ČNB ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA
NA PŘÍKOPĚ 28
115 03 PRAHA 1

Rozhodnutí nabylo právní moci dne: 28.11.2008

ČNB ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA
Sekce licenčních a sankčních řízení
Na Příkopě 28, 115 03 Praha 1
05

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA
Sekce licenčních a sankčních řízení
Na Příkopě 28, 115 03 Praha 1
05

Sekce licenčních
a sankčních řízení

V Praze dne 28. 11. 2008
Č.j. 2008/13690/570
ke sp.zn. Sp/2008/310/572
Počet stran: 7

ROZHODNUTÍ

Česká národní banka jako orgán dohledu nad finančním trhem podle zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, orgán dohledu nad kapitálovým trhem podle zákona č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů, a orgán příslušný k rozhodnutí podle § 183n odst. 1 zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „obchodní zákoník"), rozhodla ve správním řízení vedeném podle zákona č. 500/2004 Sb., správní řád, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „správní řád"), o žádosti společnosti UNIPETROL, a.s., o udělení předchozího souhlasu se zdůvodněním výše protiplnění při výkupu účastnických cenných papírů přijatých k obchodování na regulovaném trhu

takto:

Účastníku řízení společnosti UNIPETROL, a.s., IČ 616 72 190, se sídlem Praha 4, Na Pankráci 127, PSČ 140 00,

se uděluje

předchozí souhlas podle § 183n odst. 1 obchodního zákoníku se zdůvodněním výše protiplnění 977 Kč, které má být v souvislosti s uplatněním práva výkupu účastnických cenných papírů dle § 183i a násl. obchodního zákoníku zaplaceno menšinovým akcionářům společnosti PARAMO, a.s., IČ 481 73 355, se sídlem Pardubice, Přerovská čp. 560, PSČ 530 06, a to za jednu kmenovou akcii na majitele ve jmenovité hodnotě 1.000 Kč, ISIN CZ0005091355, vydanou v zaknihované podobě společností PARAMO, a.s. Zdůvodnění výše protiplnění je nedílnou součástí tohoto rozhodnutí.

ODŮVODNĚNÍ

Účastník řízení (dále též „UNIPETROL") podal k České národní bance (dále též „ČNB") dne 15. 10. 2008 žádost podle § 183n odst. 1 obchodního zákoníku o udělení předchozího souhlasu se zdůvodněním výše protiplnění jako přiměřené náhrady za akcie menšinových akcionářů společnosti PARAMO, a.s. (dále též „Společnost" nebo „PARAMO"), v souvislosti s přechodem akcií na účastníka řízení jako hlavního akcionáře při výkupu účastnických cenných papírů dle § 183i a násl. obchodního zákoníku.

Podle ustanovení § 183i odst. 1 obchodního zákoníku je hlavním akcionářem osoba, která vlastní ve společnosti účastnické cenné papíry, jejichž souhrnná jmenovitá hodnota činí alespoň 90% základního kapitálu společnosti, s nímž jsou spojena hlasovací práva, a s nimiž je spojen alespoň 90% podíl na hlasovacích právech ve společnosti.

Základní kapitál Společnosti činí 1.330.078.000 Kč a je tvořen 1.330.078 ks kmenových akcií na majitele ve jmenovité hodnotě 1.000 Kč. Účastník řízení je vlastníkem 1.220.594 ks kmenových akcií na majitele o jmenovité hodnotě 1.000 Kč, s nimiž je spojen podíl na základním kapitálu a hlasovacích právech Společnosti ve výši 91,77 %. Účastník řízení tedy je hlavním akcionářem ve smyslu ustanovení § 183i odst. 1 obchodního zákoníku.

Jako zdůvodnění výše protiplnění předložil účastník řízení ČNB ocenění ze dne 17. 9. 2008 (dále jen „Zpráva o ocenění") vypracované znaleckým ústavem American Appraisal s.r.o., IČ 448 47 068, se sídlem Praha 4, Lomnického 1705/9, PSČ 140 00 (dále jen „Znalec").

1. Ocenění

Znalec určil výnosovou metodou tržní hodnotu jedné kmenové akcie Společnosti o jmenovité hodnotě 1.000 Kč ve výši 977 Kč. Zpráva o ocenění dále obsahuje ocenění založená na analýze trhu (jedná se o metodu přímého ocenění z dat kapitálového trhu a o metodu založenou na srovnatelných podnicích), nicméně jejich výsledky nebyly Znalcem v rámci výsledného stanovení hodnoty Společnosti použity.

Ve strategické analýze se Znalec zabýval analýzou a prognózou vývoje trhu s ropou a ropnými produkty včetně klíčových veličin majících vliv na vývoj hospodaření společností v tomto odvětví, což je cena ropy a rafinérská marže. Své závěry doložil nezávislými daty z veřejně dostupných zdrojů. Dále byla věnována pozornost analýze samotné Společnosti resp. jejího produktového portfolia a v komentáři k finančnímu plánu také analýze produkčních kapacit a silných a slabých stránek ve srovnání s konkurencí. Co se týče konkurence, bylo identifikováno několik společností včetně údajů o výsledcích hospodaření a hodnotě majetku. Finanční plán použitý pro ocenění Společnosti je založen na průměrném vytížení kapacit dosaženém v minulosti a zachování stabilního tržního postavení Společnosti, s čímž lze na základě informací uvedených ve strategické analýze a komentáři k finančnímu plánu souhlasit.

Zpracovaná finanční analýza Společnosti obsahuje analýzu účetních výkazů a propočet základních ukazatelů rentability, likvidity, zadluženosti a řízení aktiv za období let 2003 až 2007. Z této analýzy vyplývá, že Společnost je schopna dlouhodobé existence.

Jelikož strategická a finanční analýza Společnosti prokázaly splnění předpokladu going concern, byla pro určení tržní hodnoty akcií Společnosti použita výnosová metoda, a to ve variantě DCF Entity (tj. metoda založená na kalkulaci volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele). Volné peněžní toky Společnosti byly kalkulovány na základě sestaveného finančního plánu v běžných cenách, přičemž základní parametry tohoto plánu jsou v souladu nejen s minulým vývojem hospodaření Společnosti, ale i s prognózami obsaženými ve strategické analýze. Diskontní míra byla konzistentně se zvolenou variantou výnosového ocenění stanovena na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu, přičemž všechny její složky byly odhadnuty na základě nezávislých, veřejně dostupných informačních zdrojů. Odečtením úročených cizích zdrojů k datu ocenění a přičtením neprovozního majetku byla stanovena výsledná tržní hodnota Společnosti a alikvotním přepočtem i hodnota jedné akcie příslušné nominální hodnoty.

Na základě přezkumu aplikace použité oceňovací metody dospěla ČNB k závěru, že při ocenění Společnosti byly použity standardní postupy pro zjištění tržní hodnoty společnosti výnosovou metodou DCF Entity. ČNB proto dospěla k závěru, že navrhovaná výše protiplnění je řádně zdůvodněna.

2. Další skutečnosti

ČNB obdržela v průběhu řízení o žádosti několik podnětů od menšinových akcionářů PARAMA, jejichž popis a vypořádání následují:

a) *Společnost UNIPETROL, a.s., koupila v listopadu 2007 14,51 % akcií Společnosti za cenu 241,3 mil. Kč, což odpovídá ceně cca 1.250 Kč za akcii.*

Cena, kterou je ochoten zaplatit většinový akcionář za akcie společnosti, nemá zpravidla vztah k hodnotě akcií v rukou drobných akcionářů. Projevuje se v ní totiž mezní užitek, kterého může většinový akcionář z nabytých akcií dosáhnout.

Ten je začasté dán tím, že většinový akcionář pomocí nabytých akcií získá podíl na hlasovacích právech, který je nezbytný pro přijetí některých rozhodnutí valné hromady. Proto je většinový akcionář obvykle ochoten za akcie, které mu chybí pro dosažení takového podílu na hlasovacích právech, zaplatit jistou přirážku. V rámci přípravy konkrétního podnikatelského opatření pak většinový akcionář jednoduše akceptuje určitou cenu za potřebné chybějící akcie jen proto, že jinak by nemohl plánované opatření uskutečnit. Taková úvaha je však určující pouze pro většinového akcionáře, zatímco pro drobné akcionáře nemá žádný význam. Pro ně je většinovým akcionářem zaplacená cena dosažitelná jen tehdy, pokud jsou to právě oni, komu se podaří akcie za tuto cenu většinovému akcionáři prodat.

V daném případě UNIPETROL koupí podílu 14,51 % zvýšil svůj celkový podíl na základním kapitálu a hlasovacích právech Společnosti ze 77,25 % (včetně podílu 3,73 % drženého mateřskou společností UNIPETROLU) na 91,76 %, tj. mimo jiné právě na úroveň, kterou potřeboval pro uskutečnění nuceného výkupu akcií Společnosti.

Pro úplnost doplňujeme, že konstrukce výše protiplnění při nuceném výkupu akcií není založena na zásadě rovného zacházení se všemi akcionáři, jejímž vyjádřením by byla povinnost hlavního akcionáře nabývat v rámci nuceného výkupu akcie alespoň za cenu, kterou za ně v minulosti zaplatil. Právní úprava výše protiplnění při nuceném výkupu akcií je založena toliko na zásadě náhrady za ztrátu podílu na fungujícím podniku.

Z těchto důvodů ČNB dospívá k závěru, že výše protiplnění při nuceném výkupu akcií Společnosti nemusí odpovídat ceně, kterou UNIPETROL zaplatil v listopadu 2007 za 14,51 % akcií Společnosti.

b) *Tržní kurz akcií Společnosti na regulovaném trhu se dlouhodobě pohybuje na úrovni kolem 1.200 Kč. Přitom podle názoru Ústavního soudu (viz odůvodnění nálezu ve věci návrhu skupiny senátorů na zrušení ustanovení § 183i až 183n obchodního zákoníku, sp. zn. Pl. ÚS 56/05, zveřejněném ve Sbírce zákonů č. 257/2008) se „přiměřenost ceny kótovaných akcií nikdy nemůže pohybovat pod hranicí tržní ceny".*

ČNB souhlasí s názorem, že při zjišťování hodnoty podílu na kótované společnosti nesmí být opomenut tržní kurz. To plyne ze skutečnosti, že odškodnění a tedy i způsob jeho stanovení musí odpovídat odnímanému majetku. Vlastnictví akcií se vyznačuje mimo jiné svou obchodovatelností, přičemž akcie přijaté k obchodování na regulovaném trhu jsou na tomto trhu oceňovány na základě střetávání nabídky a poptávky.

Požadavek na zohlednění tržního kurzu však nelze podle názoru ČNB absolutizovat – v konkrétním případě mohou existovat důvody i pro stanovení protiplnění pod úrovní tržního kurzu, zejména pokud existuje tzv. úzký trh s omezenou likviditou a je tedy nejisté, zda by drobní akcionáři byli vůbec schopni za existující tržní kurz své akcie prodat.

V obecné rovině lze v případě akciových společností, ve kterých existuje hlavní akcionář s podílem na základním kapitálu alespoň 90 %, předpokládat sníženou likviditu trhu a tedy i předmětných akcií. V tomto smyslu se také vyjádřil účastník řízení v reakci na žádost ČNB, aby při stanovení výše protiplnění zohlednil nejen

vnitřní či fundamentální hodnotu akcie PARAMO, ale také tržní kurz akcie obchodované na regulovaném trhu.

Ve svém vyjádření provedl mimo jiné prostou analýzu počtu zobchodovaných akcií s tím, že v období od 2. 5. 2008 do 13. 10. 2008 bylo v segmentu KOBOS Burzy cenných papírů Praha (BCPP) a na trhu RM-Systém zobchodováno jen 5.018 akcií PARAMO, tj. 0,38 % všech akcií PARAMO, resp. 4,58 % akcií PARAMO, které k datu 13. 10. 2008 byly v majetku drobných akcionářů. V segmentu KOBOS se přitom v období od 14. 5. 2008 do 30. 9. 2008 zobchodovala jediná akcie PARAMO.

Dále se účastník řízení věnoval porovnání toho, jak velká část akcií PARAMO je v průměru denně zobchodována (měřeno jako poměr zobchodovaných akcií k tržní kapitalizaci). Použil přitom údaje za měsíc říjen, ve kterém došlo u akcií PARAMO k nárůstu zobchodovaných objemů v souvislosti s uveřejněním záměru společnosti UNIPETROL provést nucený výkup akcií PARAMA. Přesto je tento ukazatel u společnosti PARAMO velmi nízký a nedosáhl ani půl procenta (konkrétně 0,17 %, resp. 0,33 % při zahrnutí objemů zobchodovaných v RM-Systému). V porovnání se segmentem SPAD, který představuje nejlikvidnější část trhu BCPP, je hodnota předmětného ukazatele řádově nižší. To platí nejen v porovnání se společnostmi významně většími (ČEZ – 10,77 %, UNIPETROL – 11,68 %), ale i v porovnání se společnostmi s nižší tržní kapitalizací (ECM – 33,29 %, Pegas – 21,43 %).

Účastník řízení ve svém vyjádření dospěl k závěru, že PARAMO je titulem s likviditou v období posledních 6 měsíců v podstatě nulovou, v období od října 2008 pak s relativně (v porovnání s řadou jiných společností na BCPP) nízkou likviditou. Domnívá se proto, že akcie PARAMA kótovaná na BCPP nenaplňuje v plné míře znaky likvidního aktiva, které je možné prakticky okamžitě prodat či koupit bez dopadu na ztrátu hodnoty.

Se závěrem účastníka řízení ohledně relativně nízké likvidity akcií PARAMA v porovnání s nejlikvidnějším segmentem trhu BCPP se ČNB ztotožnila, nicméně provedla ještě další šetření ohledně obchodování s akciemi PARAMA s cílem podrobněji posoudit charakteristiky trhu s tímto titulem.

Struktura akcionářů PARAMA je specificky ovlivněna tzv. kuponovou privatizací – k datu 13. 10. 2008 mělo PARAMO celkem 17.456 akcionářů, z toho 17.433 (99,87 %) akcionářů fyzických osob. Drtivá většina akcionářů PARAMA (98,73 %) měla ve svém majetku 10 a méně kusů akcií, pouze jednu akcii mělo 43,65 % akcionářů.

V porovnání s výše uvedenými údaji o počtu a struktuře akcionářů PARAMA analyzovala ČNB obchodování na trhu RM-Systém v období jednoho roku před oznámením záměru uskutečnit nucený výkup akcií PARAMA (od 14. 10. 2007 do 13. 10. 2008 – z důvodu vyloučení aktivit, které nastaly již pod vlivem informace o chystaném nuceném výkupu akcií). Důvodem pro jeho volbu byla větší obchodní aktivita na tomto trhu a snadný přístup drobných akcionářů vlastnících několik kusů akcií na tento trh.

Celkový počet osob, které se podílely na obchodování ve sledovaném období (tj. prodávající i kupující), činil 188, tj. 1,08 % ve vztahu k celkovému počtu akcionářů PARAMA. Poptávku (kupující) přitom tvořilo jen 31 osob, tj. 0,18 % ve vztahu k celkovému počtu akcionářů PARAMA. Zobchodováno bylo 12.009 akcií PARAMA, tj. 0,9 % všech akcií, resp. 10,97 % akcií v rukou drobných akcionářů. Převážná část poptávky byla tvořena jedinou osobou, která nakoupila celkem 10.524 akcií, tj. 87,63 % zobchodovaného počtu akcií. Bez nákupů tohoto subjektu by bylo

zobchodováno jen 1.485 akcií, tj. 0,11 % všech akcií, resp. 1,36 % akcií v rukou drobných akcionářů.

S ohledem na

- malý počet osob, které ve sledovaném období obchodovaly s akciemi PARAMA na trhu RM-Systém,
- velmi omezený počet osob, které tvořily poptávku po akciích ve sledovaném období,
- významnou závislost poptávky po akciích na investičním chování jednoho jediného subjektu, a
- zobchodovaný počet akcií ve sledovaném období,

dospěla ČNB k závěru, že pro naprostou většinu akcionářů PARAMA nepředstavoval trh RM-Systém dostatečnou záruku prodeje za existující tržní kurz.

ČNB proto nesouhlasí s názorem, že v daném případě se nesmí výše protiplnění při nuceném výkupu akcií pohybovat pod úrovní tržního kurzu.

c) *Vláda ČR schválila společnosti PARAMO zvýšení garance na odstranění starých ekologických zátěží vzniklých před privatizací až o 965.992.000 Kč.*

Na straně 74 výroční zprávy Společnosti za rok 2007 se k přijatým dotacím na odstraňování starých ekologických škod uvádí následující: „Dotace z Fondu národního majetku (resp. Ministerstva financí) na odstranění ekologických škod vzniklých v minulých letech jsou účtovány pouze rozvahově a jsou ihned použity na úhradu dodavatelských faktur, které byly na společnost vystaveny v souvislosti s prováděním prací týkajících se odstraňování těchto škod."

Z tohoto vyjádření vyplývá, že poskytované dotace na odstraňování ekologických škod nemají na hospodaření PARAMA a tím pádem ani na jeho hodnotu žádný vliv. Z těchto dotací jsou pouze hrazeny dodavatelské faktury společností, které odstraňování ekologických škod provádějí.

ČNB proto nesouhlasí s názorem, že ocenění musí zohlednit navýšení vládní garance o částku téměř 1 miliardy Kč.

d) *V souvislosti s koupí 14,51% a 3,73% podílu v PARAMU vykázal UNIPETROL negativní goodwill (tj. zaplacená částka za kupované podíly ani v jednom případě nedosahovala výše alikvotního podílu na reálné hodnotě čistých aktiv). Existuje tedy významný nesoulad mezi výší protiplnění navrhovaného v rámci nuceného výkupu a reálnou hodnotou čistých aktiv.*

Reálná hodnota čistých aktiv připadající na nakupované podíly zaúčtovaná při jejich pořízení (vstupující do výpočtu negativního goodwillu) byla jednoduše ztotožněna s jejich účetní hodnotou (přesto, že se jedná o zjednodušený přístup ke kalkulaci goodwillu, je tento dle vyjádření účastníka řízení v souladu s požadavky IFRS a byl též v rámci auditu účetních výkazů za rok 2007 odsouhlasen auditory).

Důsledek uvedeného zjednodušeného přístupu pro ocenění PARAMA spočívá v otázce, zda by majetkové ocenění neposkytlo vyšší výsledek než stanovená výnosová hodnota PARAMA. K této otázce se vyjadřujeme níže pod písmenem f).

e) *V ocenění je zřejmě použit předpoklad provozních marží pouze na základě mimořádného období 1. pololetí roku 2008, kdy se sešlo několik nepříznivých faktorů. Marže je nutné prognózovat na úrovni dlouhodobého průměru.*

V ocenění je zohledněn negativní vývoj hospodaření (tedy i provozní ziskové marže) v roce 2008, v následujících letech finančního plánu dochází k růstu provozní ziskové marže na úroveň průměru za poslední čtyři účetní období (2004 – 2007). Požadavek stanovení marže na úrovni dlouhodobého průměru tak byl naplněn, a to při současném zohlednění aktuálního vývoje, od kterého nelze jednoduše odhlédnout.

f) *Jelikož je majoritní vlastník hlavním obchodním partnerem PARAMA, dosahované marže jsou výrazně pod průměrem odvětví. Z tohoto důvodu by pro ocenění PARAMA měl být použit i majetkový přístup, případně srovnání s obdobnými společnostmi na základě dosahovaných tržeb, aby byl alespoň částečně eliminován vliv tzv. optimalizace uvnitř skupiny.*

Existence hlavního akcionáře a začlenění PARAMA do jeho podnikatelského seskupení je nezpochybnitelným faktem, který nelze při ocenění jednoduše pominout. Rovněž je nutné vzít v potaz skutečnost, že PARAMO nedisponuje komplexními technologiemi pro zpracování ropy a kapacitně patří mezi nejmenší rafinérie v regionu střední a východní Evropy. Samostatná existence na silně konkurenčním trhu by tak pro něj byla s velkou pravděpodobností značně problematická. Začlenění do skupiny UNIPETROL navíc přináší i nesporné výhody jako je např. snadnější přístup k finančním zdrojům, zajištění odbytu atd.

Splnění požadavku majetkového ocenění by znamenalo přijetí předpokladu ukončení podnikatelské činnosti PARAMA a prodeje jeho majetku (tzv. likvidační ocenění). Společnost však disponuje specifickým technologickým vybavením, které lze jen obtížně prodat po jednotlivých částech (pro vybavení rafinérií neexistuje aktivní trh). Jako nejpravděpodobnější se tak jeví prodej tohoto vybavení jako celku (jinými slovy řečeno má tento majetek hodnotu pro stávajícího majitele nebo případně pro společnosti s obdobným předmětem činnosti), a to za cenu odvozenou od výnosů, které je schopno generovat. Výnosové ocenění PARAMA jako fungujícího celku se proto jeví pro odhad jeho tržní hodnoty jako nejvhodnější.

g) *Předpoklad nízkého tempa růstu tržeb ve finančním plánu nereflektující současné nízké využití výrobních kapacit.*

Finanční plán počítá s využitím výrobní kapacity na úrovni průměru za období několika minulých let, přičemž současně přibližně odpovídá využití kapacity v roce 2007. Není tedy založen na „současném nízkém využití výrobních kapacit".

h) *Ocenění na základě porovnání se společnostmi operujícími ve stejném odvětví poskytuje výrazně vyšší výsledky než kolik činí navrhované protiplnění.*

Toto tvrzení se opírá o ocenění PARAMA pomocí násobitelů EV/Sales (hodnota investovaného kapitálu/tržby) a P/BV (cena akcie/účetní hodnota vlastního kapitálu připadající na jednu akcii). Uvedené násobitele však nejsou při oceňování podniků z oblasti výroby obvyklé, násobitel EV/Sales se doporučuje používat pro ocenění podniků z oblasti služeb a násobitel P/BV pro ocenění bank.

Ocenění na bázi násobitelů EV/EBITDA (hodnota investovaného kapitálu/zisk před zdaněním, úroky a odpisy), EV/EBIT (hodnota investovaného kapitálu/zisk před zdaněním a úroky) nebo P/E (cena akcie/zisk po zdanění na jednu akcii), které jsou v praxi používány častěji, bylo Znalcem provedeno s výsledky, které odpovídají navržené výši protiplnění.

Na základě výše uvedeného vypořádání podnětů drobných akcionářů PARAMA Česká národní banka uzavírá, že nejsou důvodem pro zpochybnění předložené Zprávy o ocenění jakožto řádného zdůvodnění navržené výše protiplnění.

S přihlédnutím k těmto skutečnostem rozhodla Česká národní banka tak, jak se uvádí ve výroku.

POUČENÍ

Proti tomuto rozhodnutí lze podat podle ustanovení § 6 odst. 3 zákona č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů, rozklad k bankovní radě České národní banky, a to prostřednictvím sekce licenčních a sankčních řízení, Na Příkopě 28, 115 03 Praha 1, a to do 15 dnů ode dne doručení tohoto rozhodnutí.

Ing. Karel Gabrhel
ředitel sekce

Ing. Ladislav Slaník
ředitel odboru
cenných papírů a regulovaných trhů

Za správnost vyhotovení: Aleš Pavlíček

Rozhodnutí se doručuje:
UNIPETROL, a.s.
Na Pankráci 127
140 00 Praha 4