

Jednací číslo: 16Cm 207/2005 - 966

## U S N E S E N Í

Městský soud v Praze rozhodl samosoudcem JUDr. Danou Svačinovou v právní věci žalobce: **R. M., nar. xxx, xxx, xxx**, zast. advokátem Mgr. Tomášem Nachtigallem, Pravdova 1077, 342 01 Sušice proti žalovanému: **1) Zentiva, k. s., U Kabelovny 130, 102 37 Praha 10, Česká republika, IČ 49240030, 2) Zentiva N. V., Fred. Roeskesraat 1231, HG 1076 EE, Amsterdam, Nizozemí** oba zast. advokátem JUDr. Ing. Václavem Jermanem, Na Příkopě 8, 110 00 Praha 1, o přezkoumání přiměřenosti protiplnění a přiznání práva na jinou výši protiplnění

### t a k t o :

- I.** Soud ustanovuje Vysokou školu ekonomickou v Praze, Národohospodářská fakulta, IČ 61384399, nám. W. Churchilla 4/1938, 130 67 Praha znalcem z oboru ekonomika, pro ceny a odhady.

Znalci se ukládá, aby doplnil znalecký posudek č. 77/06/2013 ze dne 28. června 2013 písemně ve 4 vyhotoveních do 60 dnů od doručení rozhodnutí a soudního spisu.

Podání znaleckého posudku není žádáno jako spěšné.

### **II. Soud znalci ukládá:**

**Zodpovědět následující otázky žalobce (uvedené v podání na č.l. 958-963 spisu):**

1. a) **Proč uvádíte, že pro účel stanovení výše protiplnění je zapotřebí srovnávat danou společnost se skupinou společností, když je známo, že např. pro účel stanovení výměnného poměru akcií při fúzi je v České republice obvyklé a správné srovnávat mezi sebou jen dvě společnosti (tj. společnosti, které fúzují)?**
- b) **Jakou podstatnou chybu po ekonomické stránce byste spatřoval v tom, kdyby při vytěsnění ze společnosti Zentiva a.s. bylo poskytnuto přiměřené protiplnění přímo v akciích ZENTIVA N.V., namísto v penězích, když v některých zemích EU se to tak při vytěsnění běžně dělá (Směrnice 2004/25/EU – tzv. Třináctá směrnice, čl. 15 odst. 5 to umožňuje, jen český zákonodárce této možnosti nevyužil)?**
- c) **Kdyby bylo protiplnění za akcie Zentiva a.s. poskytováno v akciích ZENTIVA N.V., tak byste pro účel stanovení přiměřeného protiplnění**

- srovnával společnost Zentiva a.s. se společností ZENTIVA N.V., nebo s nějakou jinou společností?
- d) Nepovažujete za vhodné revidovat vaše tvrzení, že při použití srovnávací metody je zapotřebí srovnávat danou společnost se skupinou jiných společností, v tom směru, že při použití srovnávací metody je naopak zcela běžné srovnávat mezi sebou jen dvě společnosti (např. při fúzi)?
- e) Sdělte, jaké podklady potřebujete, abyste mohl stanovit přiměřené protiplnění za akcie Zentiva a.s. v akciích ZENTIVA N.V. (tj. výměnný poměr akcií) srovnáním společnosti Zentiva a.s. a ZENTIVA N.V., jak se to v České republice běžně dělá při fúzi?
2. Srozumitelným způsobem vysvětlíte, z jakého důvodu, resp. proč konkrétně neporušuje výše vámi stanoveného protiplnění za akcie Zentiva a.s. 14 311,- Kč za akcii (k 30.6.2005) základní pravidlo správného ocenění? Prosím konkrétní odůvodnění vztahující se přímo ke společnostem Zentiva a.s. a ZENTIVA N.V.
3. Porovnejte všechny podstatné ekonomické ukazatele společnosti Zentiva a.s. a ZENTIVA N.V., které jsou vám již teď známy (k datům 30.6.2005 a 27.11.2005) a na základě tohoto porovnání odhadněte počet akcií ZENTIVA N.V., jejichž fundamentální hodnota je k rozhodným dnům 30.6.2005, resp. 27.11.2005, stejná jako fundamentální hodnota jedné akcie Zentiva a.s.. To bez ohledu na tržní kurz akcií ZENTIVA N.V. na Burze cenných papírů Praha – nejde o tržní ocenění akcií, nýbrž jen o porovnání akcií Zentiva a.s. a ZENTIVA N.V. mezi sebou navzájem.
4. Jaké stanovisko zaujímáte k tvrzení, že trojčlenka je zjednodušená srovnávací metoda, která se při tržním srovnání může použít, pokud mají obě společnosti, které se srovnávají, stejnou kapitálovou strukturu? Samozřejmě se myslí společnosti, které mají srovnatelné riziko jako Zentiva a.s. a ZENTIVA N.V.
5. Doplňte odůvodnění, proč se domníváte, že jste při svém odhadu nezapočetl dvakrát riziko selhání země (ČR), na čemž se obě strany shodují; současně sdělte, zda odborná literatura nedoporučuje jiný přístup, pokud ano, vysvětlíte, proč se znalec odchyluje, a kvalifikujte vyšší ocenění při zachování doporučení dle takové odborné literatury.
6. a) Zohledněte trh v roce 2005 při obchodování s 10letými státními dluhopisy (ČR) i očekávanou inflaci pro roky 2006 a 2007.

- b) **Doporučuje odborná literatura v jednotlivých letech neměnit výnos bezrizikové míry až do splatnosti příslušného státního dluhopisu, anebo jej měnit v závislosti na očekávané inflaci?**
- c) **Pokud odborná literatura doporučuje jiný přístup, než znalec užil, vysvětlíte, proč se od toho znalec odchyluje a kvalifikujete vyšší ocenění při zachování doporučení dle takové odborné literatury.**

**Zodpovědět následující otázky žalovaných (uvedené v podání na č.l. 954-957 spisu):**

1. a) **Z hlediska jakého subjektu bylo provedeno ocenění v Posudku VŠE? Jednalo se majoritního nebo minoritního akcionáře?**
- b) **Odůvodněte, proč je volba subjektu ocenění a v návaznosti na subjekt ocenění metodický postup ocenění a jeho předpoklady relevantní z hlediska zadání znaleckého úkolu.**
- c) **V čem se podle vás liší předpoklady ocenění v případě, že bude jeho subjektem majoritní akcionář a naopak bude-li subjektem ocenění minoritní akcionář? Jakým způsobem/pomocí čeho jste tyto předpoklady promítli do finančního plánu a při výpočtu diskontní sazby v Posudku VŠE?**
- d) **Pokud zpracovatel posudku VŠE tvrdí, že se znalecké názory mohou lišit i o desítky procent a vykazují velký prostor pro odchylku, uveďte, jak široké je případné pásmo přípustných výsledných hodnot ocenění akcií společnosti Zentiva. Jakým způsobem se vymezení tohoto pásma změní po opravě metodických chyb v Posudku VŠE (viz odstavec 5 až 14 na č.l. 955-957 spisu)? Můžete stanovit dané pásmo a určit, která z „možných reálných hodnot“, resp. „hypotetické tržní ceny“, je podle vaší analýzy nejvíce pravděpodobná a proč?**
2. a) **Jakým způsobem jste s řádnou a odbornou péčí ověřovali hodnoty volného cash flow, které jste v Posudku VŠE bez korekcí přejímali z Posudku Hopet? Proč považujete volné cash flow dle Posudku Hopet za správné?**
- b) **Na základě jakých objektivních metodických východisek (včetně odkazů na podpůrnou odbornou literaturu) jste v Posudku VŠE započítali hodnotu neprovozních aktiv, aniž byste upravili volné cash flow a nadhodnotili tak výsledek o 2 078 710 tis. Kč, což znamená nadhodnocení jedné akcie o 1 334,75 Kč?**
3. a) **Na základě jakých objektivních metodických východisek (včetně odkazů na podpůrnou odbornou literaturu) jste v Posudku VŠE započítali riziko země dvakrát?**
- b) **Můžete v návaznosti na předcházející otázku provést novou kalkulaci diskontní míry a zohlednit při tom rozptyl hodnot empirických vstupních veličin na 95% hladině spolehlivosti? Jak ovlivní rozptyl vstupních veličin výslednou hodnotu akcie a její rozptyl?**
4. **Jakým způsobem jste přistupovali k časovému horizontu při diskontování a vůbec i při výpočtu současné hodnoty peněžních toků k 30. červnu 2005?**

5. **Proč zpracovatel Posudku VŠE při výsledku uvedl, že při ocenění akcií společnosti Zentiva v Posudku VŠE nepoužil žádné informace dostupné až po datu ocenění, když tomu tak ve skutečnosti nebylo?**
  6. **Jak byla ověřována empirická dosažitelnost parametrů první fáze ocenění?**
  7. a) **Jak byla konstruována pokračující hodnota v Posudku VŠE a ověřena vnitřní konzistence a dosažitelnost jejích parametrů?**  
b) **Na jaké úrovni byly nastaveny klíčové parametry výpočtu pokračující hodnoty (např. rentabilita investic, míra investic či tempo růstu)?**
  8. a) **Vysvětlete, proč zpracovatel Posudku VŠE při výsledku uvedl, že sazba WACC pro přepočítání použita byla, když matematicky tento postup není pravdivý?**  
b) **Můžete vysvětlit, proč nebyla pro přepočítání použita sazba WACC vypočtená pro rok 2005, tj. 10,16% (viz. s. 66 Posudku VŠE)?**  
c) **Můžete vysvětlit, proč tento postup „převodu hodnoty v čase“ relevantní z hlediska vymezení objektu a subjektů ocenění?**  
d) **Můžete odůvodnit, proč nebyl ke dni 27. října 2005 použit propočítání podle výše volného cash flow, které společnost Zentiva mezi těmito daty vygeneruje?**
- III.** Znalec je povinen podat znalecký posudek ve stanové lhůtě, ze závažných důvodů může soud požádat o její prodloužení. Nepodá-li znalec do uplynutí stanové lhůty znalecký posudek, může mu být uložena pořádková pokuta až do výše 50.000,-- Kč. Opožděné podání znaleckého posudku může mít za následek snížení odměny až na polovinu.  
Znalec může odepřít podání znaleckého posudku, nepatří-li vymezený úkol do oboru jeho znalecké činnosti nebo kdyby podáním znaleckého posudku způsobil nebezpečí trestního stíhání sobě nebo osobám blízkým. O důvodnosti odepření podání znaleckého posudku rozhoduje soud.
- Uvede-li znalec nepravdu o okolnosti, která má význam pro rozhodnutí, nebo zamlčí-li takovou okolnost, jde o trestný čin.
- IV.** Soud podle § 127 odst. 3 o. s. ř. ukládá účastníkům a jejich zástupcům, aby poskytli ustanovenému znalci veškerou součinnost, kterou bude k vypracování znaleckého posudku potřebovat. Tomu, kdo nesplní povinnost uloženou mu podle § 127 odst. 3 o. s. ř., může soud uložit pořádkovou pokutu až do výše 50.000,-- Kč.

**Poučení:** Proti tomuto rozhodnutí není odvolání přípustné.

Znalec je vyloučen z výkonu funkce, jestliže lze mít pro jeho poměr k věci, k účastníkům řízení nebo k jejich zástupcům pochybnost o jeho nepodjatosti.

Jakmile se znalec dozví o skutečnostech, pro které je vyloučen, je povinen to neprodleně oznámit soudu. Účastníci řízení mohou podat proti osobě znalce námitky do 8 dnů od doručení tohoto usnesení. O tom, zda je znalec vyloučen, rozhodne soud.

V Praze dne 10. července 2015

JUDr. Dana Svačinová v. r.  
samosoudkyně

Za správnost vyhotovení:  
Jana Boubínová

Upozornění:

Náklady, které vzniknou účastníku řízení (jeho zástupci) v souvislosti se splněním povinností, uložených mu tímto usnesením ve výroku II., zejména hotové výdaje a ušlý výdělek, patří do jeho nákladů řízení. O náhradě nákladů řízení rozhodne soud v rozhodnutí, kterým se u něj řízení končí.