen nejpozději k podání rozkladu, Komise účastníka řízení písemně vyzve k jeho dodatečné úhradě. Správní poplatek musí být uhrazen nejpozději do patnácti dnů ode dne, který následuje po doručení výzvy k úhradě poplatku.

V případě, že nebude správní poplatek uhrazen, Komise zastaví řízení o rozkladu v souladu s ustanovením § 6 odst. 3 zákona o správních poplatcích.


Ing. Kateřina Benešová
 pověřená zastupováním ředitele
 odboru emisí cenných papírů




Ing. Ladislav Slaník
 vedoucí oddělení nabídek převzetí

Příloha: schválená nabídka převzetí (5 stran)

POVINNÁ NABÍDKA PŘEVZETÍ

ČEZ, a. s.,

se sídlem Praha 4, Duhová 2/1444, PSČ: 14053, IČ: 45274649, zapsaná v obchodním
rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, oddíl B., vložka 1581
(dále jen "Navrhovatel")

tímto v souladu s ustanovením § 183b odst. 1 zákona č. 513/1991 Sb., obchodní
zákoník, ve znění pozdějších předpisů (dále jen "ObchZ"), činí povinnou nabídku
převzetí všem majitelům účastnických cenných papírů vydaných společností

Severomoravská energetika, a. s.,

se sídlem Ostrava, Moravská Ostrava, 28. října 3123/152, PSČ: 70902, IČ: 47675691,
zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Krajským soudem v Ostravě, oddíl B., vložka
745 (dále jen "Společnost"),

za kupní cenu 3 797,- Kč (slovy: třitisícesedmsetdevadesát sedm korun českých)
za jednu Akcii Společnosti.

1. Dne 4. července 2003 uzavřel Navrhovatel, E.ON Czech Holding AG, se sídlem 80335 München, Nymphenburger Straße 20 a, Německo a EBO Czech Investments Limited, se sídlem Tower 42, 25 Old Broad St, EC2N HQ London, Velká Británie smlouvu o výměně akcií (dále jen "Smlouva o výměně akcií"), na jejímž základě mj. Navrhovatel, po splnění sjednaných podmínek uvedených ve Smlouvě o výměně akcií, získá celkem 1 031 575 kusů akcií Společnosti. Po splnění sjednaných podmínek došlo dne 27. října 2004 k převodu 1 031 575 ks akcií Společnosti, jmenovité hodnoty 1000,- Kč, na Nabyvatele, čímž se jeho podíl na základním kapitálu a hlasovacích právech zvýšil z dosavadních 59,1 % na 89,38 %.
2. Podle ustanovení § 183b odst. 1 ObchZ tak Navrhovateli vznikla, v důsledku překročení kvalifikovaného podílu ve výši $\frac{3}{4}$ na hlasovacích právech Společnosti, dne 28. října 2004 povinnost učinit tuto nepodmíněnou a neomezenou nabídku převzetí všem majitelům účastnických cenných papírů vydaných Společností (dále jen "Nabídka"). Tuto Nabídku Navrhovatel činí z důvodu splnění uvedené zákonné povinnosti.
3. K zabezpečení realizace Nabídky, zejména pak vypořádání převodů cenných papírů a kupních cen, zmocnil Navrhovatel společnost Deutsche Bank Aktiengesellschaft, jednající prostřednictvím Deutsche Bank Aktiengesellschaft Filiale Prag, organizační složka, se sídlem Jungmannova č.or.34/č.p.750, P.O. Box 829, 110 00 Praha 1, IČ: 60433566 (dále jen "Banka").
4. Účastnickými cennými papíry, na které s Nabídka vztahuje, jsou:
 - a) kmenové akcie Společnosti, vydané v zvyklé podobě, ve formě na jméno, nekótované, s omezenou převoditelností, označené o jmenovité hodnotě 1.000,- Kč, kód SIN: 770950000404 (dále jen "akcie na jméno"), a

b) kmenové akcie Společnosti, vydané v zaknihované podobě, ve formě na majitele, kótované, přijaté k obchodování na trhu organizovaném společností RM-Systém, a.s., se sídlem Praha 9, Libeň, Podvinný mlýn 2178/6, PSČ: 18018, IČ: 47116404 (dále jen „RM-S“), jakožto i na trhu organizovaném společností Burza cenných papírů Praha, a.s., se sídlem Rybná 14/682, Praha 1, IČ: 47115629 (dále jen "Burza cenných papírů Praha, a.s.") každá o jmenovité hodnotě 1.000,- Kč, kód ISIN: CZ0005078352 (dále jen "Akcie na majitele");

(Akcie na jméno a Akcie na majitele společně též jako "Akcie").

5. Cena za jednu Akcii činí 3 797,- Kč (slovy: třitisícesedmsetdevadesát sedm korun českých) (dále jen "Cena"). Cena byla Navrhovatelem stanovena v souladu s ustanovením § 183c odst. 3 ObchZ. Přiměřenost Ceny hodnotě Akcií je doložena znaleckým posudkem č. 1203/04 znaleckého ústavu, společnosti PROSCON, s.r.o., se sídlem Praha 4, Na Zlatnici 13, PSČ: 147 00, IČ: 49356381 (dále jen "Znalec").
6. Znalec při stanovení hodnoty Akcií použil výnosové metody, majetkové metody a metody srovnávací a dospěl k závěru, že hodnota připadající na jednu Akcii činí 3 652,- Kč. Při stanovení Ceny bylo přihlédnuto k váženému průměru z cen, za něž byly uskutečněny obchody s Akciemi za posledních 6 měsíců, stanovenému Znalcem na základě údajů Střediska cenných papírů, se sídlem Praha 1, Rybná 14, PSČ: 11005, IČ: 48112089 (dále jen "SCP"). Průměrná cena ke dni vzniku povinnosti, tj. ke dni 28. října 2004, činí 3 796,75 Kč. Premiová cena činí 3 797,68 Kč za jednu Akcii.
7. Originál znaleckého posudku je k nahlédnutí v pracovních dnech od 8:30 do 16:00 hodin ve výše uvedeném sídle Banky a v tištěné nebo elektronické kopii je zde k dispozici akcionářům Společnosti na vyžádání. Kopie znaleckých posudků jsou pořizovány na náklady Navrhovatele.
8. Nabídka je závazná 5 týdnů od data jejího uveřejnění v Hospodářských novinách, tj. do ●
9. Přijetí Nabídky musí být Akcií na majitele oznámeno po dobu její závaznosti takto:
Osoba, která má zájem o přijetí Nabídky (dále jen "Zájemce"), oznámí přijetí Nabídky Akcií na majitele Navrhovateli tím, že za níže uvedených podmínek podá pokyn k přijetí nabídky (dále jen "Pokyn") prostřednictvím společnosti RM-S. V Pokynu je nutné uvést (i) registrační číslo a rodné číslo (v případě cizinců registrační číslo přidělené SCP), případně identifikační číslo Zájemce, (ii) registrační číslo Navrhovatele 66511637-3, (iii) ISIN CZ0005078352, (iv) počet kusů prodáváných Akcií na majitele, (v) Cenu za jednu Akcii na majitele 3 797 Kč, (vi) způsob úhrady Ceny Zájemci stanovený v souladu s Tržním řádem a ostatními předpisy RM-S a případně další náležitosti vyžadované Tržním řádem a ostatními předpisy RM-S. Navrhovatel i Zájemce hradí své náklady (např. spojené s podáním Pokynu a jeho spárováním) podle platného sazebníku RM-S. Příslušné formuláře Pokynů jsou k dispozici na pracovištích

RM-S. Smlouva o koupi Akcií na majitele je uzavřena v 00:00:01 hodin následujícího provozního dne RM-S po dni podání Pokynu. K převodu Akcií na majitele a zaplacení Ceny dojde po uzavření smlouvy v souladu s Tržním řádem RM-S, smlouvou mezi RM-S a Navrhovatelem a Pokynem, a to nejdříve po uplynutí závaznosti Nabídky, nejpozději však do 60 dnů od uzavření smlouvy.

10. Přijetí Nabídky musí být u Akcií na jméno oznámeno po dobu její závaznosti takto:

Zájemce oznámí přijetí Nabídky Akcií na jméno Navrhovateli tím, že doručí písemné oznámení o přijetí Nabídky (dále jen "Oznámení") Bance na adresu Jungmannova č.or.34/č.p.750, P.O. Box 829, 110 00 Praha 1. Oznámení musí být Bance doručeno do konce závaznosti Nabídky doporučenou poštou nebo předáním v podatelně Banky v místě jejího výše uvedeného sídla. Oznámení musí být učiněno na formuláři zpracovaném pro tento účel Navrhovatelem, který Zájemce může získat v úředních hodinách ve výše uvedeném sídle Banky, na internetových stránkách Navrhovatele <http://www.cez.cz/> (v oddíle "Pro investory - Vydané cenné papíry") nebo na vyžádání u Banky poštou či faxem. Zájemce je povinen Oznámení podepsat a svůj podpis nechat úředně ověřit. Podepisuje-li Oznámení za Zájemce jeho zmocněnec, je třeba k Oznámení přiložit originál či ověřenou kopii plné moci (případně plných mocí, jedná-li se o následné zmocnění) též s úředně ověřenými podpisy. Zájemce – právnická osoba musí dále k Oznámení přiložit originál či úředně ověřenou kopii aktuálního výpisu z obchodního rejstříku nebo jiného úředního registru právnických osob, pokud se Zájemce do obchodního rejstříku nezapisuje, přičemž výpis nesmí být starší než 3 měsíce. Je-li Zájemce obcí, musí k Oznámení přiložit i ověřené kopie dokladu o přidělení identifikačního čísla obci, rozhodnutí zastupitelstva obce o prodeji Akcií a dokladu o zvolení starosty obsahující jméno, rodné číslo/datum narození a trvalé bydliště starosty (neobsahuje-li doklad tyto údaje, je třeba vyplnit a doručit též originál či ověřenou kopii čestného prohlášení starosty – formulář je k dispozici společně s formulářem Oznámení). Jakékoliv dokumenty v cizím jazyce je třeba opatřit úředně ověřeným překladem do češtiny a cizí veřejné a úřední listiny též příslušným vyšším ověřením. Oznámení představuje současně plnou moc k podání příkazu k registraci Akcií na jméno.

Smlouva o koupi Akcií na jméno je uzavřena doručením Oznámení včetně všech příslušných příloh Bance (je-li Oznámení učiněno v souladu s Nabídkou). K převodu Akcií na jméno dojde registrací převodu v SCP, a to nejdříve po uplynutí závaznosti Nabídky, nejpozději však do 60 dnů od uzavření smlouvy. K zaplacení Ceny za Akcie na jméno dojde bez zbytečného odkladu po vypořádání převodu příslušných Akcií na jméno, nejpozději však do 60 dnů od uzavření smlouvy, a to bezhotovostním převodem na bankovní účet uvedený Zájemcem v Oznámení.

V souvislosti s převoditelností Akcií na jméno Navrhovatel odkazuje na ustanovení § 183c odst. 1 ObchZ, podle kterého se Akcie na jméno pro účely Nabídky považují vždy za neomezeně převoditelné.

11. Nesprávný, neúplný či pozdě doručený Pokyn nebo nesprávné, neúplné či pozdě doručené Oznámení nejsou platným přijetím Nabídky a jako takové nebudou zohledněny.
12. Pokud na základě této Nabídky dojde k uzavření smlouvy o koupi Akcií, jejímž předmětem budou Akcie, (i) se kterými není Zájemce oprávněn neomezeně nakládat (za tato omezení se nepovažují omezení vyplývající ze stanov Společnosti) nebo k nimž jsou práva Zájemce jinak omezena, (ii) se kterými nejsou spojena všechna samostatně převoditelná práva podle § 156a ObchZ nebo všechna práva příslušející k Akcii podle právních předpisů, (iii) k nimž bylo zřízeno zástavní, opční nebo jiné právo třetích osob, nebo (iv) které trpí jinými právními či faktickými vadami, je Navrhovatel od uzavřené smlouvy o koupi Akcií oprávněn odstoupit.
13. Každý, kdo Nabídku přijal, je oprávněn přijetí odvolat do doby, než dojde k uzavření smlouvy o koupi Akcií, a to stejným způsobem, jakým došlo k přijetí Nabídky, ledaže by to v případě Akcií na majitele vylučoval Tržní řád RM-S nebo jiné předpisy RM-S. Pokud byla smlouva o koupi Akcií uzavřena, je osoba, která Nabídku přijala, oprávněna od této smlouvy do uplynutí doby závaznosti Nabídky odstoupit, a to: (i) v případě Akcií na majitele prostřednictvím pokynu k odstoupení od smlouvy uzavřené prostřednictvím RM-S ("OS pokyn") podaného v souladu s Tržním řádem RM-S a za podmínek v něm stanovených, a (ii) v případě Akcií na jméno na základě oznámení o odstoupení od Nabídky (dále jen "Oznámení o odstoupení") Navrhovateli prostřednictvím Banky. Oznámení o odstoupení musí být Bance doručeno v době závaznosti Nabídky doporučenou poštou nebo předáním v podatelně Banky v místě jejího výše uvedeného sídla. Oznámení o odstoupení musí být učiněno na formuláři zpracovaném pro tento účel Navrhovatelem, který Zájemce může získat v úředních hodinách ve výše uvedeném sídle Banky, na internetových stránkách Navrhovatele <http://www.cez.cz/> (v oddíle "Pro investory - Vydané cenné papíry") nebo na vyžádání u Banky poštou či faxem. V případě, že již došlo k převodu Akcií a k zaplacení Ceny za Akcie Zájemci, musí být spolu s Oznámením o odstoupení doručen doklad o úhradě Ceny za Akcie, kterých se odstoupení týká, zpět na účet Navrhovatele (č.ú. 0030100002/7910). Navrhovatel prostřednictvím Banky převede Akcie na náklady Zájemce zpět na jeho účet uvedený v Oznámení o odstoupení, a to bez zbytečného odkladu od doručení Oznámení o odstoupení Bance. V ostatním platí pro náležitosti a podpis Oznámení o odstoupení totéž, co pro přijetí Nabídky (tj. i ověřený podpis), včetně bodu 10 této Nabídky. Navrhovatel není povinen vrátit Akcie dříve, než Zájemce vrátí Navrhovateli zaplacenou Cenu za Akcie.
14. Záměrem Navrhovatele je těsnější začlenění Společnosti do koncernu Navrhovatele za účelem dosažení synergických efektů a zefektivnění činnosti Společnosti. V nadcházejícím období Navrhovatel počítá s postupným přesunem zaměstnanců a činností do dalších subjektů v rámci koncernu, v souladu s Konceptí podnikatelské činnosti společnosti, která byla schválena akcionáři na valné hromadě Společnosti. Tyto Navrhovatelem připravované záměry nebudou mít negativní dopad na členy orgánů společnosti ani negativní dopad na zaměstnanost.

15. Cenu Navrhovatel financuje z vlastních prostředků. Navrhovatel prohlašuje, že disponuje dostatečnými zdroji pro krytí svých závazků vyplývajících z této Nabídky.
16. Práva a povinnosti Navrhovatele, Banky, ani akcionářů Společnosti v souvislosti s Nabídkou nebudou dotčeny dojde-li před vypořádáním jejich vzájemných vztahů k převzetí evidence zaknihovaných cenných papírů centrálním depozitářem. V takovém případě budou odkazy na SCP interpretovány jako odkazy na centrálního depozitáře cenných papírů.
17. Nabídka byla schválena Komisí pro cenné papíry rozhodnutím Čj. ● ze dne ● 2004.

ČEZ, a. s.