



KOMISE PRO CENNÉ PAPÍRY

Č.j. 45/N/828/2003/2
V Praze dne 11. 7. 2003
Počet listů: 7

ROZHODNUTÍ

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 24. 6. 2003 na návrh společnosti Apollón holding, a.s., se sídlem Praha 4, Nusle, Žateckých č.p. 842, PSČ: 14000, IČ 10005005 (dále jen „účastník řízení“) zastoupené na základě plné moci ze dne 23. 6. 2003 obchodníkem s cennými papíry GARFIELD a.s., se sídlem Zámecká 488/20, 702 00, Moravská Ostrava, IČ 47676710, ve věci udělení souhlasu s uveřejněním textu veřejného návrhu smlouvy o koupi akcií, takto:

Účastníku řízení se podle ustanovení § 183e odst. 7 ve spojení s ustanovením § 186a odst. 4 obchodního zákoníku uděluje souhlas s uveřejněním textu veřejného návrhu smlouvy o koupi akcií činěného podle ustanovení § 186a odst. 1 obchodního zákoníku, doručeného dne 24. 6. 2003 pod e. č. 0100955/2003 a doplněné dne 1. 7. 2003 pod e. č. 011600/2003, dne 11. 7. 2003 pod e. č. 012611/2003, který je určen osobám, které byly ke dni konání valné hromady akcionáři účastníka řízení a nehlasovaly pro zrušení registrace akcií nebo se valné hromady nezúčastnily, a to ohledně těch akcií, jejichž majiteli byly ke dni konání valné hromady, která rozhodla o zrušení registrace, a nevzdaly se práva na jejich prodej účastníku řízení. Veřejný návrh smlouvy o koupi akcií se vztahuje na registrované zaknihované akcie společnosti Apollón holding, a.s., se sídlem Praha 4, Nusle, Žateckých č.p. 842, PSČ: 14000, IČ 10005005, kmenové, kód ISIN CZ0009084604, o jmenovité hodnotě 500,- Kč, vydaných ve formě na majitele, a to za cenu 103,80 Kč za jeden kus akcie. Schválený veřejný návrh smlouvy o koupi akcií je nedílnou součástí tohoto rozhodnutí.

ODŮVODNĚNÍ

Komise pro cenné papíry (dále jen „Komise“) obdržela dne 24. 6. 2003 pod e. č. 010955/2003 žádost účastníka řízení o udělení souhlasu s povinným veřejným návrhem smlouvy o koupi

akcií, který má být učiněn z důvodu zrušení registrace akcií na základě ustanovení § 186a odst. 1 obchodního zákoníku. Mimořádná valná hromada účastníka řízení rozhodla dne 4. 6. 2003 o zrušení registrace akcií účastníka řízení. Podle ustanovení § 186a odst. 1 obchodního zákoníku vznikla účastníku řízení povinnost učinit do 30 dnů ode dne, kdy valná hromada rozhodla o zrušení registrace akcií, veřejný návrh smlouvy o koupi akcií osobám, které byly ke dni konání valné hromady akcionáři účastníka řízení a nehlasovaly pro zrušení registrace akcií nebo se valné hromady nezúčastnily, a to ohledně těch akcií, jejichž majiteli byly ke dni konání valné hromady, která rozhodla o zrušení registrace, a nevzdaly se práva na jejich prodej účastníku řízení. Poslední den třicetidenní lhůty pro učinění veřejného návrhu smlouvy připadl na pátek 4. 7. 2003. Neučinění povinného veřejného návrhu smlouvy o koupi akcií v zákonném termínu může být předmětem dalšího správního řízení před Komisí.

Základní kapitál účastníka řízení ve výši 2 138 563 tis. Kč je tvořen 4 277 126 kusy akcií na majitele, registrovaných, kód ISIN CZ0009084604, o jmenovité hodnotě jedné akcie 500,- Kč, vydaných v zaknihované podobě.

Podle ustanovení § 186a odst. 4 obchodního zákoníku se na postup při koupi akcií použijí přiměřeně ustanovení § 183a, 183c a § 183e až 183g obchodního zákoníku. Vzhledem ke skutečnosti, že účastník řízení činí veřejný návrh smlouvy o koupi jím emitovaných účastnických cenných papírů podle ustanovení § 186a obchodního zákoníku, z povahy věci plyne, že není povinen předkládat stanovisko představenstva a dozorčí rady podle ustanovení § 183e odst. 6 obchodního zákoníku.

Účastník řízení k žádosti přiložil text veřejného návrhu smlouvy ve znění, v jakém má být uveřejněn. Komise přezkoumala žádost a text veřejného návrhu smlouvy a zjistila, že text veřejného návrhu smlouvy obsahuje některé nedostatky, které sdělila účastníku řízení telefonicky dne 27. 6. 2003. Účastník řízení zaslal Komisi dne 1. 7. 2003 upravený text veřejného návrhu smlouvy v elektronické podobě. Komise dále zjistila, že původní i opravený text veřejného návrhu smlouvy obsahuje chybný údaj o sídle účastníka řízení. Podle internetové verze obchodního rejstříku byla dne 21. 6. 2003 do obchodního rejstříku zapsána změna jeho sídla na Praha 4, Nusle, Žateckých č.p. 842, PSČ 140 00. Komise vyzvala účastníka řízení, aby tento formální nedostatek odstranil a opravený text veřejného návrhu doručil Komisi v listinné podobě. Účastník řízení doručil opravený text veřejného návrhu dne 11. 7. 2003 pod č. č. 012611/2003.

Podle ustanovení § 186a odst. 4 obchodního zákoníku je společnost povinna koupit akcie za cenu přiměřenou hodnotě akcií, přičemž přiměřenost ceny musí být doložena posudkem znalce. Účastník řízení k žádosti přiložil znalecký posudek č. 452/52/2003 vypracovaný Ing. Radimem Novotným, bytem Nová 10, 664 49, Ostopovice, znalcem v oboru ekonomika, odvětví ceny a odhady se specializací nemovitosti a oceňování podniků (dále jen „znalec“), dokládající přiměřenost ceny za akcie účastníka řízení ke dni 4. 6. 2003.

Pro účely doložení přiměřenosti navrhované ceny hodnotě akcií účastníka řízení použil znalec zejména metody likvidační a dále metody vycházející z tržních cen účastníka řízení. Konečnou hodnotu akcie pak stanovil jako vážený průměr výsledků jednotlivých metod. Největší váhu ve výši 80 % znalec přiřadil výsledku metody likvidační, který činí 92,58 Kč za jednu akcii účastníka řízení. Zbylou 20% váhu přiřadil tržním cenám, které se lišily tím, zda v sobě zahrnují akviziční cenu z prosince roku 2002. Tímto postupem dospěl znalec k závěru, že cena ve výši 94,10 Kč za jednu akcii účastníka řízení je cenou přiměřenou jejich hodnotě. Komise přezkoumala znalecký posudek a v jeho obsahu našla následující nedostatky:

- a) Pro účely ocenění společnosti účastníka řízení použil znalec metody likvidační, kdy předpokládal, že k ukončení likvidace a vyplacení likvidačního zůstatku dojde za 38 měsíců od data ocenění. Znalec pro období mezi dnem ocenění a dnem vyplacení likvidačního zůstatku předpokládal zhodnocení jednotlivých druhů aktiv. Jejich hodnotu ke dni likvidace pak převedl na současnou hodnotu ke dni ocenění s pomocí diskontní míry ve výši 11,83 %. Komise považovala za nutné připomenout základní účel diskontní míry v ocenění. Jejím úkolem je zohlednění dvou základních aspektů spojených s investicí do základního kapitálu obchodní společnosti, a to časovou hodnotu peněz a rizikovost dané investice. Riziková přírážka obsažená v diskontní sazbě tak odráží riziko, že předpokládaných zisků, resp. peněžních toků nebude dosaženo. Je tedy spojena s nejistotou existence a výše takových ekonomických efektů, které doposud nebyly dosaženy. Komise konstatovala, že znalec výše uvedenou diskontní mírou snižuje takový peněžní tok, který již byl dosažen, a není tak spojen s žádným rizikem. Převážná část aktiv účastníka řízení je totiž ve velmi likvidní formě. Více než 56 % tržní hodnoty aktiv k datu ocenění je tvořeno hotovostními penězi a více než 91 % buď v penězích nebo ve velmi likvidních finančních instrumentech. Na výnos z likvidace dnes již velmi likvidních aktiv tak nelze aplikovat stejnou diskontní míru jako na peněžní toky plynoucí z provozní činnosti podniku. Zároveň lze předpokládat, že výnosnost takových aktiv se bude velmi blížit bezrizikové výnosnosti a zároveň výnosnost požadovaná z likvidace takových aktiv s ohledem na téměř nulové riziko se také bude blížit této hranici. Na základě těchto skutečností lze předpokládat, že i budoucí hodnota takových aktiv se nebude významně odchylovat od jejich současné hodnoty. Znalec na straně 40 znaleckého posudku předpokládá výnosnost majetku 2 % p.a. jako výnosnost peněžních prostředků (úroky z vkladů). Komise konstatuje, že diskontní míra u dlouhodobého finančního majetku nebo krátkodobého finančního majetku nemůže převyšovat jejich skutečnou očekávanou výnosnost. V opačném případě neexistuje rozumný investor, jenž by okamžitě takováto aktiva nezpeněžil. Na hodnotu okamžitě zpeněžitelného finančního majetku (např. akcie vydané společností ČEZ, a.s. v majetku účastníka řízení) tak na základě předchozí argumentace nelze aplikovat vyšší diskontní míru, než odpovídá požadované výnosnosti peněžních prostředků. Tento postoj Komise může být také podložen faktem, že v případě tradičního výnosového ocenění podniku, který disponuje neprovozními peněžními či vysoce likvidními aktivy, se jejich nominální hodnota přičítá k provozní hodnotě podniku jako celku, aniž by bylo kalkulováno s jejich rozdílem mezi současnou a budoucí hodnotou. Jejich hodnota tedy není snižována vlivem časového faktoru. Komise tak vyzvala, aby znalec na podkladě výše uvedených skutečností upravil přepočtení budoucí hodnoty aktiv účastníka řízení na jejich současnou hodnotu.
- b) Znalec do výpočtu metodou likvidační zahrnul i daň ve výši 15 % z rozdílu mezi výší likvidačního zůstatku a nabývací cenou akcie. Tuto nabývací cenu aproximoval vypočtenou hodnotou akcie k datu ocenění ve výši 105,07 Kč za jednu akcii účastníka řízení. Znalec rovněž ve znaleckém posudku upozorňuje na určitou cykličnost při výpočtu srážkové daně. Komise konstatovala, že tuto cykličnost lze odstranit snížením současné hodnoty podílu na likvidačním zůstatku o součin této hodnoty a součtu nekonečné geometrické řady s prvním členem rovným 0,15 a koeficientem 0,15 namísto pouhého snížení o 15 % ze současné hodnoty podílu na likvidačním zůstatku. Dále je Komise názoru, že daň z příjmů z kapitálového majetku je již implicitně obsažena v bezrizikové výnosnosti. V případě růstu této daňové sazby by zřejmě vzrostla i požadovaná bezriziková výnosnost a naopak. Tuto skutečnost dokumentují rozdíly ve výnosnostech státních dluhopisů České republiky a hypotečních zástavních listů emitovaných některou z českých hypotečních bank (za jinak srovnatelných podmínek, zejména doby do splatnosti a úrovně kreditního rizika).

- c) Znalec na výsledek likvidační hodnoty aplikoval tzv. srážku za minoritu, tedy takovou srážku, která odráží omezenou možnost minoritních akcionářů ovlivňovat chod podniku. Komise je názoru, že v ocenění pro účely povinných odkupů nelze používat tzv. srážky za minoritu. Výsledná hodnota ocenění by tedy neměla být závislá na rozložení akciových podílů ve společnosti. Tento postoj Komise opírá zejména o zásadu rovnosti a nediskriminace všech akcionářů jako základní zásadu akciového práva, promítnutou např. v zákazu zneužívání většiny, ale i menšiny hlasů ve společnosti. Zásada rovnosti všech akcionářů je specifikována pro účely nabídky převzetí v ustanovení § 183a odst. 10 obchodního zákoníku, který uvádí, že při nabídce převzetí musí být se všemi akcionáři společnosti, kteří se nacházejí ve stejném právním postavení, zacházeno stejně. Jsou-li tedy akcionáři bez ohledu na velikost jejich podílu majiteli stejných akcií, musí být i pro účely nabídky převzetí a veřejného návrhu smlouvy považována hodnota těchto akcií za shodnou, aby byla tato zásada dodržena. Porušení zásady rovného přístupu ke všem akcionářům použitím srážky za minoritu je zvláště zjevné v případě ocenění účastníka řízení formou likvidační metody. Touto srážkou tak přiznáváme část nezpochybnitelné majetkové podstaty majoritnímu akcionáři na úkor akcionářů minoritních, což je jednoznačně v rozporu s výše zmíněnou zásadou nediskriminace.
- d) Znalec dále uvádí, že srážka za minoritu popsaná v bodě c) výše v sobě obsahuje i ostatní rizika, a to zejména rizika ze soudních sporů vedených účastníkem řízení. Připustíme-li, že výše uvedená rizika existují a že byla diskontní míra aplikována správným způsobem, pak je převážná část těchto rizik implicitně zakotvena již v rizikové přírážce k bezrizikové úrokové míře. Tudíž tato rizika by byla v ocenění zahrnuta dvakrát. Komisi není známa existence jiného sporu než žaloby ze strany společností C.D.E. Investments B.V. a Československá obchodní banka, a.s. domáhající se zaplacení částky více než 500 mil. Kč. Komise byla však orgány účastníka řízení společnosti informována o mimosoudním vyrovnání a zpětvzetí žaloby. Účastník řízení tuto informaci doručila Komisi dne 6. 6. 2003 s tím, že uvedená jednání o mimosoudním vyrovnání se nacházejí v závěrečné fázi a s vyjádřením vedení účastníka řízení, že „uvedený spor bude v nejbližší době ukončen bez jakéhokoliv dopadu na hospodářskou situaci účastníka řízení“.
- Komise dále upozorňuje na zcela intuitivní určení srážky reflektující taková rizika, pokud existují. Komise si je přitom vědoma, že přesnější kvantifikace takových rizik by vyžadovala podrobnou právní i ekonomickou analýzu jednotlivých sporů. Znalec sice uvádí, že považuje 20% výši diskontu za minimální, avšak z jakého důvodu použil srážku právě v takové výši již neuvádí. Komise tedy vyzvala znalce, aby ze znaleckého posudku odstranil srážku za minoritu a jiná rizika nebo důvod jejího použití a její výši řádně zdůvodnil.
- e) Komise konstatuje, že znalcem provedený výpočet v tabulce na straně 39 a 40 znaleckého posudku je jen obtížně interpretovatelný, neboť např. stálá aktiva v zůstatkových cenách ke dni 31. 5. 2003 ve vlastnictví účastníka řízení dosahovala výše 312 128 tis. Kč, zatímco v tabulce na straně 39 je uvedena výše 990 885 026,- Kč. Výsledek vyplývající z početních operací údajů uvedenými v tabulce na straně 39 a 40 ovlivňuje užití či neužití metody likvidační s mimořádnou dividendou. Komise proto vyzvala znalce, aby popsal údaje ve výše uvedené tabulce tak, aby bylo zřejmé, k jakým položkám účetních výkazů a k jakému časovému období se vztahují, nebo doplnil znalecký posudek o stručné vysvětlení významu jednotlivých údajů a postupu.

Komise informovala o výše uvedených nedostatcích ve znaleckém posudku znalce dne 27. 6. 2003 elektronickou poštou. Dále Komise vyzvala Komisi účastníka řízení dopisem ze dne 4.

7. 2003 pod č. j. 45/N/828/2003/1 (dále jen „výzva“) k doplnění znaleckého posudku a současně v souvislosti s touto výzvou účastníku řízení oznámila, že v souladu s ustanovením § 183e odst. 9 obchodního zákoníku prodlužuje lhůtu pro vydání rozhodnutí podle ustanovení § 183e odst. 7 obchodního zákoníku o dalších pět pracovních dnů, a to do pátku 11. 7. 2003. Dodatek znaleckého posudku, který zohledňuje uvedené nedostatky, byl Komisi doručen dne 8. 7. 2003 v elektronické podobě a dále dne 11. 7. 2003 pod e. č. 12611/2003 (dále jen „dodatek“) v podobě listinné. Dále bylo Komisi doručeno vyjádření představenstva účastníka řízení ze dne 10. 7. 2003, které obsahuje výčet právních a jiných rizik, které vyplývají pro účastníka řízení z jeho minulé činnosti, kterým znalec odůvodňuje výši srážky za minoritu a jiná rizika, tento dokument je označen jako neveřejný.

Ve vztahu k poplatkové povinnosti při podání žádosti o udělení souhlasu s obsahem veřejného návrhu smlouvy podle ustanovení § 183e odst. 7 obchodního zákoníku Komise uvádí, že účastník řízení uhradil částku 5 000,- Kč vylepením kolků na podání ze dne 24. 6. 2003 pod e. č. 010955/2003 (položka 63 písm. f) sazebníku k zákonu č. 368/1992 Sb., o správních poplatcích, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „zákon o správních poplatcích“).

Komise po přezkoumání žádosti a veřejného návrhu smlouvy konstatuje, že obsahují veškeré náležitosti požadované příslušnými ustanoveními obchodního zákoníku. Podle názoru Komise doplněný znalecký posudek dokládá přiměřenost ceny hodnotě kmenových akcií účastníka řízení s ohledem na obvykle používaná kritéria ocenění a zvláštnosti účastníka řízení. Podle názoru Komise znalec správně a bezchybně aplikoval metody použité ve znaleckém posudku. S přihlédnutím k této skutečnosti, jakož i s ohledem k závěru o přiměřenosti ceny za akcie účastníka řízení rozhodla Komise tak, jak se uvádí ve výroku.

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).

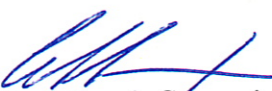
Podle položky 63 písm. g) zákona o správních poplatcích je s účinností od 12. 7. 2002 zpoplatněno podání rozkladu proti rozhodnutí Komise, a to

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

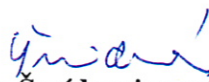
Správní poplatek lze uhradit kolkovými známkami, a to přilepením na písemné vyhotovení rozkladu nebo příkázáním příslušné částky na účet Komise zřízený u České národní banky č. 3711-2827001/0710, konstantní symbol 1148, variabilní symbol 452828032. V případě platby převodem na bankovní účet je třeba 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.


Mgr. Marek Spurný
ředitel odboru emisí cenných papírů
v zastoupení Mgr. Klára Cetlová
vedoucí oddělení nabídek převzetí




Helena Šmídmajerová
odbor emisí cenných papírů

Příloha: schválená nabídka převzetí (3 strany)