



KOMISE PRO CENNÉ PAPIRY

GARFIELD a.s.
IČ 47676710
Zámecká 488/20
702 00 Moravská Ostrava

V Praze dne 4. 7. 2003
Č.j. 45/N/828/2003/1
Počet stran: 4

Výzva k doplnění žádosti a oznámení o prodloužení lhůty pro vydání rozhodnutí ve věci udělení souhlasu s obsahem veřejného návrhu smlouvy podle ustanovení § 186a odst. 1 ve spojení s § 183e odst. 7 zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů

Účastník řízení, společnost Apollón holding, a.s., se sídlem Praha 4, Nusle, Žateckých č.p. 842, PSČ: 14000, IČ 10005005 zastoupený 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 (dále jen „účastník řízení“) podal ke Komisi pro cenné papíry (dále jen „Komise“) dne 24. 6. 2003 pod e. č. 010955/2002 žádost o udělení souhlasu s obsahem veřejného návrhu smlouvy podle ustanovení § 186a odst. 1 zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „obchodní zákoník“). Povinnost učinit veřejný návrh smlouvy vznikla účastníkovi řízení v důsledku rozhodnutí valné hromady konané dne 4. 6. 2003, která rozhodla, že bude zrušena registrace účastnických cenných papírů vydaných účastníkem řízení. Veřejný návrh smlouvy je určen akcionářům účastníka řízení, kteří na výše uvedené valné hromadě nehlasovali pro zrušení registrace nebo se valné hromady nezúčastnili, a to ohledně těch akcií, o jejichž zrušení registrace bylo rozhodnuto, jejichž majiteli byli ke dni konání valné hromady, pokud se nevzdali práva na jejich prodej účastníkovi řízení. Podle ustanovení § 183e odst. 8 ve spojení s § 186a odst. 4 obchodního zákoníku může Komise ve lhůtě osmi pracovních dnů od doručení veřejného návrhu smlouvy tento veřejný návrh smlouvy zakázat, navrhnout jeho změnu nebo rozhodnout o souhlasu s jeho uveřejněním. Ustanovení § 183e odst. 9 obchodního zákoníku stanoví, že Komise je oprávněna ve lhůtě 8 pracovních dnů ode dne doručení návrhu oznámit navrhovateli, že lhůtu podle předchozí věty z důležitých důvodů prodlužuje, avšak nejdéle o dalších pět pracovních dnů.

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 účastníkovi 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 tímto vyzývá účastníka řízení, aby tento formální nedostatek odstranil a opravený text veřejného návrhu doručil Komisi v listinné podobě.

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 nemovitostí 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 nalezla 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 na tomto místě považuje 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 přírůžka 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 konstatuje, 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

vyzývá, aby znalec na podkladě výše uvedených skutečností upravit přepočet 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 konstatuje, 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 přírázce k bezrizikové úrokové míře. Tudíž tato rizika by byla v ocenění zahrnuta dvakrát. Komisi není známa existence jiného sporu než žaloby ze strany společnosti 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 cílové společnosti informována o mimosoudním vyrovnání a zpětvzetí žaloby. Cílová společnost 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 cílové společnosti, že „uvedený spor bude v nejbližší době ukončen bez jakéhokoliv dopadu na hospodářskou situaci cílové společnosti“.

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 vyzývá znalce, aby ze znaleckého posudku odstranil srážku za minoritu a jiná rizika nebo důvod jejího použití a její výši řádně zdůvodnil.

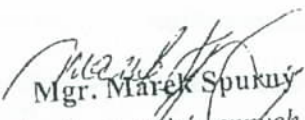
- e) Komise konstatuje, že znalcem provedený výpočet v tabulce na straně 39 a 40 znaleckého posudku je jen obtížně interpretovatelný, neboť např. stálá aktiva v zůstatkových cenách ke dni 31. 5. 2003 ve vlastnictví účastníka řízení dosahovala výše 312 128 tis. Kč, zatímco v tabulce na straně 39 je uvedena výše 990 885 026,- Kč. Výsledek vyplývající z početních operací údajů uvedených v tabulce na straně 39 a 40 ovlivňuje užití či neužití metody likvidační s mimořádnou dividendou. Komise proto vyzývá 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.

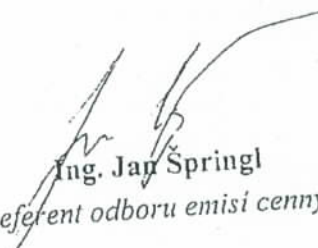
Veřejný návrh smlouvy předložený účastníkem řízení vlivem výše uvedených nedostatků neobsahuje všechny údaje požadované příslušnými ustanoveními obchodního zákoníku. Znalec při zpracování znaleckého posudku chybně vypočetl některé údaje podstatné pro zjištění přiměřenosti ceny hodnotě akcií účastníka řízení, což ve svém důsledku znamená, že účastník řízení nedoložil přiměřenost ceny podle ustanovení § 186a odst. 4 obchodního zákoníku. Komise tak nemůže zkoumat, zda je cena navrhovaná ve veřejném návrhu přiměřená hodnotě akcií účastníka řízení, přičemž závěr o přiměřenosti navrhované ceny je jedním ze základních předpokladů pro udělení souhlasu s obsahem veřejného návrhu. Komise informovala o výše uvedených nedostatcích ve znaleckém posudku znalce dne 27. 6. 2003 elektronickou poštou. Komise účastníka řízení na základě výše uvedených skutečností vyzývá, aby

na základě shora uvedených připomínek odstranil uvedené nedostatky znaleckého posudku a textu veřejného návrhu smlouvy.

Vzhledem k tomu, že lhůta pro vydání rozhodnutí podle § 183e odst. 7 ve spojení s § 186a odst. 4 obchodního zákoníku uplyne dne 20. 1. 2002, oznamuje Komise účastníku řízení, že

v souladu s ustanovením § 183e odst. 9 ve spojení s § 186a odst. 4 obchodního zákoníku prodlužuje lhůtu pro vydání rozhodnutí podle ustanovení § 183e odst. 7 obchodního zákoníku o dalších pět pracovních dní, tj. do pátku 11. 7. 2003.


Mgr. Marek Spukný
ředitel odboru emisí cenných papírů


Ing. Jan Špringl
odborný referent odboru emisí cenných papírů

KOMISE PRO CENNÉ PAPIŘY
111 21 PRAHA 1
WASHINGTONOVA 7
- 11 -