**USNESENÍ**(anonymizovaný opis)

Krajský soud v Plzni rozhodl samosoudcem Mgr. Michalem Reitspiesem ve věci

**navrhovatelů:**

a) Ing. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

zastoupený advokátem Mgr. Ing. Antonínem Továrkem sídlem třída Kpt. Jaroše 1844/28, 602 00 Brno

b) Ing. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

c) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

d) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

e) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

f) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

g) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

h) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

navrhovatelé a) až h) zastoupeni obecným zmocněncem [jméno] [příjmení], sídlem [adresa]

ch) OSDA-ČR-INH, pobočný spolek, IČ 72028084, sídlem Nádražní 532/157, Přívoz, 702 00 Ostrava

zastoupená advokátem Mgr. Ing. Martinem Holubem, sídlem Doudlevecká 730/26, 301 00, Plzeň

i) MUDr. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

j) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

k ) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

l) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

m) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

n) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

o) Ing. [jméno] [příjmení], bytem [adresa]

p) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

q) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

r) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

s ) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

t) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

u) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

v ) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

w) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

x) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

y) Ing. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

z) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

aa) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ab) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ac) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ad) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ae) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

af) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ag) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ah) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ach) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ai) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

aj) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ak) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

al) MUDr. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

am) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

an) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ao) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ap) Ing. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

aq) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ar) Ing. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

as) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

at) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

au) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

av) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

aw) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ax) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ay) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

az) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ba) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bb) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bc) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bd) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

be) Ing. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bf) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bg) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bh) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bch) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bi) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bj) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bk) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bl) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bm) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bn) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bo) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bp) MUDr. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bq) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

br) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bs) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bt) Ing. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bu) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bv) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bw) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bx) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

by) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bz) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ca) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

cb) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

cc) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bd) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

be) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bf) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bg) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bh) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bch) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bi) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bj) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bk) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bl) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bm) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bn) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bo) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bp) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bq) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

br) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bs) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bt) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bu) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bv) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bw) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bx) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

by) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

bz) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ca) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

cb) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

cc) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

cd) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ce) Mgr. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

cf) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

cg) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ch) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

cch) Ing. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ci) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

cj) OSDA-ČR-INH, pobočný spolek, IČ 72028084, sídlem Nádražní 532/157, Přívoz, 702 00 Ostrava

ck) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

cl) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

cm) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

cn) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

co) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

cp) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

cq) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

cr) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

cs) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ct) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

cu) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

cv) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

cw) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

cx) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

cy) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

cz) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

da) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

db) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

dc) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

dd) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

de) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

df) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

dg) RNDr. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

dh) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

dch) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

di) Ing. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

dj) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

dk) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

dl) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

dm) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

dn) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

do) Ing. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

dp) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

dq) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

dr) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ds) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

dt) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

du) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

dv) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

dw) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

dx) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

dy) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

dz) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ea) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

eb) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ec) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ed) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ee) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ef) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

eg) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

eh) MUDr. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ech) Mgr. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ei) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ej) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ek) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

el) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

em) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

en) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

eo) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ep) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

eq) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

er) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

es) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

et) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

eu) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ev) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ew) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ex) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ey) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ez) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

fa) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

fb) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

fc) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

fd) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

fe) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ff) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

fg) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

fh) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

fch) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

fi) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

fj) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

fk) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

fl) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

fm) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

fn) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

fo) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

fp) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

fq) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

fr) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

fs) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ft) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

fu) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

fv) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

fw) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

fx) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

fy) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

fz) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ga) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

gb) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

gc) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

gd) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ge) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

gf) Ing. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

gg) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

gh) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

gch) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

gi) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

gj) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

gk) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

gl) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

gm) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

gn) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

go) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

gp) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

gq) Ing. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

gr) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

gs) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

gt) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

gu) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

gv) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

gw) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

gx) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

gy) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

gz) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ha) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

hb) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

hc) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

hd) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

he) MUDr. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

hf) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

hg) Mgr. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

hh) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

hch) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

hi) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

hj) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

hk) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

hl) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

hm) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

hn) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ho) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

hp) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

hq) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

hr) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

hs) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ht) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

hu) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

hv) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

hw) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

hx) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

hy) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

hz) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

cha) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

chb) JUDr. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

chc) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

chd) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

che) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

chf) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

chg) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

chh) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

chch) JUDr. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

chi) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

chj) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

chk) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

chl) JUDr. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

chm) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

chn) MUDr. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

cho) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

chp) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

chq) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

chr) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

chs) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

cht) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

chu) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

chv) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

chw) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

chx) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

chy) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

chz) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ia) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ib) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ic) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

id) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ie) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

if) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ig) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ih) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ich) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ii) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ij) Ing. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ik) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

il) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

im) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

in) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

io) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ip) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

iq) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ir) Ing. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

is) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

it) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

iu) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

iv) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

iw) Ing. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ix) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

iy) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

iz) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ja) Ing. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

jb) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

jc) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

jd) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

je) Ing. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

jf) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

jg) Ing. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

jh) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

jch) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ji) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

jj) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

jk) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

jl) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

jm) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

jn) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

jo) MUDr. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

jp) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

jq) Ing. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

jr) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

js) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

jt) MUDr. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ju) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

jv) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

jw) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

jx) Ing. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

jy) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

jz) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ka) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

kb) Ing. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

kc) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

kd) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ke) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

kf) Ing. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

kg) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

kh) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

kch) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ki) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

kj) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

kk) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

kl) Ing. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

km) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

kn) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ko) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

kp) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

kq) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

kr) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ks) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

kt) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ku) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

kv) Ing. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

kw) MUDr. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

kx) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ky) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

kz) Ing. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

la) Ing. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

lb) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

lc) [jméno] [příjmení], [datum narození]

ld) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

le) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

lf) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

lg) MUDr. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

lh) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

lch) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

li) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

lj) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

lk) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ll) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

lm) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ln) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

lo) MUDr. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

lp) Ing. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

lq) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

lr) Ing. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ls) Mgr. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

lt) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

lu) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

lv) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

lw) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

lx) MUDr. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ly) Ing. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

lz) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ma) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

mb) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

mc) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

md) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

me) RNDr. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

mf) Ing. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

mg) MUDr. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

mh) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

mch) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

mi) Ing. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

mj) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

mk) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ml) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

mm) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

mn) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

mo) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

mp) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

mq) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

mr) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ms) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

mt) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

mu) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

mv) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

mw) Ing. [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

mx) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

my) [jméno] [příjmení], [datum narození], [adresa]

mz) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

na) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

nb) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

nc) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

nd) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ne) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

nf) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

ng) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

nh) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

nch) [jméno] [příjmení], [datum narození], bytem [adresa]

navrhovatelé i) až nch) zastoupeni obecným zmocněncem [jméno] [příjmení], sídlem [adresa]

**za účasti:**

Mattoni 1873 a.s., IČ 14706725

sídlem Horova 1361/3, 360 01 Karlovy Vary,

zastoupená advokátkou Mgr. Radkou Felgrovou

sídlem Jungmannova 745/24, 110 00 Praha

Ronaldsay B.V., IČ 33278100

sídlem Weteringschans 26, SG 1017 Amsterdam, Nizozemsko,

zastoupená advokátem JUDr. Pavlem Dejlem, LL.M. Ph.D.,

sídlem Jungmannova 24, 110 00 Praha 1

**o přezkoumání výše protiplnění**

takto:

1. **Výše přiměřeného protiplnění za jednu akcii o jmenovité hodnotě 1 000 Kč společnosti Ma 1873 a.s., IČ 14706725, sídlem Horova 3, 360 21 Karlovy Vary, je 11 500 Kč.**
2. **Navrhovateli a) je povinen účastník Mattoni 1873 a.s., IČ 14706725, sídlem Horova 3, 360 21 Karlovy Vary, zaplatit zákonný úrok z prodlení z každé akcie po 1 000 Kč z částky 11 500 Kč od 15. 11. 2005 do zaplacení, jehož výše se řídí nařízením vlády č. 142/1994 Sb., ve znění pozdějších předpisů upravujících zákonný úrok z prodlení, a to do tří dnů od právní moci tohoto usnesení.**
3. **Návrh navrhovatele a) o uložení povinnosti účastníku Ronaldsay B.V., IČ 33278100, sídlem Weteringschans 26, SG 1017 Amsterdam, Nizozemsko, zveřejnit výrok soudu do 30 dnů zasláním doporučeného dopisu na adresu osob, které byly podle seznamu akcionářů Karlovarské minerální vody, a. s., IČ 14706725, této společnosti k 15. 11. 2005, se zamítá.**
4. **Navrhovatelé jsou povinni společně a nerozdílně zaplatit na náhradě nákladů řízení účastníku Mattoni 1873 a.s., IČ 14706725, Horova 1361/3, 360 01 Karlovy Vary, k rukám zástupce tohoto účastníka společně a nerozdílně částku 687 562,43 Kč, a to do tří dnů od právní moci tohoto usnesení.**
5. **Navrhovatel a) je povinen zaplatit účastníku Ronaldsay B.V., IČ 33278100, sídlem Weteringschans 26, SG 1017 Amsterdam, Nizozemsko, na náhradě nákladů řízení částku 282 237,50 Kč k rukám zástupce tohoto účastníka, a to do tří dnů od právní moci tohoto usnesení.**
6. **Navrhovatelé jsou povinni společně a nerozdílně zaplatit České republice na účet Krajského soudu v Plzni státem hrazené náklady řízení ve výši 61 878 Kč, a to do tří dnů od právní moci tohoto usnesení.**

Odůvodnění:

1. Dne 14. 11. 2005 podal navrhovatel [jméno] [příjmení] žádost o přezkoumání výše protiplnění a přiznání práva na jinou výši protiplnění podle § 183k odst. 1 a 3 obch. zákoníku. Navrhovatel coby akcionář společnosti Karlovarské minerální vody, a. s., IČ 14706725 (také Mattoni 1873 a.s. – po změně firmy) je vlastníkem 60 kusů akcií společnosti o jmenovité hodnotě akcie 1 000 Kč. Dne 2. 9. 2005 se konala valná hromada této společnosti, která měla na pořadu jednání mimo jiné rozhodnutí o přechodu vlastnického práva ke všem ostatním akciím emitovaným společností na hlavního akcionáře společnosti, společnost R B.V., která se na valné hromadě prezentovala jako vlastník akcií společnosti o celkové jmenovité hodnotě více jak 90% základního kapitálu společnosti podle § 183i a násl. obch. zákoníku. V rámci této valné hromady byla rovněž schválena hlavním akcionářem navrhovaná výše protiplnění 11 500 Kč za jednu akcii o jmenovité hodnotě 1 000 Kč. Dne 12. 10. 2005 bylo v Obchodním věstníku zveřejněno rozhodnutí Krajského soudu o zápisu usnesení valné hromady podle § 1831 obch. zákoníku do obchodního rejstříku, když po uplynutí jednoho měsíce má dojít k přechodu vlastnictví akcií navrhovatele na hlavního akcionáře. Navrhovatel nakoupil své akcie jako investice do perspektivní společnosti, jejíž hodnota se bude zvyšovat. Navrhovatel nemá zájem o prodej svých akcií, přesto má být proti své vůli akcií zbaven. Dle názoru navrhovatele výše protiplnění, navrhovaného hlavním akcionářem, neodpovídá hodnotě akcií společnosti a není spravedlivá. Z tohoto důvodu ve lhůtě podle § 183k odst. 1 obch. zákoníku navrhovatel požádal soud o přezkoumání přiměřenosti protiplnění. Jako doklad o přiměřenosti protiplnění hlavně akcionář předložil znalecký posudek č. A& CE Consulting, s. r. o. (dále jen„ znalci“) 278-178/05 – ocenění provedeno k 30. 6. 2005. Dle názoru navrhovatele posudek nesplňuje po formální ani obsahové stránce požadavky, kladené na znalecké posudky komisí pro cenné papíry. Po formální stránce lze konstatovat, že posudek nesplňuje jednu ze základních podmínek pro to, aby mohl dokládat přiměřenost protiplnění, posudek totiž není nezávislý. Výše protiplnění byla stanovena částkou 11 500 Kč za jednu akcii. Přiměřenost výše protiplnění má být doložena výsledky výnosového ocenění, které znalci provedli (výsledek 11 414 Kč za akcii). Posudek trpí řadou věcných nedostatků, z nichž za jedny z nejzávažnějších navrhovatel považuje, že posudek obsahuje řadu obecných údajů o ekonomickém vývoji ČR, prakticky však absentuje jakákoliv podrobnější analýza ohledně budoucího vývoje trhu, na němž společnost působí. V souladu s metodikou Komise pro cenné papíry je nepřípustné, aby znalci plánovali budoucí hospodářský výsledek společnosti bez toho, aby nejprve zhodnotili předpokládaný vývoj trhu. Znalci na řadě míst v posudku uvádí, že při oceňování plně vycházeli z finančního plánu, zpracovaného managementem společnosti. Takovýto postup považuje navrhovatel za nesprávný, neboť plán nesestavují sami, jsou znalci povinni zhodnotit, nakolik je tento plán reálný. V posudku také chybí uvedení použitého finančního plánu, bez znalosti finančního plánu přitom nelze zkontrolovat, zda je výpočet ocenění správný. Znalci při stanovování diskontní míry používají neodůvodněnou přirážku za velikost ve výši 4,01%. Tato přirážka zásadním způsobem zvyšuje celkovou diskontní míru, kterou znalci stanovili na 11,75% a tím snižuje výsledek ocenění. Znalci použití této přirážky odůvodnili skutečností, že akcie společnosti nejsou veřejně obchodovatelné. Znalci využívali jednotlivé údaje stylem, jak se jim to hodilo. Pokud nějaký údaj mohl snížit ocenění, tak jej znalci využili a naopak, tj. pokud mohl zvýšit ocenění, snažili se znalci argumentovat, proč tento údaj nelze použít. Z výše uvedených důvodů, zejména nesprávnosti a netransparentnosti postupu znalců, nelze považovat výsledky výnosového ocenění za relevantní doklad o přiměřenosti protiplnění. Navíc i ze samotného posudku vyplývá, že hodnota akcií je pravděpodobně mnohem vyšší. Znalci totiž provedli srovnání s reálnými cenami, za které byly prodávány podobné společnosti v zahraničí a vyšlo jim ocenění v rozmezí 22 632 Kč až 74 313 Kč za jednu akcii. Je zřejmé, že i tento nejnižší výsledek na základě porovnávací metody je dvakrát vyšší než ocenění výnosové, které znalci nesprávné provedli. Pokud se připustí, že vyvlastnění je možné nejen ve veřejném zájmu, ale i v zájmu soukromého subjektu, tj. hlavního akcionáře, pak je jistě nejdůležitější otázkou, jaká výše protiplnění bude akcionářům poskytnuta. Pokud zákon z tohoto, pro akcionáře nejvýznamnějšího důvodu, nepřipouští domáhat se vyslovení neplatnosti usnesení valné hromady, je nutné, aby řízení o vyslovení neplatnosti usnesení bylo nahrazeno řízením, které bude akcionářům poskytovat srovnatelná práva a srovnatelnou ochranu. Z tohoto důvodu musí být řízení nutně charakteru návrhu na určení přiměřeného protiplnění s tím, že soudní rozhodnutí přizná nárok na doplacení rozdílu mezi původní a přiměřenou výší protiplnění nejen navrhovateli, ale všem akcionářům.

2. Následně byly podány další návrhy o přezkoumání přiměřenosti protiplnění poskytnuté hlavním akcionářem společnosti R B.V., jakožto vlastníkem účastnických cenných papírů společnosti Karlovarské minerální vody, a. s., se sídlem Karlovy Vary, Horova 3, v souladu s ust. § 183k odst. 1 obch. zákoníku. Jednalo se o návrhy vedené pod sp. zn. 44 Cm 124/2005, 44 Cm 126/2005, 46 Cm 127/2005, 46 Cm 129/2005, 46 Cm 129/2005, 46 Cm 130/2005, 46 Cm 131/2005, 46 Cm 132/2005, 49 Cm 131/2005, 44 Cm 131/2005, 48 Cm 128/2005, 48 Cm 129/2005, 48 Cm 130/2005, 48 Cm 131/2005 a 48 Cm 132/2005, když vše bylo nakonec spojeno pouze pod jednu spisovou značku, a to v souladu s obchodním zákoníkem, kdy tyto věci se projednávají pod jedním řízením a tedy pod jednou spisovou značkou, která je 49 Cm 132/2005. V těchto připojených spisech, jak bylo uvedeno výše, bylo požadováno, aby soud přezkoumal protiplnění hlavního akcionáře za vytěsnění minoritních akcionářů ze společnosti Karlovarské minerální vody, a. s.

3. Účastníci řízení Karlovarské minerální vody, a. s. (dále jen KMV) a Ronaldsay B.V. (dále jen RBV) se žalobou nesouhlasili, když konstatovali, že znalecký posudek ze dne 9. 8. 2005 vypracovaný znalcem A& CE Consulting s. r. o., č. 278-178/05 za účelem stanovení přiměřeného protiplnění menšinovým akcionářům nesplňuje jednu ze základních podmínek kladených na znaleckého posudky, protože údajně není nezávislý. S tím nelze souhlasit, když úlohu znalce v procesu výkupu účastnických cenných papírů od menšinových akcionářů se zabýval Ústavní soud ve svém nálezu sp. zn. Pl. ÚS 56/05, ve kterém se zabýval ústavností právní úpravy výkupu účastnických cenných papírů podle § 181 a násl. obch. zákoníku. I když Ústavní soud připustil, že v činnosti znalců mohou nastat excesy, z hlediska obecného postupu při určení přiměřenosti ceny za akcie, Ústavní soud naopak nezbytnou úlohu znalce podpořil a dokonce ji považuje za součást systému ochrany menšinového akcionáře. V této souvislosti se Ústavní soud vypořádal i s námitkou, že znalec určuje a jeho odměnu hradí hlavní akcionář, a to bez ingerence soudu, který v některých obdobných případech podle obch. zákoníku jmenuje znalce. Ústavní soud k této otázce uvedl, že skutečnost, že znalec není jmenován soudem, sice může ztížit postavení minoritních akcionářů, avšak ne tak závažným způsobem, aby bylo možno hovořit o neústavnosti této úpravy. Další námitku, že odměnu znalce hradí hlavní akcionář, pak Ústavní soud vyvrací ve svém bodě 66, ve kterém uvedl to, že náklady na vyhotovení znaleckého posudku jsou hrazeny hlavním akcionářem, samo o sobě ještě nemůže vést k obecnému závěru, že tyto posudky jsou již tím vadné, protože stejnou námitku by bylo možno uvést v případě, že by byly hrazeny minoritním akcionářem. V procesu výkupu účastnických cenných papírů hlavním akcionářem totiž existují další pojistky, které zaručují, že výše protiplnění bude stanovena jako přiměřená a spravedlivá. Za klíčové opatření přitom Ústavní soud považuje možnost soudního přezkumu výše protiplnění, kterého se menšinovým akcionářům dostalo. To, že znalecký posudek je objektivním instrumentem, který nelze zpochybňovat pouze proto, že znalce vybírá a platí určitý subjekt je přitom logickým závěrem i z jiných důvodů. Institut znaleckého posudku obch. zákoník využívá i v celé řadě dalších případů, když pokládá za nutné stanovit objektivní hodnotu. Navrhovatelé neuvádějí a neprokazují žádné skutečnosti, na základě kterých by bylo možné usuzovat o podjatosti znalce A&CE Consulting ve vztahu k předmětnému znaleckému úkolu, tj. vypracovaní znaleckého posudku, případně nedostatek její nestrannosti a nezávislosti. Navrhovatel a) odvozuje závěr o nezávislosti či závislosti znaleckého posudku pouze na obsahu právní úpravy, ostatní navrhovatelé pouze polemizují se způsobem, jakým byla stanovena výše protiplnění, resp. uvádějí, od čeho by se měla výše protiplnění dle jejich názoru správně odvíjet. Účastníci KMV a RBV nesouhlasí ani se stanovisky účastníků, jakým způsobem se stanovuje výše protiplnění, jaké metody je třeba použít, když nelze souhlasit ani s tím, že výše přiměřeného protiplnění se nemůže odvíjet od alternativní investice. Bylo by totiž zásadním popřením principu právní jistoty a hraničilo by s absurditou, kdyby měl být hlavní akcionář odpovědný za kvalitu budoucích investičních rozhodnutí dřívějších menšinových akcionářů či za hospodářské výsledky, resp. podnikatelský úspěch jiných akciových společností, do kterých dříve vyloučení akcionáři případně investují. Toto je totiž v zásadě požadavek navrhovatelů zastoupených obecným zmocněncem [příjmení]. Jak uvedená investiční rozhodnutí, tak hospodářské výsledky jiných společností se pohybují zcela mimo sféru vlivu hlavního akcionáře. Ve svém důsledku by akceptování požadavků žalobců zastoupených tímto zmocněncem znamenalo, že by hlavní akcionář musel být vždy v budoucnu, a to i roky po realizaci práv výkupu účastnických cenných papírů, připraven doplácet všem bývalým menšinovým akcionářům rozdíl mezi aktuálním výnosem svém činnosti na cílové společnosti a jejich případně menšími výnosy z jejich následujících investic jen a prostě z toho důvodu, že tito investovali špatně anebo že cílová společnost jejich investice nedokáže uspokojivě podnikatelsky prosadit. Takováto logika by ovšem byla v rozporu s konceptem i konkrétní formulací právní ochrany akcionářů poskytnuté § 183k obch. zákoníku. Obchodní zákoník rovněž neposkytuje hlavnímu akcionáři nárok na budoucí snížení protiplnění pro případ, že menšinoví akcionáři naopak svou alternativní investici zhodnotí mimořádně dobře a jejich výnosy převýší výnosy z akcií, které dříve přešly do vlastnictví hlavního akcionáře. Takový nárok hlavního akcionáře by se jevil naprosto stejně absurdním. Lze tedy shrnout, že role hlavního akcionáře se vůči bývalému menšinovému akcionáři vyčerpala tím, že mu poskytla přiměřené protiplnění za předcházející akcie. Účastníci KMV a RBV dále uvedli, že určení výše přiměřeného protiplnění je otázkou odbornou a nikoliv právní, což potvrdil i Ústavní soud, který v bodě 68 výše uvedeného nálezu uvedl, že zákon jednotlivá kritéria pro hodnocení přiměřenosti stanovit nemůže v žádném případě vyčerpávajícím způsobem. Je to věc odborného posouzení podle finančních a ekonomických nástrojů aprobovaných Českou národní bankou. Konkrétněji má výše protiplnění za účastnické cenné papíry dle Komise pro cenné papíry, resp. ČNB představovat podíl na tržní hodnotě cílové společnosti, tedy nikoli tržní hodnotu účastnického cenného papíru nebo hodnotu srovnatelného cenného papíru, přičemž tržní hodnotou cílové společnosti se míní tržní hodnota jejího čistého obchodního majetku. Znalecký posudek nejprve zjistil hodnotu podniku KMV, ze které pak podle počtu akcií a jejich nominální hodnoty dovodil cenu za jednu akcii. Tento postup vyplývá z části 3.1.2. Znalecký posudek, kde znalec vysvětluje obecnou metodiku při oceňování a zejména z části 3.5., ve které je výsledná hodnota čistého obchodního majetku přímo uvedena. Pro výpočet hodnoty čistého obchodního majetku použil znalec jako základní metodu jednu z tzv. výnosových metod – metodu diskontovaných peněžních toků DCF. Metoda DCF přitom je popisována jako metoda zobrazující nejlépe hodnotu oceňovaného podniku za předpokladu, že je splněna podmínka trvání podniku v dohledné budoucnosti a že hodnota podniku cílové společnosti je tvořena především hodnotou peněžních toků, jež podnik v důsledku své činnosti realizuje. Metoda DCF jako optimální metoda pro stanovení hodnoty podniků, z nichž lze předpokládat, že dále budou vyvíjet svou podnikatelskou činnost, doporučuje ve svých publikacích i profesor Ing. Miloš Mařík, CSc. Znalec A&CE Consulting zvažoval i použití srovnávací metody, avšak tuto metodu znalec nakonec vyhodnotil jako nevhodnou a pro výpočet hodnoty společnosti ji nepoužil. Tento znalec používal způsoby a metody, které jsou pro daný účel obecně shledávány jako nejvhodnější, znalec také popisuje vstupní data a jejich původ, odůvodňuje a vysvětluje jednotlivé kroky a jeho úvahy, které vedly k určení přiměřenosti protiplnění, což všechno činí znalecký posudek logickým a úplným dokumentem, ze kterého je možné při stanovení výše protiplnění za akcie KMV spolehlivě vycházet.

4. KMV a RBV dále uvedla, že navrhovatel a) se snaží nabudit dojem, že znalecký posudek obsahuje zásadní nedostatky, nicméně je zjevné, že skutečnosti a údaje obsažené ve znaleckém posudku buď podává zkresleně, nebo je záměrně vynechává. Co se týká námitky nedostatku analýzy budoucího vývoje trhu, tak znalec uvedl, že touto otázkou se zabýval a odkázal na příslušné kapitoly znaleckého posudku. Dále není pravdou, že by znalec nesestavil vlastní finanční plán a spoléhal se na finanční plán sestavený managementem společnosti, jak tvrdí navrhovatel a). Naopak znalec přímo ve znaleckém posudku vysvětluje, že vzhledem k tomu, že finanční plán předložený společností zahrnuje pouze základní ukazatele, vypracoval pro potřeby ocenění vlastní podrobný finanční plán, ke kterému finanční plán poskytnutý společností použil pouze jako základ. Proč nebyl uveden finanční plán ve znaleckém posudku, takto byl důvod zachování obchodního tajemství oceňované společnosti. Ke zpochybnění použití přirážky za velikost znalec v bodě 2.4. vyjádření uvedl, že se jedná o běžnou složku diskontní sazby, používanou jak tuzemskými tak zahraničními odborníky na oceňování podniku a navíc akceptovanou i Komisí pro cenné papíry, resp. ČNB. Je třeba doplnit, že pokud by znalec bez dalšího použil vyšší přirážky za velikosti, která je používána v zahraničí a ze které běžně vycházejí i znalci v České republice, odpovídající velikosti oceňované společnosti byla by výsledná výše diskontní sazby ještě vyšší, což by znamenalo méně příznivý výsledek pro menšinové akcionáře, tj. nižší hodnotu čistého obchodního majetku společnosti a nižší hodnotu akcií. Vzhledem k tomu, že znalec postupoval konzervativně v souladu s běžnou praxí, však stanovil přirážku za velikost pouze ve výši 4,01%. V bodě 2.5. znalec vyvrací také námitku, že využívá takové údaje, které se mu pro ocenění hodí tak, aby výsledné ocenění bylo co nejnižší. To, že tato námitka je lichá, je doloženo nejen podrobným zdůvodněním navrhovatelem a) napadených údajů, ale také např. tím, že znalec mohl využít vyšší hodnotu přirážky za velikost (dle zahraničních údajů), ale s ohledem na domácí praxi tak neučinil. Účastník KMV také měl za to, že v předmětném řízení postrádá pasivní legitimaci. Z dikce úpravy výkupu účastnických cenných papírů podle § 183i a násl. obch. zákoníku totiž vyplývá, že hmotněprávní vztah vyplývající z převodu akcií a s ním související práva a povinnosti, je vztahem pouze mezi hlavním akcionářem a ostatními akcionáři společnosti a nikoliv mezi společností samotnou a jejími ostatními menšinovými akcionáři. Společnost Karlovarské minerální vody, a. s., resp. její akcie, byly pouze předmětem jednání hlavního akcionáře, tj. RBV a přechod jejích akcií z menšinových akcionářů na hlavního akcionáře bylo na valné hromadě schváleno hlasy hlavního akcionáře. Stejně tak výše protiplnění určuje na základě znaleckého posudku hlavní akcionář a z prostředků hlavního akcionáře se protiplnění vyplácí. Konečně je hlavní akcionář odpovědný v případě, že by protiplnění bylo shledáno nepřiměřeným, neboť by to byl on, kterému by vznikla povinnost uhradit menšinovým akcionářům rozdíl mezi již vyplaceným protiplněním a jinou výší protiplnění vyplývající ze soudního rozhodnutí. Menšinoví akcionáři by se tak museli domáhat úhrady částky rozdílu na hlavním akcionáři a nikoliv na společnosti, které by totiž soudním rozhodnutím žádná povinnost vůči menšinovým akcionářům nevznikla. Z toho vyplývá, že společnost, jejíž akcie byly předmětem výkupu ze strany hlavního akcionáře, nemá pasivní legitimaci v řízení o přezkumu přiměřenosti protiplnění. Oba účastníci tedy shodně navrhli, aby byl návrh na přezkoumání přiměřenosti protiplnění v plném rozsahu zamítnuta a aby navrhovatelům uložil náhradu nákladů řízení.

5. Ze znaleckého posudku č. 278-178/05 ze dne 9. 8. 2005 o stanovení přiměřeného protiplnění menšinovým akcionářům společnosti KMV znalce A& CE Consulting, s. r. o. soud zjistil, že tento znalecký posudek byl vyhotoven na objednávku účastníka Ronaldsay B.V. Úkolem znalce je doložení přiměřenosti protiplnění za kmenové listinné akcie ve formě na jméno o jmenovitých hodnotách 1 000 Kč, 100 000 Kč a 1 000 000 Kč vydané společností KMV s tím, že ocenění je prováděno k 30. 6. 2005. Znalec při vypracování posudku přihlížel nezávisle, nestranně, důvodně a odůvodněně k oprávněným zájmům a povinnostem všech zúčastněných stran, a to zejména k právům spojeným s akciemi společnosti. Řada podkladů, která byla znalci poskytnuta, byla společností označena za důvěrné a byly označeny jako součást jejího obchodní tajemství. Takové podklady znalec při zpracování posudku zohlednil, ale nejsou na výslovné přání zadavatele ve znaleckém posudku ani v jeho přílohách uvedeny. Znalecký posudek je založen na údajích poskytnutých pověřenými osobami objednatele a zástupců společnosti a na veřejně dostupných informacích. Znalec pro stanovení výše přiměřeného protiplnění použil metodu diskontovaných peněžních toků (DCF) – výnosová metoda a metodu srovnávací. S přihlédnutím k variantám odrážejícím míru návratnosti z hlediska požadavků racionálního investora zohledňující riziko spojené s danou investicí doporučil znalec jako základní metodu ocenění ve znaleckém posudku metodu výnosovou. Srovnávací metodu znalec použije jako doplňkovou a podpůrnou. Co se týká metody DCF, jedná se o kvantifikaci hodnot majetku/závazků podniku, která mají přímou vazbu na tvorbu provozního cash flow podniku. Při tomto stanovení čistého cash flow KMV vycházel znalec z rozvahy a výkazu zisků a ztrát ke dni 30. 6. 2005 a odhadů očekávaných budoucích finančních toků vypracovaných znalcem na základě finančního plánu pro období 2005 až 2009. Popis použité metody DCF je uveden pod bodem 3.3. znaleckého posudku a vzhledem ke skutečnosti, že úvěry tvoří ke dni ocenění jen zanedbatelnou část kapitálové struktury KMV, znalec zvolil ze základních metod DCF formu equity, tedy metodu používající peněžní toky pro akcionáře diskontované sazbou na úrovni požadované míry výnosnosti vlastního kapitálu. Výsledkem použití metody je tržní hodnota čistého obchodního majetku, tedy kapitálu akcionářů. V tomto modelu je hodnota provozní části společnosti součtem současných hodnot všech peněžních prostředků, které firma v budoucích letech vygeneruje a může je pro vyrovnání svých finančních závazků teoreticky vyplatit vlastníkům. Budoucí volné peněžní toky pro akcionáře odpovídají výši odhadnuté hotovosti generované provozní činnosti po pokrytí potřeb pracovního kapitálu upravené o investiční výdaje a změny dluhu. Do hodnoty společnosti vstupují veškeré hotovostní toky vytvořené po datu ocenění. Znalec používá dvojstupňový model diskontovaných volných peněžních toků. Prvním stupněm je období, pro které explicitně projektuje hodnotu generových peněžních toků. První stupeň tedy zahrnuje období od 1. 7. 2005 do konce finančního plánu 2009. Na konci projektovaného období lze předpokládat stabilizování výkonnosti společnosti a hospodářského a tržního prostředí. Druhý stupeň tedy tvoří odhad konečné hodnoty, tj. hodnoty společnosti na konci období projektovaného v prvním stupni. Závěrečná hodnota se určuje modelem stabilního růstu za předpokladu, že tržby, zisky a peněžní toky společnosti porostou po skončení projektovaného období stabilním tempem a že společnost bude v zralém stádiu, kdy investiční výdaje odpovídají snižování hodnoty investičního majetku – odpisům. Celková hodnota společnosti, tedy hodnota čistého obchodního majetku pro akcionáře, je součtem současných hodnot volných budoucích peněžních toků za explicitně projektované období finančního plánu a současné hodnoty. Pro správnou aplikaci modelu diskontovaných peněžních příjmů je nezbytné rozlišení provozní části společnosti a neprovozního majetku společnosti. Neprovozní majetek je oceňován samostatně a na závěr je jeho hodnota přičtena k hodnotě cílové společnosti určené metodou diskontovaných peněžních toků. Pro stanovení současné hodnoty budoucích hotovostních toků je nutné určit diskontní faktor, který by měl věrně odrážet náklady příležitosti kapitálu. V případě diskontování čistých hotovostních toků k výpočtu celkové hodnoty podniku akcionáře je využívána diskontní míra odpovídající nákladům na vlastní kapitál. Veškeré úrokové míry a diskontní sazby jsou uváděny v nominální výši a plně tedy odrážejí skutečnou nebo očekávanou inflaci. V rámci ocenění srovnávací metodou použil znalec dvě metody, resp. podmetody, a to metodu komparativních transakcí, když v rámci této metody byly vybrány společnosti pocházející z Evropské unie, které byly předmětem akvizice v letech 1999 až 2004, kupoval se majoritní podíl nad 40% a které svou velikostí a výrobou odpovídají KMV. V rámci výběru byly nalezeny čtyři podobné transakce, většina společností byly koupeny velkými nadnárodními koncerny, blíže srovnej str. 49 a 50 znaleckého posudku. Byly vybrány ukazatele cena akcie ku tržbám za akcii, cena akcie ku ukazateli EBITDA na akcii, kde EBITDA je zisk před zdaněním, úroky a odpisy, dále cena akcie ku provoznímu zisku na akcii, dále cena akcie ku čistému zisku na akcii, a cena akcie ku vlastnímu kapitálu na akci. Po uplatnění těchto ukazatelů byl vypočten zisk na akcii společnosti KMV, vlastní kapitál na akcii a všechny další ukazatele. Uplatněním průměrných hodnot příslušných multiplikátorů a jejich maxim a minim je odvozena příslušná hodnota akcie pro KMV, jak vyplývá z tabulky na str. 51 znaleckého posudku. Výše multiplikátorů je ovlivněna předpokládanou ziskovostí kupované společnosti z pohledu kupujícího a mnohdy zahrnuje i synergické efekty. Právě synergické efekty mohou značně ovlivňovat předmětné multiplikátory tak, že dosahují nelogických hodnot. Protože srovnávací soubor je relativně úzký a příslušné hodnoty multiplikátorů implikují zahrnutí vysokých synergických hodnot do ocenění, není dle názoru znalce vhodné vycházet při ocenění KMV z předmětného souboru. Synergické efekty mohou být pouze součástí ocenění majoritního podílu, který je znalcem oceňován. Důvodem další nevhodnosti této metody je i to, že výše multiplikátorů v sobě zahrnuje i očekávání ohledně růstu zisků. Akvizice jsou prováděny společnostmi tehdy, pokud kupující očekává v daném segmentu růst. Což ovšem není u KMV z důvodu jejich abnormálně vysokého tržního podílu na tuzemském trhu a růstu konkurence. Tržní podíl KMV za poslední dva roky poklesl z 36% na 33% a management předpokládá další pokles tržního podílu. Další srovnávací metoda je metoda tržních násobků, když tato metoda srovnává multiplikátory ceny akcií veřejně obchodovatelných společností s různými ukazateli dané společnosti. Společnost KMV vyrábí zejména balené minerální vody. V rámci tvorby srovnávacího souboru bylo zjištěno, že výrobou a distribucí minerálních vod, případně nealkoholických nápojů a balené vody, se v EU zabývají v segmentu veřejně obchodovaných společností zejména nesrovnatelně větší společnosti s často multivýrobkovým programem. Mezi nejvýznamnější patří společnosti Nestlé, Danone (stolní voda EVIAN), Coca-cola, Pepsi atd. Tyto společnosti nelze pro srovnávací soubor použít. Z výše uvedených důvodů nebyla tato metoda pro výpočet dále použita. Ocenění na základě výnosového přístupu jako základní metodu oceňování společností znalec zvolil v tomto případě metodu diskontovaného cash flow, tedy DCF, která zohledňuje budoucích finančních toků. V rámci metodického přístupu byla zvolena varianta diskontování čistého cash flow akcionářů. Znalec se zabýval diskontní mírou, tedy určení požadované míry výnosu vlastního kapitálu pro explicitně projektované období. Pomocí diskontní sazby se určuje současná hodnota budoucích peněžních toků generovaných během období a také současná hodnota terminální hodnoty. Terminální diskontní sazba zohledňuje očekávané tržní skutečnosti po skončení projektovaného období a je použita pro výpočet terminální hodnoty metodou modelu stabilního růstu. Pro stanovení vlastního kapitálu je nutné zjistit bezrizikovou sazbu, Betu a rizikovou prémii pro český akciový trh. Znalec za bezrizikovou sazbu považuje výnos dlouhodobého státního dluhopisu ČR, když ke dni ocenění výše této sazby pro ČR činila dle Evropské centrální banky 3,31%. Vzhledem k tomu, že akcie společnosti nejsou veřejně obchodovatelné, nelze zjistit hodnotu koeficientu Beta na základě historických výsledných cen obchodování na veřejných trzích. Znalec použil tedy pro odhad tohoto koeficientu hodnotu Beta u komparativních společností. Jako základ byla použita data pro 8 evropských firem podnikajících v odvětví výrobu nealkoholických nápojů. Průměrná nezadlužená Beta evropských firem v odvětví výroby nealkoholických nápojů dosahuje 0,68% Poslední je riziková prémie pro český akciový trh, která je počítána jako dlouhodobý rozdíl mezi výnosností akcií a státními obligacemi. Vzhledem k nedostatečně dlouhé historii českého kapitálového trhu je nezbytné pro odhad této prémie zvolit odhad na základě historických údajů z vyspělých trhů a za nejkomplexnější zdroj odhadů rizikových prémií znalec považuje výpočty Aswatha Damodarana, profesora New York University (viz www.stern.nyu.edu/~adamodar), který určil historickou rizikovou prémii pro americký akciový trh 4,84%. Znalec považuje v rámci České republiky tuto prémii pro český akciový trh 6,04%.

6. Znalec se dále zabýval prémií za velikost a tržní kapitalizaci, když dodatečné riziko oproti akciím obchodovatelným na veřejném trhu u akcií KMV zohledňuje znalec uplatněním dodatečné rizikové prémie za nedostatečnou kapitalizaci. Vzhledem k neexistenci veřejného trhu pro akcie KMV, byla uplatněna přirážka ve výši 4,01% odpovídající nejnižšímu stupni kapitalizace daná přirážkou dle Ibbotson Associates. Znalec dále počítá s diskontní mírou určení požadované míry výnosu vlastního kapitálu pro terminální období. Terminální hodnota při oceňování určuje očekávanou hodnotu podniku na konci explicitně projektovaného období, v tom případě tedy na konci roku 2009. V té době znalec předpokládá, že česká ekonomika dosáhne vyspělosti srovnatelné s vyspělými evropskými trhy a bezriziková sazba zde stoupá na 4,45%. Stejně tak riziková prémie pro český akciový trh se zvýší na 4,84%, která odpovídá hodnotě pro vyspělé trhy Eurozóny a prémie za velikost a tržní kapitalizaci zůstává nadále ve výši 4,01%. Jako minimální požadovaná míra návratnosti vlastního kapitálu pro terminální období byla metodou CAPM pro KMV stanovena hodnota na úrovni 11,75% p.a. (srovnej na str. 57 znaleckého posudku). Znalec ocenil provozní část společnosti pro akcionáře ke dni ocenění na částku 2 402 001 tis. Kč. Dále znalec ocenil finanční investice – St. Moritz Mineralwasser 24 711 tis. Kč, očekávaný výnos z prodeje akcií Poděbradka, a. s. při uplatnění práva opce společnosti na třetí osobu ve výši 237 093 tis. Kč, finanční investice – DK INVEST ve výši 40 045 tis. Kč a finanční hotovost na 295 200 tis. Kč, celkem tedy 2 999 950 tis. Kč. Hodnota čistého obchodního majetku společnosti Karlovarské minerální vody, a. s. činí tedy dle názoru znalce ke dni ocenění částku 2 999 950 tis. Kč a hodnota akcionářského kapitálu připadající na 1 Kč základního kapitálu tedy dosahuje po zaokrouhlení částku 11 414 Kč. Znalec tedy uzavřel svůj znalecký posudek, že protiplnění poskytnuté menšinovým akcionářům společnosti KMV za jednu kmenovou listinnou akcii ve formě na jméno o jmenovité hodnotě 1 000 Kč činí 11 500 Kč, za jednu kmenovou listinnou akcii ve formě na jméno o jmenovité hodnotě 100 000 Kč činí 1 150 000 Kč a za jednu kmenovou listinnou akcii ve formě na jméno o jmenovité hodnotě 1 000 000 Kč činí 11 500 000 Kč.

7. Ze znaleckého posudku č. 148B90 2012 ze dne 19. 12. 2012 k datu ocenění 12. 11. 2005 vypracované Vysokou školou ekonomickou v Praze, Institutem oceňování majetku, jehož účelem bylo určení přiměřené výše protiplnění za kmenové listinné akcie ve formě na jméno o jmenovitých hodnotách 1 000 Kč, 100 000 Kč a 1 000 000 Kč vydané společností při uplatnění práva výkupu účastnických cenných papírů dle ust. § 183i a násl. zákona č. 513/1991 Sb. soud zjistil, že ve světě existuje několik obecně závazných pravidel a postupů při ohodnocování majetku, resp. podniků. Jedná se o standardy – Evropské oceňovací standardy, Mezinárodní oceňovací standardy, Americké oceňovací standardy a Německý standard IDW S1. Tyto uvedené standardy požadují mimo jiné zvolit a odůvodnit volbu metody oceňování pro účely správného ocenění podniku, resp. akcií jednotlivého podniku. Jelikož výsledky ocenění pomocí jednotlivých metod jsou z důvodu implicitních předpokladů zakomponovaných v matematických modelech jednotlivých metod různé a někdy i značně různé, je potřeba volbám metod oceňování věnovat patřičnou pozornost. Znalec provedl finanční analýzu společnosti KMV na základě údajů dostupných účetních závěrek za rok 2002 až 2004 a k datu ocenění. Cílem bylo zodpovězení otázek mimo jiné, do jaké míry se majetková a finanční struktura shoduje nebo odlišuje od obdobných podniků, do jaké míry je zajištěna likvidita společnosti KMV a jak to vypadá s charakteristikami jeho dlouhodobé finanční rovnováhy, jaké faktory mají na výnosnost, resp. ztrátovost, rozhodující vliv a jaká rizika z finančního pohledu nese tato společnost. Soud ze znaleckého posudku na základě provedené finanční a strategické analýzy provedené znalcem (srovnej body 4 až 7 znaleckého posudku), že společnost má šanci dlouhodobého fungování, když není ohrožena její stabilita z pohledu finančního řízení, není ohrožen trh, na kterém společnost působí a dále není ohroženo postavení společnosti na daném trhu. Z tohoto důvodu se znalci jeví jako nejvhodnější metoda ocenění metoda ze skupiny metod výnosových a znalec využil metodu ocenění volných peněžních toků ve variantě entity – DCF – entity. Důvodem je také skutečnost, že se jedná o jednu z nejvíce teoreticky propracovaných metod ocenění a dále se jedná o nejrozšířenější metodu oceňování fungujících podniků nejen v USA, ale také v Evropě a České republice. Tato metoda vychází ze základního předpokladu, že předmět ocenění společnost, závod, provoz je nástroj k vytváření zisku. Cílem činnosti vlastníků v oblasti finanční je vytvářet peněžní tok (cash flow). Pokud doba provozu života předmětu ocenění není přesně dána a přitom existuje předpoklad jejího dlouhého trvání, doporučuje se nahradit konečnou geometrickou řadu diskontovaného cash flow s neznámým, resp. obtížně odhadnutelným počtem členů, řadou nekonečnou, která ji velmi dobře aproximuje. Rozdíl mezi součty obou geometrických řad (konečné a nekonečné) s rostoucím počtem členů, konverguje poměrně rychle k nule. Z tohoto důvodu se pro odhad diskontovaného cash flow v druhé etapě výpočtu užívá početně jednodušší postup nekonečné řady diskontovaného cash flow. V úvahu teoreticky přichází metody založené také na tržním porovnání, zde ovšem dle znalce se ocenění setkává s problém s vyhledáváním relevantních dat, a to z důvodu značné časové odlehlosti dat vypracování tohoto znaleckého posudku od data ocenění. Při stanovení hodnoty předmětu ocenění za pomocí metody DCF – entity je nutné volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele diskontovat diskontní mírou na úrovni váženého průměru nákladů kapitálu. Náklady kapitálu jsou váženým průměrem nákladů vlastního kapitálu a nákladů na cizí kapitál po zdanění. Náklady cizího kapitálu jsou upraveny o daňový štít. Náklady vlastního kapitálu se skládají z bezrizikové složky a prémie za riziko. Bezriziková složka nákladů je obvykle stanovena na základě výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů. Pro stanovení vážených nákladů kapitálu je nutné stanovit náklady vlastního kapitálu odpovídající plánovanému zadlužení. Náklady cizího kapitálu byly pro celé plánované období 2005 až 2010 stanoveny na základě prognózy financování společnosti, kdy je uvažováno čerpání revolvingového úvěru při úrokové míře 4,26%. Tlak vlastníků společností na zhodnocení jejich prostředků je přirozený, jelikož ti zvažují a porovnávají své další investiční příležitosti s obdobným rizikem. Náklady vlastního kapitálu znalec odhadl na základě modelu CAPM (Capital Asset Pricing Model). Tento model vychází z výnosů bezrizikové investice, rizikové prémie kapitálového trhu, koeficientu beta daného odvětví (vyjadřuje úroveň rizika jednotlivé akcie v odvětví relativně k riziku celého kapitálového trhu) nebo společnosti a specifického rizika společnosti. Jako základ znalec použil upravený model profesora Damodarana. Bezriziková výnosová míra je výchozím bodem pro stanovení nákladů vlastního kapitálu. Pro stanovení bezrizikové výnosové míry byl použit státní dluhopis České republiky 4, 60/18 obchodovaný k datu ocenění. Jeho výnosnost do doby splatnosti činila 4,06%, tedy za bezrizikovou výnosnost dosadil znalec do vzorce 4,06%. Koeficient beta v použitém modelu je matematickým vyjádřením historické citlivosti výnosnosti akcií společností, které podnikají v příslušném odvětví, a to v závislosti na pohybu průměrných cen akcií na celém trhu. Jedná se tedy o vyjádření úrovně rizika jednotlivého cenného papíru, a to relativně k riziku kapitálového trhu jako celku. Koeficient beta byl převzat znalcem z databáze profesora Damodarana. Nezadlužený koeficient beta stanovil znalec na základě dat dostupných o společnostech srovnatelných s oceňovanou společností, platných k datu ocenění. Jedná se o aritmetický průměr historických koeficientů beta přepočtených na nulové zadlužení u společností podnikajících v oboru výroby nealkoholických nápojů (srovnej tabulku str. 93 znaleckého posudku). Znalec tedy stanovil hodnotu nezadluženého koeficientu beta na úrovni 0,705. Znalec se také zabýval rizikovou prémií kapitálového trhu jako součet rizikové prémie vyspělého kapitálového trhu a rizikové přirážky za nevyspělý kapitálový trh, když profesor Damodaran stanovuje rizikovou prémii vyspělého kapitálového trhu pro rok 2005 na úrovni 4,84%, a to vzhledem k dosahované rizikové prémii vyspělého kapitálového trhu v minulých letech. Tuto hodnotu tedy použil znalec pro ocenění. Znalec taktéž uvažuje s rizikovou přirážkou za nevyspělý kapitálový trh, a to s modelem profesora Damodarana, kde je konstruována pro použití bezrizikové výnosnosti na úrovních státních dluhopisů USA. V rizikové přirážce země tedy zohledňuje riziko nerozvinutého kapitálového trhu, a to jak na úrovni akciového, tak i dluhopisového trhu, a to jako součin koeficientu 1,5 zohledňujícího dlouhodobý poměr volatility trhu akcií a volatility dluhopisového trhu na straně jedné a default spreadu dluhopisů na straně druhé. V rámci ČR to nelze použít, neboť se používá v tomto znaleckém posudku bezrizikovost na úrovni státních dluhopisů ČR, došlo by tedy k dvojímu započítání rizika za nerozvinutý dluhopisový trh. Z tohoto důvodu znalec zvolil alternativní postup, kdy rizikovou prémii země (resp. rizikovou přirážku za nevyspělý kapitálový trh) stanovil jako násobek koeficientu 1,5 a rozdílu výnosnosti českého eurobondu a dluhopisu země EU s nejvyšším ratingem AAA, kotovaných v EUR. Znalec výslednou rizikovou prémii za nerozvinutý akciový trh učinil 0,0758% (srovnej str. 95 až 96 znaleckého posudku). Znalec také zmiňuje ostatní rizikové přirážky, které považuje v praxi za obvyklé a podložené odbornými publikacemi, které mimo jiné doporučují použití přirážky za malou společnost, tj. nízkou tržní kapitalizaci (pojem tržní kapitalizace znamená tržní hodnota společnosti podle tržního ohodnocení cen jejich akcií) a za vysoký poměr účetní a tržní hodnoty vlastního kapitálu společnosti. Nynější literatura dokazuje, že rizikové přirážky za nízkou tržní kapitalizaci a vysoký poměr BV/MV zohledňují rizika spojená s akciemi podniku. Přirážka za nízkou tržní kapitalizaci byla prokázána na základě porovnání výnosnosti akcií s malou tržní kapitalizací a výnosnosti akcií s velkou tržní kapitalizací. Tuto přirážku k nákladům vlastního kapitálu lze zdůvodnit na úrovni provozních i strategických výhod velkých podniků (tedy vyšší riziko malých podniků) i důvody na úrovni finančního trhu (vyšší transakční náklady a náklady zastoupení u malých podniků). V některých případech je možné použít ještě další rizikové přirážky k nákladům vlastního kapitálu, které vyjadřují použití diskontu za minoritu v případě stanovení hodnoty minoritního podílu či prémii za kontrolu nebo například diskontu za omezenou obchodovatelnost. Oceňovaná společnost KMV je dle názoru znalce vystavena specifickým rizikům, a to rizika spojeného s nízkou tržní kapitalizací (vztaženo k lokálnímu kapitálovému trhu). Riziková prémie českého kapitálové trhu pokryla rozdíl v kvalitativních a kvantitativních charakteristikách mezi vyspělým kapitálovým trhem a trhem českým jako celkem. Společnost řadíme v rámci českého trhu spíše k menším společnostem. Tato riziková přirážka za nízkou tržní kapitalizaci byla znalcem stanovena na základě publikace 2004 Valuation Yearbook společnosti I Associates (srovnej tabulku 9-6 na str. 98 znaleckého posudku). Znalec zařadil KMV jako společnost s mikrokapitalizací, čemuž odpovídá přirážka ve výši 4,01%.

8. Znalec provedl, a to v bodě 9.2 znaleckého posudku, hodnocení volného peněžního toku pro ocenění, když se zabýval volným peněžním tokem pro první fázi, tedy explicitně plánovaného období, a to za roky 2005 až 2010, a dále volným peněžním tokem ve druhé fázi, tedy pokračujících hodnotách a na základě všech výše uvedených skutečností provedl znalec stanovení hodnoty společnosti – provozní části metodou DCF entity, když došel k závěru, že hodnota společnosti – její provozní části na úrovni hodnoty pro její vlastníky a věřitele činí 2 562 848 tis. Kč, ocenění neprovozního majetku činí 376 723 tis. Kč a celková hodnota společnosti činí tedy 2 939 571 tis. Kč. Znalec také stanovil hodnotu společnosti při zvážení pesimistického vývoje trhu, když došel k částce 2 909 294 tis. Kč.

9. Znalec jako další metodu stanovení hodnoty společnosti zvolil metodu tržního porovnání ve variantě metody srovnatelných podniků, když v rámci této metody je nutné udělat výběr srovnatelných podniků, analýzy srovnatelných podniků a srovnání s podnikem oceňovaným, výběr vhodných násobitelů (multiplikátorů), volba hodnot násobitelů oceňované společnosti, výpočet hodnoty akcie oceňované společnosti na základě aplikace jednotlivých násobitelů a odvození konečné hodnoty akcie oceňované společnosti. Při výběru srovnatelných společností byl znalec omezen nutností veřejné obchodovatelnosti těchto podniků. Jelikož KMV je podnikem sídlícím a realizujícím tržby v kontinentální Evropě, podnikajícím v oboru výroby minerálních vod a nealkoholických nápojů, hledal znalec veřejně obchodovatelné podniky se shodnými základními charakteristikami. Znalec vybral vzorek následujících pěti podniků: A.G. BARR P.L.C. (Glasgow, Velká Británie), BB MINAQUA A.D. (Novi Sad, Srbsko), JAMNICA D.D. (Zagreb, Chorvatsko), SOURCES MINÉRALES HENNIEZ SA (Henniez, Švýcarsko), VODA VRNJCI A.D. (Vrnjacka Banja, Srbsko), pro závěry pouze tři společnosti, a to druhou, třetí a pátou, neboť jejich akcie jsou obchodovatelné na burzách cenných papírů. Pro účely stanovení hodnoty společnosti metodou srovnatelných podniků znalec využil násobitele, a to poměr tržní hodnoty investovaného kapitálu a celkových tržeb, poměr tržní hodnoty investovaného kapitálu a výsledků hospodaření před úroky a daní, poměr tržní hodnoty investovaného kapitálu a výsledku hospodaření před úroky, daní, odpisy a amortizací, poměr tržní hodnoty vlastního kapitálu a výsledku hospodaření za účetní období, poměr tržní hodnoty investovaného kapitálu a účetní hodnoty aktiv a poslední je poměr tržní hodnoty vlastního kapitálu a účetní hodnoty vlastního kapitálu. Po porovnání těchto násobitelů došel znalec k závěru, že odhaduje tržní hodnotu kapitalizace společnosti KMV stanovenou na základě metody srovnatelných podniků, kde srovnatelnými podniky byly tři evropské veřejně obchodovatelné společnosti intervalově v rozmezí 3 968 mil. Kč až 4 930 mil. Kč. Znalec nemůže akceptovat tuto metodu ocenění jako metodu hlavní, jedná se o metodu doplňkovou, podpůrnou, která nevyvrací závěry hlavní metody oceňování předmětu ocenění. Znalec tedy této metodě přikládá nulovou váhu při konstatování závěru tohoto znaleckého posudku. V závěru svého znaleckého posudku pod bodem 11 a násl. došel znalec k závěru, že na základě zpracovaných analýz a použitých metod ocenění se pohybuje hledaná hodnota 100% balíku akcií na společnosti Karlovarské minerální vody, a. s. k datu ocenění v intervalu od 2 909 294 000 Kč do 2 939 571 000 Kč, jehož střední hodnota je 2 924 432 500 Kč, přičemž hodnota jedné akcie KMV o jmenovité hodnotě 1 000 Kč činí 11 125 Kč.

10. Ze znaleckého posudku č. 147B89 2012 ze dne 19. 12. 2012 o určení přiměřené výše protiplnění za kmenové, listinné akcie ve formě na jméno o jmenovitých hodnotách 1 000 Kč, 100 000 Kč a 1 000 000 Kč vydané společností při uplatnění práva výkupu účastnických cenných papírů dle ust. § 183i a násl., s datem ocenění ke 12. 10. 2005, vyhotovený Vysokou školou ekonomickou v Praze, Institutem oceňování majetku na základě objednání advokátní kanceláře Kocián Šolc Balaštík s. r. o., soud zjistil, že oproti znaleckému posudku provedenému výše stejným znalcem se ohodnocovaly akcie k jinému datu, a to k datu dřívějšímu o jeden měsíc, 12. 10. 2005. K dřívějšímu datu došel znalec na základě provedených analýz a výpočtů k celkové hodnotě společnosti ve výši 3 061 906 tis. Kč, a to se jednalo o metodu DCF entity. Při stanovení hodnoty společnosti při zvážení pesimistického vývoje trhu došel znalec k závěru, že o měsíc dřív činila celková hodnota společnosti částku 3 017 153 tis. Kč. V závěru svého znaleckého posudku došel znalec k výsledku, že na základě zpracovaných analýz a použitých metod ocenění je hodnota 100% balíku akcií na společnosti KMV k datu ocenění 12. 10. 2005 v intervalu od 3 017 153 000 Kč do 3 061 906 000 Kč a střední hodnota je 3 039 529 500 Kč a přiměřeným protiplněním pro minoritní akcionáře je u akcie o jmenovité hodnotě 1 000 Kč střední hodnota ve výši 11 565 Kč.

11. Ve zbytku ve způsobu zvolených metod soud odkazuje na předcházející znalecký posudek stejného znalce z 19. 12. 2012, když soud poznamenává, že oba znalecké posudky jsou dělány ve stejný datum, jenom je ocenění k jinému měsíci a volby metody atd. jsou stejné a rozdíl spočívá pouze v měsíci, ve kterém došlo k ocenění předmětné hodnoty jedné akcie o nominální hodnotě 1 000 Kč přepočteno na závěr znaleckého posudku.

12. Ze znaleckého posudku č. 57-45/ 2012 znalce APELEN Valuation s. r. o. ze dne 29. 5. 2012 objednatele posudku [jméno] [příjmení] o zodpovězení otázky posouzení přiměřené výše protiplnění v penězích, které hlavní akcionář poskytl ostatním akcionářem společnosti Karlovarské minerální vody, a. s., a určení přiměřeného protiplnění (spravedlivé hodnoty fair value) za akcie menšinových akcionářů společnosti Karlovarské minerální vody, a. s., soud zjistil, že znalec vycházel z dat specifikovaných ve znaleckém posudku č. 278-178/5 znaleckého ústavu A& CE Consulting s. r. o., s nímž se znalec seznámil a jenž byl předložen zadavatelem. Výše přiměřeného protiplnění je stanovena na žádost zadavatele tohoto znaleckého posudku ke dni přechodu akcií na hlavního akcionáře, tedy ke dni 12. 11. 2005. Soud dále zjistil ze znaleckého posudku, že ke stanovení hodnoty akcií, případně obchodních podílů, lze použít různé metody ocenění. Pro správnou volbu je třeba vycházet zejména ze zadání posudku, tj. z účelu ocenění, pro který je znalecký posudek vyžadován. Při oceňování akcií je nutno obecně hledat odpověď na tyto otázky: a) Provádí se odhad hodnoty jednotlivých akcií, nebo odhad hodnoty akcie jako podílu na hodnotě celé společnosti?, b) Jakou nejvyšší částku by byl ochoten zaplatit za společnosti jakýkoliv zájemce jednající na základě úplných informací, rozumně a bez nátlaku k rozhodnému dni ocenění?, c) Jakou má společnost/akcie hodnotu z hlediska konkrétního zájemce?, d) Jakou hodnotu společnosti/akcie lze považovat za objektivní?. Z tohoto hlediska se postupně vyvinuly tři základní přístupy k oceňování společnosti (podniku) – 1) tržní hodnota, 2. subjektivní hodnota, 3) objektivní, či spíše objektivizovaná hodnota. Mezinárodní oceňovací standardy kladou důraz na definici tržní hodnoty a vymezují ji následujícím způsobem. Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku. Tržní výnosová hodnota společnosti (podniku) se musí rovnat tržní ceně alternativní investice, která bude pro investora garantovat stejný výnos při stejném riziku, tj. investor může očekávat, že vložením svého kapitálu do jedné nebo druhé investice dosáhne v budoucnu stejného zhodnocení svého vkladu při stejném riziku. Ve vztahu k výnosovým metodám podotýkají mezinárodní oceňovací standardy nutnost korekce finančního plánu, projekce výnosů a diskontní míry s ohledem na tržní prostředí, kdy doporučují vycházet z tržních dat. I subjektivní, nebo-li investiční hodnotu, lze charakterizovat na základě definice, obsažené v mezinárodních oceňovacích standardech. Objektivizovaná hodnota by pak měla být v maximální míře postavena na všech uznávaných datech a použita v těchto případech, kdy se do popředí zájmu dostává prokazatelnost a současný stav. Použití objektivizované hodnoty je tak vhodné v situaci, kdy by zjišťovaná hodnota měla být nezávislá na konkrétním subjektu a navíc založená na nesporných faktech. Pokud jde o metody zjišťování ekonomické hodnoty, existují fakticky dvě metody, a to metody výnosové a majetkové metody. Pro daný účel ocenění, tj. stanovení výše protiplnění za nucený přechod akcií na hlavního akcionáře, je dle znalce jedním z možných přístupů k ocenění i provedení odhadu spravedlivé výše (fair value) protiplnění s dále popsanými specifiky, avšak ocenění by nikdy nemělo být nižší, než představuje podíl akcie na tržní hodnotě celé společnosti, resp. než představuje tržní hodnota akcie. Znalec uvedl, že Znalecký ústav A&CE Consulting vycházel při ocenění z metody diskontovaných peněžních toků ve variantě DCF entity, když znalec nemá žádné výhrady ke způsobu určení bezrizikové úrokové míry 3,34% a nemá výhradu ke koeficientu beta, nicméně další položky pokládá za problematické a pro daný účel za chybné. Za zvlášť nepřípustnou považuje zejména přirážku – prémii za mikrokapitalizaci. Mnohem vhodnější pro zjištění je rizikové prémie na rozdíl od znalce A&CE Consulting považuje tento znalec aplikace aktuální rizikové prémie uváděné profesorem Damodaranem. Ten totiž vypočítává a zveřejňuje dvě prémie kapitálového trhu: historickou prémiovou a implicitní prémiovou, tedy aktuální, která reflektuje aktuální dění na trhu, a proto je vhodné použít ji při tržním ocenění. Aktuální implicitní akciová prémie byla v roce 2005 uváděna na hodnotě 3,65%. Tato prémie mnohem lépe charakterizuje aktuální kvantifikaci rizika k dané době ocenění. Historický vývoj rozdílu mezi výnosností akcií a dluhopisů nemůže v žádném případě objektivně vyjádřit aktuální očekávání na trhu. Již od roku 2004 jsou zveřejňovány profesorem Damodaranem právě aktuální rizikové prémie. Nevhodnost aplikace historické prémie lze ukázat na příkladu, když předpokládejme, že makroekonomice i firmám se daří dobře, rostou hospodářské ukazatele, následně se zvyšují i ceny akcií, úrokové sazby jsou nízké a stagnují. Potom na základě použitého vzorce je rozdíl mezi výnosností akcií a dluhopisů v krátkém období vysoký a v delším se průměr rovněž zvyšuje. Tím ale roste rozdíl, následně náklady vlastního kapitálu, tedy výše diskontní míry. Ve výsledku se tedy snižuje hodnota budoucích peněžních toků a hodnota společnosti klesá. Jinými slovy, jestliže se daří ekonomice země, na základě čehož potom ve většině případů roste hodnota akcií, dochází zcela paradoxně k poklesu hodnoty společnosti. Tím pádem by ale hodnota společnosti v extrémním případě byla i nižší než v momentě, kdy vykazovala výrazně horší výsledky a očekávání. Profesor Damodaran pro každý rok vypočítává aktuální implicitní akciovou prémii, která byla v roce 2005 uváděna ve výši 3,65%. Ta mnohem lépe charakterizuje aktuální kvalifikaci rizik dané době ocenění. Hodnota prémie trhu není v čase konstantní, nýbrž se mění. Historická prémie představuje průměrnou hodnotu prémie trhu od roku 1928 do roku 2004 a nezohledňuje aktuální tržní ceny akcií. Implicitní prémie představuje aktuální hodnotu prémie trhu v rozhodné době ocenění a zohledňuje aktuální tržní ceny akcií. Tedy riziková prémie trhu měla v daném případě činit 3,65%, nikoliv 4,84%. Riziková prémie země (přirážka) byla uváděna ve znaleckém posudku A& CE Consulting, s. r. o., ve výši 1,2% s odkazem na stránky profesora Damodarana. Otázka rizikové přirážky země je však komplikovanější, neboť tato prémie obsahuje jak složku dluhopisovou, tak složku akciovou. Profesor Damodaran uvádí, že celková prémie je 1,5 násobek složky dluhopisové, tedy z toho lze dovodit, že dluhopisová prémie činí 0,8%. K výnosnosti tuzemských státních dluhopisů, jejichž aplikace je mimochodem i dle profesora Damodarana mnohem vhodnější než aplikace státních dluhopisů USA, tedy již lze v případě aplikace rizikové přirážky země připočítat pouze tzv. akciovou složku, která fakticky dle výše uvedeného vztahu odpovídá 0,5 násobku rizika selhání země. V tomto případě by tedy hodnota činila 0,4%. Potom by tedy ale platilo při respektování bezrizikové úrokové míry 3,34% a koeficientu beta na úrovni 0,68 výpočet nákladů vlastního kapitálu ve výši 6,09%. Co se týká přirážky za malou tržní kapitalizaci a nelikviditu, znalecký ústav A&CE Consulting použil přirážku za malou tržní kapitalizaci, resp. i za nelikviditu akcií z toho důvodu, že nebyly umístěny na veřejných trzích, ve výši 4,01% na základě kalkulace společnosti I Associates. Znalecký ústav tržní kapitalizaci ocenil na 3 mld. Kč. Považovat společnost o tržní kapitalizaci 3 mld. Kč za poměrně malou společnost je samozřejmě v kontextu relevantního trhu zcela nesprávné a pro daný účel nepřípustné. Pokud lze připustit aplikaci prémie za malou tržní kapitalizaci, pak musí být velikost společnosti posuzována vždy v rámci relevantního trhu. Tedy není možné aplikovat na českou společnost měřítka tržní kapitalizace společností z USA. Vždy musí být tržní kapitalizace porovnávána se srovnatelnými společnostmi, v tomto případě na úrovni ČR. Velikostní přirážka by vůbec neměla být u společnosti KMV aplikovaná, neboť tato společnost nespadá do segmentu společností, u nichž by se velikostní efekt měl nějak projevit. Není jednoznačně dokázáno, že menší společnosti by měly mít vždy vyšší míru výnosnosti než velké a za druhé není prokázáno, že právě menší společnost má vyšší podnikatelské riziko. Pro daný účel je tedy přirážka za specifické riziko za nižší likviditu nebo malou tržní kapitalizaci na úrovni 4,01% nepřípustná. Znalec nesouhlasí na druhou stranu ani se zápornou velikostní přirážkou. Tedy tato prémie by měla být jednoznačně nulová. Znalecký ústav A&CE Consulting stanovil tempo růstu pro druhou fázi na úrovni 1,6%. Znalecký ústav zároveň pro období pokračující hodnoty předpokládal inflaci na úrovni dlouhodobého inflačního plánu v rozhodné době 3%, tedy je predikován reálný pokles o 1,4%. Přitom finanční plán pro období první fáze je maximálně konzervativní a předpokládá bez podrobnějšího odůvodnění pokles volného cash flow mezi roky 2006 až 2009 o více než 50%. Je zcela nedůvodné, uvažovat u jakékoliv firmy bez specifických příčin o trvalém poklesu reálných výsledků hospodaření. Samozřejmě i bezdůvodné předvídat trvalý výrazný růst. Lze tedy předpokládat, že pokud by skutečně mělo dojít k tak významnému poklesu volného cash flow, bude dosažen alespoň nulový reálný růst, což by v nominálním vyjádření znamenalo roční tempo růstu 3%. Je nutné korigovat tempo růstu pro druhou fázi minimálně na hodnotu 3% ročně, což znamená růst pouze na úrovni inflace, tedy nulový reálný růst. Důvodem je i velmi pesimistický finanční plán pro období první fáze, optikou roku 2005 i v rozporu s tržním očekáváním, což velmi dobře dokresluje i ocenění akcií metodou tržních porovnání, ale považoval ji za nevhodnou.

13. Znalec APELEN Valuatin s. r. o. přistoupil k výpočtu výše přiměřeného protiplnění pro akcionáře společnosti KMV, když pro daný účel neaplikuje srážku za malou tržní kapitalizaci ve výši 4,01%, respektuje výši bezrizikové úrokové míry, resp. je korigována na hodnotu známou k rozhodnému dni, souhlasí s kvalifikací koeficientu beta a riziková prémie země je kalkulována na bázi vhodnější implied risk premium ve výši 3,65%. Riziková prémie země bude počítána ve výši 0,4% a reálné tempo růstu bude činit predikci 3%. Peněžní toky budou diskontovány ke dni přechodu akcií na hlavního akcionáře, tedy ke dni 12. 11. 2005. Na základě těchto vstupních dat a korekcí tento znalec činí závěr, že výše přiměřeného protiplnění určená na bázi spravedlivé hodnoty (fair value) jako hodnoty adekvátního podílu na tržní hodnotě celé společnosti zjištěné pro daný účel, akcionářům společnosti KMV ke dni přechodu akcií na hlavního akcionáře, tedy ke dni 12. 11. 2005, činí za jednu akcii společnosti o jmenovité hodnotě 1 000 Kč částku 29 646 Kč. Z dodatku č. 1 a č. 2 ke znaleckému posudku 57-45 2012 soud nezjistil žádné závažné skutečnosti a informace.

14. Ze zprávy o připomínkách k reviznímu znaleckému posudku č. 57-45/ 2012 společnosti APELEN Valuation s. r. o. objednatele Ronaldsay B.V. ze dne 11. 9. 2012 soud zjistil, že volba délky platnosti vládních dluhopisů by dle odborné literatury měla korespondovat s délkou životností aktiv/podniku, který je předmětem ocenění. Jak bylo uvedeno v rámci odborných zdrojů, je tedy doporučena aplikace dluhopisů se splatností deset a více let. Jelikož byla k datu ocenění výše výnosnosti bezrizikových aktiv v podobě výnosnosti státních/vládních dluhopisů nižší v porovnání s bezrizikovou výnosností aktiv v USA (a to včetně zohlednění inflačního očekávání), nepovažuje znalec za reálné, aby v rámci této výnosnosti českých dluhopisů byla zakomponována přirážka za riziko selhání tzv. default spread. Sazbu státních/vládních dluhopisů emitovaných v ČR považuje znalec s ohledem na její výši, inflační očekávání i region, v jeho rámci byly tyto dluhopisy emitovány, za ekvivalent bezrizikové sazby, neobsahující jakoukoliv část dodatečného rizika za selhání země. V případě, že bychom dogmaticky trvali na aplikaci bezrizikové výnosnosti amerických dluhopisů (jako jediné skutečně bezrizikové výnosnosti), jež k uvedenému datu činila 4% (namísto 3,31% výnosnosti českých státních dluhopisů), v souladu s odbornou literaturou, je nezbytné provést korekci o rozdílné inflační očekávání v ČR v porovnání s USA, čímž navýšili bychom tímto kalkulaci diskontu (bezriziková výnosnost by činila nikoliv 3,31% ale 3,5%, tedy 1% + 2,5%) a tím pádem i snížili výsledné očekávání. Přirážka za tržní riziko je predikcí rozdílu mezi očekávanou výnosností akciového trhu jako celku a výnosností bezrizikových aktiv. S ohledem na vyhovující parametry českého kapitálového trhu jsou v praxi k jejímu stanovení využívána data amerického kapitálového trhu, které jsou s ohledem na jejich kvalitu i kvantitu považována za nejspolehlivější. Znalec ve svém znaleckém posudku, který vyhotovil pro KMV, volil metodu geometrického průměru historických dat za období 1926 až 2004, tedy 4,84%. Uvedené parametry kalkulace byly zvoleny, neboť data delší časové řady v sobě obsahují chování a parametry trhu zahrnující veškeré možné alternativy jeho vývoje. Metoda geometrického průměru byla zvolena s ohledem na tehdy přetrvávající nejednoznačnost výkladu stávající české a rovněž zahraniční literatury. V případě aplikace metody aritmetického průměru a dat z jiné časové řady by výsledná hodnota RPT byla vyšší než uvažovaných 4,84%, což by generovalo vyšší diskont a tedy nižší ocenění. Alternativou pro kalkulaci přirážky za tržní riziko je kalkulace založená na aktuálních parametrech, sazbách, cenách obchodovaných aktivit a dividendových výnosů v rámci akciového trhu. Nutno podotknout, že uvedené problematice se věnuje výhradně zahraniční odborná literatura. Česká odborná literatura, například profesor Mařík a spol., platná k datu vyhotovení původního posudku této alternativě věnuje nepoměrně méně pozornosti, prakticky ji opomíjí. Historická data jsou obecně používána jako jeden z klíčových parametrů rovněž při kalkulaci dalších parametrů nákladů vlastního kapitálu metodou CAPM, tudíž přístup vycházející z dat historických považuje znalec, analogicky s názorem většiny znalecké veřejnosti za konzistentní, nikoliv za principiálně nesprávný. S ohledem na výše uvedené skutečnosti je patrné, že v praxi nejrozšířenějším způsobem kalkulace přirážky za tržní riziko je metoda založená na průměrování historické výše této přirážky. O aplikaci jiného přístupu pro kalkulaci přirážky za tržní riziko, zejména přístupu založeném na aktuálních hodnotách klíčových parametrů akciového trhu preferujícím při kalkulaci přirážky výhradně aktuální očekávání, ignorující minulost, lze bezpochyby uvažovat jako o možné podpůrné alternativě, nicméně s ohledem na konzistentnost, komplexnost a vyšší četnost užití preferuje znalec použití metody založené na historických datech. Co se týká otázky rizikové prémie země, tak vzhledem ke kalkulaci přirážky za tržní riziko, jež vychází z dat amerického trhu je třeba s ohledem na informace uvedené v rámci české i zahraniční odborné literatury aplikovat dodatečnou přirážku za riziku země České republiky. Tato přirážka vychází z ratingu dané země, resp. rizika selhání a rovněž z volatility výnosnosti akciového a dluhopisového trhu v dané zemi. Z dat odborné literatury je patrné, že riziko selhání země lze kvalifikovat dle mezinárodních ratingů, podíl mezi volatilitou akciového a dluhopisového trhu je dle odborné literatury stanoven paušálně hodnotou 1,5. V této souvislosti nutno podotknout, že orientační výpočty profesora Maříka stanovily tuto hodnotu pro ČR na hodnotu 2,8. Rozhodnutí o aplikaci přirážky za rizikovou prémii dané země je spjato s aplikací parametrů výnosnosti bezrizikových aktivit, jako základní položky kalkulace diskontu pro výnosové ocenění. V rámci předchozí kapitoly týkající se kalkulace bezrizikové výnosnosti bylo prokázáno, že v případě aplikace výnosnosti českých vládních dluhopisů je možné postupovat v souladu s odbornou literaturou. V souladu s českou i zahraniční odbornou literaturou a rovněž s ohledem na informace uvedené v rámci kapitoly týkající se bezrizikové výnosnosti českých vládních dluhopisů k uvedenému datu, preferuje znalec aplikaci přirážky za riziko země v plné výši, v daném případě ve výši 1,2%. Co se týká otázky přirážky za malou tržní kapitalizaci, je dle stávající české i zahraniční odborné literatury (profesor Mařík, profesor Damodaran, profesor Ibbotson) nedílnou součástí kalkulace diskontu pro účely výnosového ocenění metodou DCF. Jedná se o přirážku aplikovanou v důsledku vyšší rizikovosti a tedy i potencionální požadované výnosnosti majitelů akcií menších společností v porovnání s vlastnictvím akcií v rámci velkých společností. Výše uvedenou premisu lze ověřit na datech historické výnosnosti společností působících na americkém kapitálovém trhu, členěných dle jejich velikosti, resp. velikosti tržní kapitalizace. Existuje vztah mezi velikostí společností a požadovanou mírou návratnosti, tedy jinými slovy mezi velikostí společnosti a přirážkou za velikost a tržní kapitalizaci navyšující její diskont. Jak již bylo uvedeno, odborná literatura česká i zahraniční tuto přirážku akceptuje. Důvodem existence přetrvávající vyšší požadované míry výnosnosti a tedy i uvažované rizikovosti menších společností v porovnání s většími je dle stávající literatury mimo jiné nižší likvidita akcií a obchodních podílů těchto společností a rovněž i zpravidla nižší kvantum disponibilních informací o těchto společnostech. Soud dále zjistil, že znalec uvedl, že kalkulace nákladů vlastního kapitálu, jenž je ekvivalentem očekávané rizikovosti podnikání společnosti či potencionální očekávané míry návratnosti investora vkládající svůj kapitál do společnosti, generuje v rámci revizního posudku v důsledku opomenutí několika klíčových zásad odborné metodiky neadekvátně nízké hodnoty, ty pak zjevně nekorespondují s požadavky běžného investora, kalkulujícího riziko návratnosti svých investic v podmínkách České republiky, kde zcela logicky požadovaná výnosnost nejčastěji se pohybuje v intervalu od 10% do 15%. Požadovaná výnosnost na úrovni uvedených 6,09% odpovídá investicím do bezrizikových aktivit nesoucích jistý výnos co do výše i pravidelnosti. Co se týká finančního plánu, tak data a informace uvedené v této zprávě a znaleckém posudku zahrnují stávající hospodářskou situaci KMV, faktory ovlivňující její stávající potenciál, vývoj klíčových ukazatelů k datu ocenění a následně způsob promítnutí zmíněných faktorů do očekávaného vývoje klíčových hospodářských parametrů společnosti. Z dat i postupu jejích zapracování do ocenění společnosti výnosovou metodou DFC je patrné, že finanční plán byl tvořen tak, aby zohledňoval veškerá známá specifická rizika k datu ocenění, resp. aby byl naplnitelný. V důsledku toho pak v rámci kalkulace diskontu, resp. rizikovosti podnikání, nejsou zapracovány/připočteny žádné položky zohledňující možná specifická rizika nad úroveň známých rizik. Cash flow pro období červenec 2005 až prosinec 2005 je kalkulován primárně s ohledem na plán provozního HV pro období 2012. Plán změn jednotlivých položek pracovního kapitálu, investičních výdajů v daném období. Znalec závěrem uvedl, že jím provedené ocenění zohledňuje všechny známé skutečnosti k datu ocenění a považuje je za vyvážené, tj. zahrnuje v sobě přiměřená očekávání při zohlednění obvyklé míry rizika. Předmětem ocenění je společnost, živý organizmus pohybující se na volném trhu, který je vystaven rizikům stejně jako příležitostem a nelze abstrahovat ani od jednoho. Držení akcií společnosti neznamená automaticky nekonečně dlouhou zaručenou investici s pravidelným výnosem a růstem. Nelze postupovat při ocenění optimisticky ani naopak pesimisticky a všechny použité parametry ovlivňující výsledek by měly být vyvážené. Znalcem provedené ocenění tuto skutečnost splňuje. Jakékoliv navýšení plánovaných předpokladů by mělo být posouzeno z pohledu zvýšené míry rizika jejich nenaplnění, podobně například předpoklad vyšší hodnoty plynoucí z nekonečného trvání společnosti by měl být vystaven kritičtějšímu pohledu plynoucímu z faktu, že nekonečné trvání navíc za předpokladu permanentního pravidelného růstu musí být podložena investicemi do jeho udržení a dalšího rozvoje. Nelze tedy vytrhávat jednotlivé skutečnosti z kontextu a je nutné postupovat na základě známých skutečností ke dni ocenění.

15. Ze znaleckého posudku č. 138- 2012 zpracovatele Deloitte Advisory s. r. o., který vypracoval ke dni 31. 12. 2012, na základě zadání advokátní kanceláře Kocián Šolc Balaštík, jehož účelem je zodpovězení zadavatelem položených otázek týkajících se posouzení vybraných aspektů znaleckého posudku č. 57-45/ 2012 ze dne 29. 5. 2012 vypracovaného společností APELEN Valuation s. r. o., jehož předmětem je i určení výše přiměřeného protiplnění za akcie společnosti KMV a posouzení výše protiplnění, které hlavní akcionář poskytl ostatním akcionářům společnosti KMV, a to i případnou oponenturou ke znaleckému posudku č. 278-178/05 vypracovanému dne 9. 8. 2005 znaleckým ústavem A& CE Consulting, s. r. o., soud zjistil, že posudek APELEN Valuation s. r. o. vychází z velmi omezených informací a analýz. APELEN Valuation s. r. o. prakticky pozměnil několik parametrů ocenění, které vypracovala A& CE Consulting, s. r. o. a bez analýzy dalších relevantních faktorů APELEN Valuation s. r. o. takto upravenou kalkulaci vydává za ocenění společnosti. Je zřejmé, že každý znalec může k ocenění stejné společnosti přistoupit jiným způsobem a výše jednotlivých parametrů ocenění se mohou mezi znalci lišit. Například zjištěná rizika, která jeden ze znalců zohlednil v korekci finančního plánu společnosti, může jiný znalec zohlednit ve výši diskontní sazby. Právě proto je nutné k ocenění přistupovat komplexně, tj. analyzovat všechny relevantní parametry ocenění. Významné ukazatele, jejichž analýzou se APELEN Valuation s. r. o. ve svém posudku nezabýval, případně nedostatečně zabýval, jsou následující. I přesto, že APELEN Valuation s. r. o. v posudku uvádí finanční analýzu společnosti, závěry, které z ní plynou, nejsou dále v ocenění APELEN zohledněny. Ve srovnání se standardní oceňovací praxí v posudku APELEN například zcela chybí analýza dosavadního vývoje a prognóza vývoje na obsluhovaných trzích či zhodnocení tržní pozice KMV. V posudku APELEN rovněž chybí analýza budoucího růstu tržeb, ziskovosti a investic. Výši budoucích volných peněžních toků, které jsou pro ocenění klíčové, APELEN pouze převzal z posudku A&CE bez tohoto, aby je podrobil vlastní důkladné analýze a zasadil do kontextu vlastního ocenění. Navíc společnost APELEN pravděpodobně nevyužila veškeré dostupné informace. Ve svém posudku totiž nezmiňuje nahlédnutí do soudního spisu ani nekontaktovala představitele společnosti KMV. Dle znalce posudek APELEN nesplňuje obsahové požadavky na ocenění určující výši přiměřeného protiplnění za akcie menšinových akcionářů společnosti KMV, tj. jeden z deklarovaných cílů posudku APELEN, což zakládá významné pochybnosti ohledně spolehlivosti a správnosti závěrů v něm obsažených. Znalecký ústav APELEN se zaměřuje pouze na vybrané aspekty ocenění, ostatní aspekty buď přebírá, nebo zcela opomíjí. U bezrizikové míry, kterou APELEN dle svých slov přebírá z posudku A&CE Consulting, APELEN v kalkulaci použil pouze nižší sazbu ve výši 3,31% a k vyšší sazbě 4,45% pro období po roce 2009 se vůbec nevyjadřuje. APELEN tak ve výpočtu postupuje nekonzistentně oproti tomu, co na jiném místě v posudku APELEN prohlašuje. Použití nižší bezrizikové sazby i pro období po roce 2009 vede k nižší diskontní sazbě a následně k vyšší vypočtené hodnotě společnosti KMV. Zaměření znaleckého ústavu APELEN pouze na vybrané aspekty a nekonzistentní postup zakládají významné pochybnosti ohledně spolehlivosti a správnosti posouzení výše přiměřeného protiplnění, které vypočetl znalec předchozí. Došlo k úpravě pouze několika parametrů, aniž by došlo k analýze dalších relevantních parametrů ocenění. Takto upravenou kalkulaci dle znalce není možné vydávat za plnohodnotné ocenění společnosti, tj. jeden z deklarovaných cílů posudku APELEN. Posudek APELEN naplňuje první z cílů, které si stanovil, pouze částečně, a to na základě velmi omezených informací a analýz. V ocenění společnosti při použití více metod ocenění je obecně na odborném posouzení znalce, k jakému ze získaných výsledků ocenění se přikloní nebo jakým způsobem zkombinuje hodnoty získané na základě různých oceňovacích metod. Vhodnost některé z použitých metod může být ovlivněna specifickými faktory oceňované společnosti nebo např. mírou dostupnosti tržních dat. V žádném případě však není možné souhlasit s tvrzením APELEN, že by se znalec měl přiklonit k nejvyšší ze získaných hodnot. U druhého z uvedených tvrzení je zřejmé, že úlohou znaleckého ústavu APELEN není vyjadřovat se k právním aspektům sporu. Po ekonomické stránce je uvedené tvrzení nejasné a může být zavádějící, neboť vytěsněný akcionář by měl za své akcie dostat přiměřené protiplnění. To lze stanovit jako součet k datu ocenění očekávaných diskontovaných budoucích volných peněžních toků, při jejichž odhadu je nutné zohlednit veškerá budoucí rizika podnikání KMV známá k datu ocenění. Výše uvedená tvrzení APELEN jsou subjektivní a nepodložená a rovněž nesprávná. APELEN prezentuje srovnávací metody ocenění zavádějícím způsobem a závěry metodologicky pochybné. Na rozdíl od APELEN se znalecký ústav A&CE Consulting rozhodl metodou srovnatelných transakcí nevyužít, neboť dosažené násobky zahrnují i příznivé synergické efekty, které by v ocenění pro účely vytěsnění neměly být zahrnuty, a bylo by nutné násobky upravit o tzv. srážku za minoritu. APELEN tuto argumentaci s odkazem na metodiku vypracovanou komisí pro cenné papíry zásadně odmítá. Přičemž metodika ZNAL skutečně uvádí, že pro účely vytěsnění by neměla být použita srážka za minoritu. Nicméně na relevantním místě v této metodice se rovněž dodává, že toto platí s výjimkou metod oceňování, jejichž výsledkem je hodnota účastnického cenného papíru ve vlastnictví ovládající osoby, přičemž takovou metodou je např. metoda srovnatelných transakcí. Obecnou nevýhodou metody srovnatelných transakcí je to, že nalezené transakce nemusí být a často nejsou srovnatelné, a to zejména z pohledu budoucího růstu tržeb, ziskovosti a rizika. APELEN tyto aspekty zcela opomíjí, neboť dále nijak neanalyzuje, za čtyři vybrané transakce, které byly navíc realizovány ve čtyřech různých letech, jsou vhodné k tomu, aby na jejich základě mohly být učiněny závěry ohledně budoucího vývoje společnosti KMV. Znale dále uvádí, že existuje řada metod odhadu prémie za tržní riziko. Průměrná historická prémie použitá A&CE Consulting je jednou z nich. Stejně tak mezi ně patří i implicitní prémie navrhovaná znaleckým ústavem APELEN. Obecně není možné tvrdit, že způsob odhadu prémie za tržní riziko navržený znaleckým ústavem APELEN je lepší či vhodnější než využití historické prémie použité A&CE Consulting. Společnost APELEN si navíc v tomto bodu kriticky protiřečí, neboť v některých svých ostatních posudcích odhaduje náklady vlastního kapitálu, nikoliv s využitím implicitní prémie, ale pomocí další z metod, tzv. metody INFA. Použití historické prémie za tržní riziko je v lokální i mezinárodní oceňovací praxi obecně považována za standartní metodu. Naopak implicitní prémie je na rozdíl od historické prémie za tržní riziko zatížena subjektivními faktory souvisejícími s odhadem dividendového výnosu, růstu budoucích zisků a dlouhodobé bezrizikové míry. Je třeba zdůraznit, že neexistuje pouze jedna hodnota implicitní prémie za tržní riziko a při odhadu implicitní prémie je tak možné vycházet z různých zdrojů, dle nichž se výše této prémie může podstatně lišit. Znalecký ústav APELEN zvolil odhad implicitní prémie ze stránek profesora Damodarana ve výši 3,65%. Jiné statistiky uvádějí odhad implicitní prémie profesora Damodarana pro jednotlivé roky na nejnižších úrovních ze všech sledovaných zdrojů. APELEN ve svém posudku popisuje zdánlivý rozpor, kdy dochází k růstu historické prémie za tržní riziko v době hospodářského růstu v důsledku rostoucích cen akcií. V případě, že bychom vyšší prémii za tržní riziko aplikovali v ocenění, došlo by k poklesu hodnoty oceňované společnosti. Zdánlivý rozpor je zavádějící, neboť v době hospodářského růstu se rovněž menší další faktory, které mají vliv na ocenění a které APELEN do své úvahy opomenul zahrnout. Vysvětlením tohoto zdánlivého paradoxu tak může být např. variabilita realizovaných výnosů v důsledku neočekávaných událostí. Realizované výnosy jsou součtem očekávaných výnosů a neočekávaných výkyvů peněžních toků a diskontní sazby. V době hospodářského růstu mohou být peněžní toky ovlivněny neočekávanými pozitivními událostmi, v důsledku čehož dochází k růstu cen akcií těchto společností i při zachování stejné očekávané výnosnosti. Tyto neočekávané události se v průběhu hospodářského cyklu kompenzují, což eliminuje zdánlivý rozpor popisovaný znaleckým ústavem APELEN. Dalšími faktory, které se mění v době hospodářského růstu oproti období poklesu či stagnace, jsou např. očekávání ohledně budoucího vývoje tržeb či ziskovosti nebo bezriziková úroková míra či poměr vlastního a cizího kapitálu, které ovlivňují výši diskontní sazby. V období hospodářského růstu jsou výhledy ohledně výše volných peněžních toků optimistické a zpravidla dochází k poklesu bezrizikové sazby a navyšování cizího kapitálu vzhledem ke zvýšené ochotě bank půjčovat. Společnost A&CE Consulting použila v ocenění KMV prémii, resp. přirážku za velikost a tržní kapitalizaci. Výše prémie za velikost společnosti A Consulting určila na základě studie Ibbotson, podle které se KMV svou odhadovanou velikostí k datu ocenění řadila podle širšího dělení do skupiny tzv. mikrospolečností, kterým náleží přirážka za velikost ve výši 4,01%. Znalecký ústav APELEN použití prémie odmítá. Dle znalce Deloitte prémie za velikost odráží kompenzaci za dodatečné riziko malých společností, jež jsou obecně rizikovější než zavedené velké společnosti. Prémii za velikost svých ocenění aplikuje např. i společnost E & Y, na jeden z jejíž posudků, jak bylo zmíněno, se navrhovatelé odvolávají. Na problém aplikace prémie za velikost a její výši je třeba hledět v celkovém kontextu kalkulace diskontní míry. Při správné kalkulaci diskontní míry je nutné zabezpečit konzistentní přístup k odhadu jednotlivých položek diskontní míry, v tomto případě prémie za velikost a prémie za tržní riziko. Nutnost pohlížet na velikost KMV v kontextu globálního anebo evropského trhu je relevantní i vzhledem k riziku oslabení silné pozice KMV na lokálním trhu v ČR nejen ze strany již zmiňovaných velkých hráčů, kteří k datu ocenění působili na českém trhu s balenými vodami (Coca-Cola, PepsiCo), ale i ze strany velkých společností operujících na relevantním globálním trhu značkových vod např. Nestlé nebo Danone. Navíc společnost KMV soustředila své aktivity především na lokální trh a geograficky nebyla dostatečně diversifikována. V roce 2004 se export na celkových tržbách podílel pouze z 3,8%. Orientace na jeden hlavní trh a nízké bariéry vstupu na trh výroby a prodej minerálních vod v ČR představovaly pro KMV riziko oslabení nebo převzetí její pozice zahraničními konkurenty z řad velkých firem. Dodatečné riziko malých společností, jako jsou společnost KMV, oproti velkým společnostem z řad jejich konkurentů na globálním trhu se projevuje především tím, že velké společnosti mají více finančních prostředků, aby se přizpůsobily konkurenci a vyhnuly se potížím v době hospodářského poklesu. Malé společnosti se v menší míře věnují výzkumu a vývoji a vynakládají méně finančních prostředků na reklamu než velké firmy, což jim dává menší kontrolu nad poptávkou po svém produktu a nad potenciální konkurencí. APELEN dezinterpretuje účel prémie ve výši 4,01% použité znalcem A&CE Consulting, když tuto prémii označil jako prémii za likviditu nebo také prémii za specifické riziko, jejichž použití v případě ocenění pro vytěsnění následně odmítá. Prémii za velikost a prémii za nelikviditu akcií není možné slučovat či zaměňovat. Znalec APELEN rozporuje odhad reziduálního růstu i přes svůj souhlas s finančním plánem a strategickou analýzou z posudku A&CE Consulting. Při ocenění jakékoli společnosti metodou DCF, kterou používá A&CE Consulting a s jejímž použitím souhlasí i znalec APELEN, je nutné provést odhad budoucích volných peněžních toků od data ocenění (od roku 2005) do nekonečna. Odhad budoucích toků přitom vychází z provedené strategické analýzy oceňované společnosti. Výše volných peněžních toků v posudku A&CE Consulting meziročně klesají z plánovaných 481 mil. Kč v roce 2006 na 232 mil. Kč v roce 2009, tj. v posledním roce finančního plánu z posudku A&CE Consulting, byl tedy zřejmý jednoznačný negativní trend v očekávaném hospodaření KMV do roku 2009. Z tohoto důvodu bylo nerealistické očekávat stabilizaci peněžních toků z roku na rok a jejich růst v nominálním vyjádření ve výši 3% od roku 2009 do nekonečna. Naopak pravděpodobně by bylo realistické očekávat další pokles volných peněžních toků. Očekávaný negativní vývoj klíčových faktorů ovlivňujících hospodaření společnosti KMV byl potvrzen i reálnými daty. Do roku 2009 skutečně došlo k plánovanému poklesu provozního zisku společnosti. Provozní zisk v období 2007 až 2009 v průměru meziročně poklesl přibližně o 10%. Tento trend se ještě prohloubil v roce 2010 a 2011, kdy společnost zaznamenala meziroční pokles provozního zisku v průměru přibližně o 50%. Po roce 2005 došlo jak k propadu objemu trhu balených vod v ČR, tak i k poklesu tržního podílu KMV na trhu balených vod a rovněž i k výraznému poklesu ziskovosti společnosti KMV. Dalším významným nedostatkem posudku APELEN je, že odhadovaná inflace uvedená v posudku A&CE Consulting se vztahuje k období finančního plánu 2005 až 2009, zatímco APELEN ji používá pro období po roce 2009. Úroveň odhadované inflace se mohou v rozdílných obdobích zásadně lišit, vyšší inflaci pro období 2005 až 2009 bylo možné očekávat zejména vzhledem k pokračující deregulaci cen. Míra inflace zvolená APELEN není konzistentní s ostatními parametry ocenění, které APELEN používá. Výnosnost českých dluhopisů, kterou používá APELEN, je možné zjednodušeně definovat jako součet tří složek, přičemž ve výsledku to spolu nekoresponduje.

16. Ze znaleckého posudku dále soud zjistil, že znalec Deloitte má za to, že odhad rizikové prémie země, která zohledňuje riziko investice do akcií v konkrétní zemi, je bezprostředně svázán se způsobem odhadu bezrizikové míry a rovněž i s rizikem, které je zohledněno ve finančním plánu oceňované společnosti. Každý ze znaleckých ústavů přistoupil k odhadu výše rizikové přirážky země odlišným způsobem a aplikoval ji odlišně v období 2005 až 2009 a po roce 2009. Znalec provedl analýzu dopadu navrhované změny výše rizikové přirážky země a ocenění tak, jak bylo vyhotoveno znaleckým ústavem A&CE Consulting. Pokud by došlo k použití rizikové přirážky země ve výši 0,4% po celé období po roce 2005, tak jak je navrhuje APELEN, výše přiměřeného protiplnění za akcii o jmenovité hodnotě 1 000 Kč vypočtená společností A Consulting by vzrostla přibližně o 28 Kč. Zatímco A&CE Consulting dospěl ve svém posudku k hodnotě přiměřeného protiplnění za akcii o jmenovité hodnotě 1 000 Kč ve výši 11 414 Kč, hlavní akcionář společnost R B.V., vytěsněným akcionářům vyplatil částku vyšší, a to 11 500 Kč na akcii. Dopad výše uvedené změny tak představuje částku nižší, než je rozdíl mezi hodnotou vypočtenou v posudku A&CE Consulting a skutečně vyplacenou částkou.

17. Ze znaleckého posudku č. 70-111/2018 ohledně stanovení výše spravedlivé hodnoty přiměřeného protiplnění za akcie menšinových akcionářů společnosti Karlovarské minerální vody, a. s., vypracovaného Znaleckým ústavem Praha s. r. o. dne 23. 3. 2018, soud zjistil, že žádná metoda ocenění není univerzální, tj. použitelná pro jakýkoliv subjekt. Každý způsob i z něj odvozená metoda ocenění má své přednosti i omezení použitelnosti. V případě společnosti KMV vzhledem k dostupným údajům a predikovatelné budoucnosti, jejíž průběh lze modelovat finančním plánem a dosavadní situace prosperity, připadá v úvahu ocenění výnosovým způsobem a jako další způsob, pro případnou korekci takto odvozených výsledků, způsob majetkový. Pokud se týká metod ocenění, tak v rámci výnosového způsobu z hlediska dostupných údajů a výsledků strategické analýzy a zejména prognózy vývoje tržeb se jeví vzhledem k účelu ocenění jako použitelná metoda diskontovaného peněžního toku pro vlastníky (DCF Equity) ve variantě nominálních hodnot peněžních toků a dvoufázového členění. Na základě zjištěných informací, poskytnutých podkladů a analýz vstupních údajů znalec rozhodl o postupu ocenění akcií ve dvou krocích. Prvotním úkolem znalce je stanovit hodnotu majetku společnosti jako souhrn majetku, který je tvořen hodnotou provozních aktiv společnosti a případnou hodnotou neprovozních aktiv. Následně znalec bude stanovovat hodnotu jedné akcie jako podíl na hodnotě vlastního kapitálu. Metoda diskontovaných peněžních toků pro vlastníky byla zvolena, protože jejím výsledkem je hodnota vlastního kapitálu, která je zdrojem hodnoty akcií. Znalec vypracoval výpočetní model pro ocenění provozní části společnosti ve dvou variantách, optimistické a pesimistické, v návaznosti na stejné varianty finančního plánu. Pro odhad vlastního kapitálu společnosti KMV modelem volných peněžních toků pro vlastníky je použita diskontní míra pro ocenění na úrovni nákladů na vlastní kapitál, a tudíž není třeba iterativního přepočtu v souvislosti se stanovením podílu vlastního a cizího kapitálu v tržních hodnotách. Náklady na vlastní kapitál představuje koeficient, jehož hodnota zohledňuje hodnotu veškerých rizik vyplývajících z titulu vlastnictví kapitálu investovaného do podniku. Součástí tohoto koeficientu je také požadovaná výnosnost vlastních investičních prostředků. Výsledná kapitalizační míra je tak dána součtem bezrizikové úrokové míry, výnosu tržního portfolia, přirážky za riziko státu a přirážky za riziko podniku. Znalec stanovil náklady vlastního kapitálu k datu ocenění tak, že bezriziková sazba je ve výši 3,6% a byla určena dle makropredikce MF ČR z října 2005, kde je v kapitole úrokové sazby uvedena hodnota pro 10 R státní dluhopis pro konvergenční účely pro rok 2005. Riziková prémie trhu byla znalcem převzata z databáze profesora Damodarana, na níž je stanovena hodnota rizikové prémie trhu pro rok 2005 na úrovni 4,84%. Riziková prémie trhu je vypočítána jako rozdíl mezi dlouhodobou výnosnosti tržního portfolia a dlouhodobou výnosností státních dluhopisů. Pro nedostatek údajů z kapitálového trhu v České republice jsou pro rizikovou prémii trhu použita data z kapitálového trhu USA. Koeficient beta při nulovém zadlužení společnosti byl rovněž znalcem získán ze zdroje profesora Damodarana, kde je pro evropské podniky v roce 2005 ze sféry produkce nealkoholických nápojů uvedena hodnota koeficientu beta v průměrné hodnotě 0,61 a v hodnotě pro nulové zadlužení ve výši 0,54. Znalec ještě převzal ze stránek profesora Damodarana rizikovou prémii země, a to ve výši 0,9%. Tato prémie se používá v důsledku toho, že byla pro výpočet rizikové prémie trhu použita data z kapitálového trhu USA. Z tohoto důvodu je nutné upravit tuto rizikovou prémie trhu ještě o podmínky na kapitálovém trhu v České republice právě pomocí rizikové prémie země. Výsledná hodnota rizikové země vyšla znalci na 2,3%. Znalec také určil odhadem prémii za specifické riziko 2% zvýšení nákladů vlastního kapitálu z důvodu veřejně neobchodovatelných akcií společnosti KMV a přirážku ve výši 1% aplikovanou z důvodu hůře odhadnutelného budoucího vývoje. Na základě propočtu kumulovaného diskontovaného cash flow představuje završení 1. anuitní fáze propočtu hodnoty podniku, když se jedná o kumulaci vypočtených hotovostních toků diskontovaných shora odvozenou diskontní mírou, přičemž v rámci optimistické varianty je kumulovaná hodnota 1 818 780 tis. Kč v roce 2009 a při počítané pesimistické variantě je to 1 764 519 tis. Kč. Znalec se také zabýval kalkulací pokračující hodnoty, jedná se o tzv. 2 fázi, která představuje cash flow, které je očekáváno v budoucnosti, tzn. v tomto případě nad rámec roku 2009. Pro začátek 2. fáze je volena hodnota roku 2009 zvýšená o předpokládaný průměrný přírůstek finančních toků, jak výše uvedeno ve výši 2,5% Provozní hodnota společnosti byla stanovena na základě dvoufázového ocenění metodou volných peněžních toků pro vlastníky DCF Equity Gordonovým modelem. Diskontované hodnoty FCFE jsou generovány pouze provozní částí společností, ocenění neprovozního majetku je provedeno až v dalším kroku. Výsledná provozní hodnota vlastního kapitálu společnosti KMV vypočtená metodou DCF Equity Gordonovým modelem je snížená o hodnotu cizího úročeného kapitálu, když v optimistické variantě se jedná o 3 450 529 tis. Kč a pesimistické variantě 3 242 221 tis. Kč.

18. Znalec pro stanovení hodnoty podniku použil dvoufázové ocenění. První fáze je stejná a vychází z finančního plánu podniku a zabývá se prognózou peněžních toků z provozování činnosti podniku v jednotlivých letech hodnoceného období. Druhá fáze (pokračující hodnota) vychází z ustáleného peněžního toku a tempa růstu tohoto toku do nekonečna. Podstatnou částí tohoto modelu je rentabilita čistých investic. Tu odhadl znalec na úrovni doporučené hodnoty podle praxe oceňování, která by se měla blížit nákladům kapitálu, zájmu předpokladu udržitelné hodnoty pro druhou fázi plánu. Odhadovaná hodnota činí 11,5%. Tato výše rentability čistých investic znamená, že výnos investic je v budoucím období očekáván na stejné úrovni jako v první fázi. Jeho hodnota však nesmí klesnout pod náklady na kapitál společnosti. Výše popsaným způsobem znalec určil pokračující hodnotu, která je diskontována ke dni ocenění. Co se týká optimistické varianty, jedná se o částku 1 631 473 tis. Kč a pesimistická varianta 1 513 849 tis. Kč. Provozní hodnota společnosti KMV byla znalcem stanovena na základě dvoufázového ocenění metodou volných peněžních toků pro vlastníky DCF Equity – parametrický model. Diskontované hodnoty jsou generovány pouze provozní částí společnosti. Výsledná provozní hodnota vlastního kapitálu vypočtena touto metodou je snížená o hodnotu cizího úročeného kapitálu. V optimistické variantě se jedná o částku 3 437 540 tis. Kč a v pesimistické variantě o 3 242 221 tis. Kč. Neprovozní majetek a neprovozní závazky jsou aktiva, která společnost vlastní, ale nejsou nutná pro hlavní činnost podniku a také dluhy, které musí společnost vyrovnat ve své další činnosti po datu ocenění. Pro účely ocenění se tato aktiva oddělují od majetku, který slouží k hlavní činnosti společnosti a který generuje čisté peněžní příjmy použité v ocenění. Výnosy a náklady, které vyplývají z držení provozně nepotřebných aktiv, se tedy nezahrnují do výpočtu čistých peněžních příjmů. Vyčleněná neprovozní aktiva se oceňují zvlášť v této kapitole pomocí likvidační metody a na závěr jsou přičtena k provozní hodnotě vlastního kapitálu získané oceněním na bázi příjmového přístupu. Neprovozní závazky budou od provozní hodnoty vlastního kapitálu odečteny. Závěrem znalec zhodnotil, že všechny aplikované metody, které provedl, vedou k podobnému výsledku. Znalec se přiklání k názoru, že správný výsledek hodnoty vlastního kapitálu prezentované vlastním kapitálem je možné stanovit na základě průměru použitých metod výnosového způsobu (srovnej tabulku pod bodem 11 str. 55 znaleckého posudku). Znalec ve svém závěru určil výši spravedlivé hodnoty fair value přiměřeného protiplnění za akcie menšinových akcionářů na základě ve svém posudku popsaných nálezů, analýz, výpočtů v rozmezích 1 akcie o jmenovité hodnotě 1 000 Kč v rozmezí 13 577 Kč až 14 300 Kč, přičemž vyjádřeno jako střední hodnota tohoto rozpětí je částka 13 939 Kč.

19. Ze znaleckého posudku č. A 129/2018, který vypracoval znalec PRAGUE ACCOUNTING SERVICES s. r. o. (dále jen PAS) na základě objednávky KMV, jehož úkolem bylo přezkoumání a zhodnocení postupů vedených k závěru ve znaleckém posudku č. 70-111/2018 a dále měl znalec stanovit hodnotu jedné akcie o jmenovité hodnotě 1 000 000 Kč, jedné akcie o jmenovité hodnotě 100 000 Kč a akcie o jmenovité hodnotě 1 000 Kč společnosti Karlovarské minerální vody, a.s., soud zjistil, že znalec zjistil několik nedostatků ve znaleckém posudku č. 70-111/2018 vypracovaným Znaleckým ústavem Praha (dále jen ZÚP), které mají významný vliv na výsledné ocenění společnosti a na stanovenou hodnotu akcií. Některé z těchto nedostatků bylo možné i samostatně kvantifikovat, ovšem pouze za předpokladu, že ostatní parametry ocenění zůstaly nezměněné. Jinými slovy, vyčíslení konkrétního nedostatku (chyby) bylo provedeno za předpokladu nezávislosti jednotlivých chyb. Znalec PAS uvedl, že v revidovaném posudku byla použita jedna metoda ocenění, a to výnosový způsob, konkrétně metoda diskontovaného peněžního toku pro vlastníky – DCF Equity. Použití této metody, která odvozuje hodnotu od budoucího možného peněžního toku související s držbou akcie, je dle názoru PAS odpovídajícím způsobem zdůvodněno znalcem. Samotné ocenění metodou DCF Equity nebylo ovšem metodicky správně provedeno, když zejména v revidovaném posudku při použití této metody je výsledkem ocenění přímo hodnota vlastního kapitálu a cizí úročený kapitál se již neodečítá. Přesto byl v revidovaném posudku cizí úročený kapitál odečten. Výše chyby činí 12,713 mil. Kč. O tuto částku dochází k podhodnocení hodnoty vlastního kapitálu společnosti. Po opravě této chyby se zvýší výsledná hodnota akcie. Znalec PAS podotýká, že v tomto konkrétním případě se nejedná o zásadní chybu, co se týká velikosti chyby s ohledem na celkovou hodnotu společnosti. O významnou chybu se nejedná, protože společnost využívá financování cizím úročeným kapitálem v minimální výši. Pokud by byl tento způsob financování zastoupen významným způsobem, což obecně není neobvyklé, byla by tímto chybným postupem hodnota oceňovaného majetku společnosti výrazně ovlivněna (podhodnocena). Znalec PAS měl další výhrady ke stanovení diskontní míry, když diskontní míra v revidovaném posudku byla stanovena na úrovni nákladů na vlastní kapitál za použití nulového zadlužení podniku. Diskontní míra ovšem musí odrážet veškerá rizika (provozní a finanční), která jsou spojena s diskontovanými peněžními toky pro vlastníky (FCFE). Z tohoto důvodu by měla být použita diskontní míra na úrovni nákladů na vlastní kapitál odpovídající konkrétnímu zadlužení společnosti (v tržních hodnotách). Vzhledem k nízkému zadlužení společnosti se ovšem nejedná o zásadní dopad na hodnotu kapitálu společnosti. ZÚP vyloučil také použití iteračního přepočtu v souvislosti se stanovením podílu vlastního a cizího kapitálu. V případě správného použití zadlužených nákladů na vlastní kapitál by bylo nutné provést iterativní přepočet. PAS měl také výhrady k některým samostatným parametrům diskontní míry, a to zejména při stanovení výše rizikové prémie země, rizikové prémie za veřejnou neobchodovatelnou akcii a při stanovení přirážky za obtížnou odhadnutelnost budoucího vývoje. Riziková prémie země – České republiky měla být použita pouze na úrovni nerozvinutého kapitálového trhu v ČR. Použitá riziková prémie země ze stránek profesora Damodarana obsahuje i riziko úpadku země, které bylo v revidovaném posudku již zahrnuto v bezrizikové sazbě, která byla stanovena na úrovni desetiletých českých státních dluhopisů. V revidovaném posudku je tedy dvakrát zahrnuto riziko úpadku země. Dále byla riziková prémie země upravena o korekci rozdílu prognóz průměrných inflací USA a České republiky. Dle znalce PAS by tato korekce neměla být použita vzhledem ke konstrukci ostatních parametrů nákladů na vlastní kapitál. Bezriziková sazba byla stanovena na úrovni desetiletých českých státních dluhopisů (nikoliv státních dluhopisů USA), riziková prémie kapitálového trhu byla použita z dat kapitálového trhu USA. Rozdíl prognóz průměrných inflací USA a ČR je tedy již implicitně zahrnut v těchto parametrech. Pokud by byla použita bezriziková sazba na úrovni státních dluhopisů USA, bylo by nutné provést korekci rozdílů prognóz inflací mezi těmito dvěma státy. Protože neměla být použita korekce rozdílů prognóz průměrných inflací v revidovaném posudku, dle názoru PAS je i tato korekce nesprávně provedena. V první řadě byla použita data o průměrné inflaci z údaje Mezinárodního měnového fondu v roce 2005, která nebyla známa k datu ocenění 12. 10. 2005. Za druhé se doporučuje vycházet z očekávané míry inflace a nikoliv pouze z jednoho roku, který může být ovlivněn mimořádnými okolnostmi. Je tedy zřejmé, že dopad do diskontní míry je značný. Za třetí byl rozdíl prognóz průměrných inflací nesprávně použit. O uvedený rozdíl měla být diskontní míra snížena, nikoliv zvýšena jak je uvedeno v revidovaném posudku. Riziková prémie za veřejnou neobchodovatelnost akcií byla stanovena pouze odhadem znalce ZÚP bez bližšího komentáře. Revidovaný posudek je v tomto ohledu nepřezkoumatelný. Přirážka za obtížnou odhadnutelnost budoucího vývoje byla stanovena pouze odhadem ZÚP a bez jakéhokoliv bližšího komentáře. Aplikování této přirážky je velice nestandardní, nepřezkoumatelné a nelogické. Nestandardnost vychází z toho, že se s takto definovanou přirážkou ve znalecké praxi běžně nesetkáváme. Nepřezkoumatelnost plyne z absence jejího bližšího popisu a komentáře. Nelogičnost vyplývá z toho, že obtížnost odhadu budoucího vývoje podle znalce již ZÚP postihl ve variantě řešení finančním plánem, takže pro aplikaci této přirážky nebyl důvod. Navíc revidovaný posudek neobsahuje dostatečné informace s vhodným uvedením jejich zdrojů při stanovení hodnoty majetkové části ve společnosti DK Invest, a. s. Ocenění je provedeno bez analýz týkajících se oceňované společnosti. V revidovaném posudku je uveden pouze velmi stručný popis způsobu ocenění a několik tabulek s provedenými výpočty, jejichž parametry nebyl schopen revizní znalecký posudek obsáhnout.

20. Nicméně soud ze znaleckého posudku PAS dále ještě zjistil, že zásadní chybou v revidovaném znaleckém posudku je chybně stanovený volný peněžní tok pro vlastníky mezi datem ocenění a koncem roku 2005. Dle názoru revizního znalce je chybně vypočtena položka změny pracovního kapitálu. Při výnosovém ocenění metodou diskontovaných volných peněžních toků se stanovuje nejprve hodnota čistého obchodního majetku oceňované společnosti. Ta je dána očekávanými budoucími volnými peněžními toky. Očekávané budoucí volné peněžní toky jsou takové peněžní toky, které si budou moci akcionáři společnosti v budoucnu teoreticky vyplatit (dividendy), aniž by došlo k narušení plynulého chodu či finančního zdraví společnosti. Tyto volné peněžní toky jsou dále převedeny na jejich současnou hodnotu pomocí diskontní míry. V současné hodnotě volných peněžních toků je následně přičtena hodnota neprovozního majetku, který podnik ke své hlavní činnosti nepotřebuje, takto je vyčíslena hodnota čistého obchodního majetku. Hodnota akcie je pak stanovena jako alikvotní podíl na hodnotě čistého obchodního majetku. Znalec PAS uvádí, že v revidovaném znaleckém posudku v hodnotě vlastního kapitálu společnosti je duplicitně zahrnuta hodnota části neprovozního majetku. V prvním případě je zahrnuta při výpočtu volného peněžního toku pro vlastníky. Ve druhém případě je zahrnuta při následném přičtení hodnoty neprovozního majetku hlavní provozní činnosti společnosti. Při výpočtu volného peněžního toku pro vlastníky byla dále chybně stanovena položka změn krátkodobých závazků. ZÚP neupravil finanční výkazy k datu ocenění o nepřesnost ve vykázání položky rozvahy jiné krátkodobé pohledávky, které měly být přesunuty do jiných dlouhodobých pohledávek. Chybně stanovený volný peněžní tok pro vlastníky nadhodnocuje hodnotu vlastního kapitálu společnosti o 795 mil. Kč. Po opravě této chyby se sníží výsledná hodnota akcie. Revizní znalec PAS dále provedl přepočet hodnot při ocenění neprovozního majetku a zjistil, že ve sloupci ocenění se nerovná skutečný součet jednotlivých položek neprovozního majetku, když rozdíl činí 2 201 000 Kč. Pravděpodobně nebyla zahrnuta do celkového součtu neprovozního majetku položka umělecká díla - jiný dlouhodobý majetek. Výše této chyby podhodnocuje hodnoty vlastního kapitálu společnosti. Revizní znalec také znaleckému posudku ZÚP vytýká některá vyjádření a výpočty v rámci zpracování strategické analýzy, když ZÚP uvádí, že z důvodu velkého časového odstupu mezi datem ocenění a zpracováním revidovaného znaleckého posudku měl pouze omezený rozsah zdrojů pro zpracování vnějšího a vnitřního potencionálu společnosti. Jako základní podklad pro makroekonomickou analýzu byl použit dokument Ministerstva financí ČR z října 2005 s názvem Makroekonomická predikce České republiky. Pro analýzu relevantního trhu ZÚP uvedl, že měl k dispozici statisticky neúplné údaje. Z výše uvedeného vyjádření lze souhlasit pouze s tím, že časový odstup mezi datem ocenění a zpracování znaleckého posudku je bezpochyby významným omezením při zpracování posudku. Znalecký ústav Praha však měl k dispozici znalecký posudek VŠE, který použil jako základní výchozí zdroj informací. Dle PAS je kapitola strategické analýzy ve znaleckém posudku VŠE velmi kvalitně zpracována a ZÚP mohl z této analýzy při dalších výpočtech vycházet. Výstupy ze strategické analýzy revidovaného posudku jsou významně ovlivněny odbornými odhady ZÚP, které nejsou jakkoliv komentovány a zdůvodněny. PAS tedy nebyl schopen přezkoumat způsob stanovení vývoje relevantního trhu a odhad vývoje tržeb společnosti. Uvedené prognózy jsou významně ovlivněny odbornými odhady ZÚP, které nejsou jakýmkoliv způsobem okomentovány a zdůvodněny. V některých případech není srozumitelný způsob přepočtu na prognózované indexy nebo není zřejmé, jakým způsobem byly vypočteny.

21. Soud dále zjistil, že PAS po zohlednění veškerých informací, které měl při zpracování svého znaleckého posudku (zejména znalecký posudek VŠE, ZÚP, historie hospodaření společnosti, výstupy z finanční a strategické analýzy), se rozhodl stanovit hodnotu oceňované společnosti výnosovým přístupem a metodou účetní hodnoty. Zatímco hodnotu společnosti získanou oceněním výnosovým přístupem považuje znalec za stěžejní, hodnotu zjištěnou metodou účetních hodnot pouze za podpůrnou, která má jen informativní charakter, protože vychází z historických dat a nezahrnuje budoucí očekávání vývoje společnosti. Ocenění tržním přístupem nebylo aplikováno z důvodu nedostatku srovnatelných podniků, tak jak se již o tom zmiňoval znalecký posudek VŠE. V rámci výnosového přístupu znalec aplikoval metodu diskontovaného volného peněžního toku ve variantě Equity – metoda DCF. V tomto případě je spravedlivá hodnota společnosti odvozená z okamžitě odebratelného (neprovozního) majetku, volných peněžního toků na období projekce, které KMV dokáže s největší pravděpodobností v budoucnu vygenerovat vlastníkům a v neposlední řadě terminální neboli pokračující hodnoty. Volné peněžní toky a terminální hodnota jsou následně převedeny na jejich současné hodnoty pomocí tzv. diskontní sazby, která odráží požadovanou míru výnosnosti alternativní investice na trhu zatíženém stejné úrovní rizika, jakou představuje investice do daného podniku. Jelikož k ocenění jsou použity volné peněžní toky pro vlastníky, je požadovaná míra výnosnosti diskontní sazba kalkulována na úrovni vlastního kapitálu. Znalec provedl ocenění výnosovým přístupem v optimistické i pesimistické variantě. Znalec sestavil finanční plán a odvodil volný peněžní tok pro vlastníky, který je ve střednědobém horizontu reálné získat ze společnosti formou dividend. Vzhledem k poměrně vzdálenému časovému úseku a tedy velké nejistotě v odhadu, uvažuje znalec v dlouhodobém horizontu s tempem růstu trvale odnímatelného peněžního toku na úrovni tempa 3%, který odpovídá dlouhodobému inflačnímu cíli ČNB. Znalec odhaduje diskontní míru na úrovni nezadlužených nákladů na vlastní kapitál dle znaleckého posudku VŠE, a to z důvodu, že u jednotlivých parametrů diskontní míry byl vždy uveden konkrétní zdroj informací a samotný výpočet proto nebyl významně ovlivněn subjektivními odhady znalce, jak je tomu v případě znaleckého posudku ZÚP. Znalec vypočítal hodnotu vlastního kapitálu KMV stanovenou výnosovou metodou diskontovaného volného peněžního toku v optimistické variantě k datu ocenění na částku 3 033 762 tis. Kč, zatímco v pesimistické variantě činí tato výše 2 985 881 tis. Kč. Znalec dospěl dále k hodnotě vlastního kapitálu KMV stanovené výnosovou metodou diskontovaného volného peněžního toku k datu ocenění na výši 3 009 822 tis. Kč. Závěr znalce PAS je takový, že hodnota vlastního kapitálu společnosti KMV k datu 12. 10. 2005 se pohybuje v intervalu od 2 985 881 tis. Kč do 3 033 762 tis. Kč a za výslednou částku byla zvolena střední hodnota, která činí 3 009 822 tis. Kč. Hodnota jedné akcie o jmenovité hodnotě 1 000 Kč činí k datu ocenění, tedy k 12. 10. 2005, částku 11 451 Kč.

22. Ze znaleckého posudku č. 412- 2022 z 21. 6. 2022 znalce Ing. Vladimíra Horáka soud zjistil, že byl vyhotoven na základě zadání [jméno] [příjmení] – obecného zmocněnce některých navrhovatelů a jeho předmětem je zjištění nesprávnosti znaleckého posudku č. 148B90 2012, vypracovaného Vysokou školou ekonomickou v Praze – Institutem oceňování majetku. Znalec uvedl, že na základě vlastních zjištění a analýz zjistil hrubé nesprávnosti ve znaleckém posudku VŠE, které mají významný vliv na výši hodnoty přiměřeného protiplnění za akcie minoritních akcionářů KMV. Vzhledem k tomu, že znalec stanovil hodnotu přiměřeného protiplnění za akcie minoritních akcionářů KMV pouze na základě výsledků výnosové metody DCF Entity, je analýza hrubých nesprávností znalce VŠE zaměřená především na ocenění touto metodou. Základním generátorem tvorby peněžních toků v rámci výnosové metody, a tedy také znalcem použité metody DCF Entity je prognóza hodnoty tržeb. Tržby, resp. obrat byl znalcem plánován variantně v optimistické i pesimistické a vychází z kapitoly strategická analýza. Obě varianty prognózy hodnoty tržeb se liší pouze v hodnotě indexu růstu tržního podílu v roce 2005, kdy optimistická varianta předpokládá koeficient 1 a pesimistická varianta koeficient 0,97. Ačkoliv se obě varianty liší pouze v indexu jediného roku 2005, vlivem prognózy tržeb meziroční indexací, jsou tržby v pesimistické variantě vzhledem k nižší základně roku 2005 nižší, ve srovnání s tržbami ve variantě optimistické i v dalších letech. Zatímco index růstu trhu znalec stanovil na základě podrobné analýzy, která je obsahem kapitoly 5.2.4, index růstu cen pro období 2005 až 2007, resp. jeho pokles není znalcem analyzován vůbec. Tržby KMV a ostatních konkurentů jsou výrazně ovlivněné klimatickými podmínkami, zejména v letních měsících, které značně ovlivňují dosaženou hodnotu tržeb. Vzhledem k výše uvedeným výhradám tedy znalec Horák nepovažuje za reálnou pesimistickou variantu prognózy tržeb znalce VŠE, která kalkuluje s poklesem tržního podílu a současným výrazným cenovým poklesem produkce. Proto, i vzhledem k nedostupnosti dat, potřebných k analýze vývoje produkce v naturálních jednotkách a jejich cenovému vývoji, znalec Horák neakceptoval prognózové hodnoty tržeb v optimistické variantě, které považuje za konzervativní. Navíc výsledná hodnota přiměřeného protiplnění za akcie minoritních akcionářů KMV, stanovená VŠE, je nižší o pouhých 0,52% než hodnota přiměřeného protiplnění za akcie minoritních akcionářů, vycházející z optimistické varianty tržeb, což je zanedbatelný rozdíl. Co se týká hodnoty EBITDA, je jednou z nejdůležitějších položek, která ovlivňuje výši volných peněžních toků v použité metodě DCF Entity VŠE a tím také výsledek ocenění dle této metody. Ohledně toho VŠE pouze stručně komentuje značné meziroční snižování marže EBITDA v plánu vzhledem k dosahované skutečnosti v minulých letech a v roce 2005. Navíc průměrná hodnota za rok 2005 neobsahuje výše cca 26% ale hodnoty 28,2%. VŠE uvádí ve své tabulce ziskovou marži k 12. 11. 2005 ve výši 28,72% a pro období 11 až 12/ 2005 ziskovou marži ve výši 24%, tudíž výsledná marže za rok 2008 nemůže být cca 26%. VŠE také nijak nezdůvodňuje a neanalyzuje, proč v minulosti rostoucí marže EBITDA měla najednou v období finančního plánu trvale klesat a proč by měly nákladové položky růst pouze s dopadem na snížení marže EBITDA.

23. Jednotlivé významné nesprávnosti, které znalec Horák uvedl ve svém znaleckém posudku, spolu vzájemně spolupůsobí, není korektním výsledkem všech těchto úprav součet jednotlivých rozdílů mezi původní výnosovou hodnotou KMV, kterou stanovila VŠE a upravenou výnosovou hodnotou, kterou stanovil znalec Horák po provedených korekcích, jenž jsou popsané v kapitolách jeho znaleckého posudku. Výjimku představuje pouze rozdíl v hodnotě neprovozního majetku, který není ovlivněn korekcemi peněžních toků. Na základě provedených výpočtů stanovil znalec Horák provozní hodnotu KMV pro akcionáře ve výši 6 935 689 tis. Kč. V součtu s hodnotou neprovozního majetku ve výši 403 462 tis. Kč, představuje celkovou hodnotu KMV částka ve výši 7 339 151 tis. Kč. Jak uvedl znalec Horák, výsledná hodnota tržní kapitalizace KMV byla VŠE stanovena intervalově, kde srovnatelnými podniky by byly pouhé tři z původních sedmnácti vybraných veřejně obchodovatelných společností. Když znalec Horák uvádí, že VŠE vybrala pouhé tři porovnatelné společnosti a nebylo ani sděleno, jakým způsobem a proč zrovna tyto společnosti byly VŠE vybrány. Soud zde poznamenává, ačkoliv je to předčasné, že VŠE řádně odůvodnila, proč byly vybrány pouze tři společnosti, a to kvůli obchodovatelnosti na akciových trzích, byť spíše z jihovýchodu Evropy.

24. Soud dále ze znaleckého posudku znalce Horáka, a to z jeho závěru, zjistil, že VŠE ve svém znaleckém posudku plánovanou hodnotu i marži EBITDA v období finančního plánu do roku 2009 nedůvodně stanovila jako klesající, což zásadně snižuje volné peněžní toky a tím snižuje výslednou hodnotu KMV, resp. výši hodnoty přiměřeného protiplnění pro minoritní akcionáře KMV. Hodnoty nákladů na vlastní kapitál a tím také hodnoty průměrných vážených nákladů na kapitál jsou VŠE zatížené rizikovou přirážkou za velikost, která neodpovídá významu KMV a není vztažená k lokálnímu českému trhu. Takto zvýšené vážené průměrné náklady na kapitál snižují diskontované peněžní toky a tím snižují i výslednou výnosovou hodnotu KMV, resp. výši hodnoty přiměřeného protiplnění pro minoritní akcionáře KMV. Hodnota pracovního kapitálu je znalcem neodůvodněně zvýšena především v roce 2006. Znalec VŠE kalkuluje s razantním zvýšením obchodního deficitu, i když současně kalkuluje se snižováním efektivnosti v podobě klesající tvorby zisku a ziskových marží. Nedůvodně navyšovaná hodnota pracovního kapitálu snižuje hodnotu volných peněžních toků a tím snižuje i výslednou výnosovou hodnotu KMV, resp. výši hodnoty přiměřeného protiplnění pro minoritní akcionáře KMV. Hodnota neprovozních aktivit je ovlivněná chybným výpočtem VŠE, který zkresleně snížil výnosovou hodnotu společnosti Hanácká kyselka s. r. o., jejíž 34,97% podíl vlastní společnost DK Invest a. s., která je 100% vlastněná KMV. Tímto chybným výpočtem znalce byla následně ovlivněná celkově nižší hodnota neprovozního majetku a tím také nižší výsledná hodnota KMV. Znalec Horák na základě provedeného oceňování a výše uvedených argumentů považuje za hodnotu přiměřeného protiplnění pro minoritní akcionáře společnosti Karlovarské minerální vody, a. s., připadající k datu 12. 11. 2005 na jednu akci o jmenovité hodnotě 1 000 Kč, částku nejméně ve výši 27 922 Kč.

25. Ze znaleckého posudku č. 379- 2020 objednatele [jméno] [příjmení] zpracovatelem Ing. Vladimírem Horákem ze dne 31. 8. 2020, jehož předmětem mělo býti zjištění hrubých nesprávností a jejich vliv na ocenění akcií společnosti Karlovarské minerální vody, a. s., ve znaleckém posudku č. 147B89 2012, který vypracovala Vysoká škola ekonomická, Institut oceňování majetku a posouzení přiměřeného protiplnění za akcie společnosti Karlovarské minerální vody, a. s., soud zjistil, že víceméně odpovídá obsahu znaleckého posudku výše konstatovaného stejného znalce ze dne 21. 6. 2022 č. 412/ 2022, proto soud pro stručnost na tento znalecký posudek odkazuje a ve stručnosti soud jen uvádí, že za přiměřenou hodnotu protiplnění pro minoritního akcionáře za jednu akcii o jmenovité hodnotě 1 000 Kč, stanovenou k 12. 10. 2005, považuje částku ve výši 30 729 Kč, která vyplývá z vyčíslení společného vlivu hrubých nesprávností dle tabulky 21 znaleckého posudku (srovnej str. 36 znaleckého posudku Horáka). Na základě provedeného ocenění a výše uvedených argumentů považuje za hodnotu přiměřeného protiplnění pro minoritní akcionáře společnosti KMV připadající k datu 12. 10. 2005 na jednu akcii o jmenovité hodnotě 1 000 Kč částku ve výši 30 729 Kč.

26. Ze znaleckého posudku znaleckého ústavu Expert Group s. r. o. zadavatele [jméno] [příjmení] č. 30/366- 2020 ohledně přezkoumání tvrzení znaleckého posudku č. A 129/2018 PAS k diskontní míře posudku č. 70-111/2018 ZÚ Praha a vyčíslení jeho nesprávností ve výše uvedené oblasti, soud zjistil, že znalec Expert Group s. r. o. (dále jen EXPERT) považuje závěry PAS za nesprávné, když výnos do splatnosti desetiletého dluhopisu v sobě obsahuje očekávání finančního trhu na dobu do splatnosti, ocenění metodou diskontovaných peněžních toků je postavena na hodnocení oceňovaného podniku z pohledu uskutečnění alternativní (podobné) investice k datu ocenění. Alternativní investice by dle modelu CAPM použitého ZÚP měla nést výnosnost srovnatelnou s portfoliem složeným k datu ocenění z bezrizikového aktiva (státních dluhopisů) a akcií tak, aby riziko bylo obdobné oceňovanému podniku. Zatímco požadovaný výnos akcií k datu ocenění nelze exaktně určit, a proto se používá pomocného postupu spočívajícího v určení dlouhodobě dosažené rizikové prémie akciového trhu, u státních dluhopisů lze určit exaktně požadovaný výnos k datu ocenění, a proto by tak měl být určen. Dle EUROSTATu byl výnos do splatnosti desetiletých českých státních dluhopisů ke 12. 10. 2005 ve výši 3,41% PAS a ZÚP tedy stanovují bezrizikovou výnosnost na stejné úrovni, avšak ZÚP k této úrovni dospěl zcela chybným postupem. ZÚP sice správně použil odhad výnosu do splatnosti desetiletých českých státních dluhopisů, avšak ZÚP se chyby dopustil tím, že vycházel z průměrného výnosu do splatnosti desetiletých českých státních dluhopisů za rok 2005, odhadnutou v rámci makroekonomické predikce Ministerstva financí ČR z října 2005, zahrnující i predikci po datu ocenění, namísto výnosu do splatnosti desetiletých českých státních dluhopisů k datu ocenění. ZÚP tedy pravděpodobně při stanovení nákladů vlastního kapitálu použil iterační přepočet v souvislosti se stanovením podílu vlastního a cizího kapitálu. Námitka PAS, že ZÚP diskontoval volné peněžní toky pro vlastní diskontní míru na úrovni nezadlužených nákladů vlastního kapitálu, tak zřejmě není pravdivá. Nicméně nelze se divit, že se PAS nezorientoval v postupu ZÚP, když ten je popsán nepřehledně a kuse. Chybou v posudku ZÚP ovšem je, že jednoznačně neuvádí, s jakou úrovní zadlužení uvažoval při výpočtu nákladů vlastního kapitálu KMV, resp. při přepočtu nezadluženého beta koeficientu na zadlužený a jaký vzorec vlastně pro výpočet nákladů vlastního kapitálu ZÚP použil. Znalec EXPERT dále uvedl, že souhlasí s tvrzením PAS, že v posudku ZÚP bylo riziko selhání země zahrnuto dvakrát, když ZÚP neočistil bezrizikovou sazbu stanovenou na úrovni výnosnosti desetiletého státního dluhopisu ČR (3,6%) o výši rizikovost českých státních dluhopisů oproti dluhopisům s nejvyšším ratingem. V posudku ZÚP je tedy v diskontní míře riziko úpadku země zahrnuto dvakrát. Správná výše rizikové prémie České republiky je 4,885% namísto 7,14% uvažovaných ZÚP, když podle databáze profesora Damodarana, který publikuje historické výnosy, rizikové prémie akciového trhu USA pro ocenění provedené k datu 31. 12. 2004 činila 4,84%. Lze akceptovat postup stanovení rizikové přirážky země uvedené v posudku VŠE na str. 96 – 97, který převzal i PAS, kde riziková prémie za nižší vyspělost českého akciového trhu je odvozena z rozdílu výnosnosti českých státních dluhopisů a státních dluhopisů Německa na úrovni 0,0849%. Tuto výši je následně zapotřebí násobit poměrem dlouhodobé průměrné volatility výnosností akcií a dlouhodobé průměrné volatility výnosnosti dluhopisů. Tento poměr vyjadřuje v modelu CAPM, jenž s různými modifikacemi použili všichni znalci pro učení nákladů vlastního kapitálu KMV, vztah rizikovosti akcií a dluhopisů a stejnou měrou i vztah dodatečného rizika nevyspělého akciového trhu oproti vyspělému, v porovnání s trhy dluhopisovými. Dle profesora Damodarana činí tento koeficient 1,5. Protože bezriziková sazba byla stanovena na úrovni státního dluhopisu ČR a nebyla očištěna o rizikovou prémii dluhopisového trhu ČR, je nutné kreditní spread násobit nikoliv koeficientem 1,5, ale pouze koeficientem 0,5. Celková přirážka českého akciového trhu oproti americkému tedy činí 0,0425%. Součtem rizikové prémie akciového trhu USA a rizikové přirážky pro český akciový trh získáme rizikovou prémii pro český akciový trh ve výši 4,885% pro datum ocenění 12. 10. 2005. Zatímco ZÚP uvažoval rizikovou prémii pro český akciový trh ve výši 7,14%, jež je dle EXPERTa extrémně nadhodnocena. Ze závěru znalce EXPERTa soud zjistil, že hodnota přiměřeného protiplnění za akcie KMV dle posudku ZÚP a po opravě chyb v diskontní míře činí u jmenovité hodnoty akcií 1 000 Kč částku 26 280 Kč při střední hodnotě. Znalec EXPERT zjistil, že vlivem chyb, kterých se ZÚP dopustil v diskontní míře, podhodnotil ocenění vlastního kapitálu KMV, a to odhadem, za předpokladu, že by ostatní parametry ocenění zůstaly stejné, přibližně o 3,34 mild. Kč, jinými slovy, kdyby se ZÚP nedopustil chyby v diskontní míře, vyšla by hodnota KMV cca 1,9krát vyšší, než jak je uvedeno v posudku ZÚP.

27. Další znalecké posudky č. 418/ 2022, č. 419/ 2022 a č. 29/365- 2020 znalec Expert Group s. r. o. vyhotovené na základě zadání [jméno] [příjmení] soud nehodnotil, stejně tak jako je ani neprováděl ani jako další dílčí důkazy, zejména navržené zmocněncem [příjmení], neboť jsou to důkazy, které na rozdíl od provedených důkazů jiných znalců nehodnotí celou věc komplexně, vyčerpávají jenom nějaké body ze znaleckých posudků a neukazují věc v souvislostech, tudíž nejsou použitelné pro dané zkoumání. Mezi toto patří i znalecký posudek č. 57-45/ 2012 společnosti A Valuation. Mezi tyto další důkazy, které soud nehodnotil nebo zamítl, jsou důkazy na odkazy různých statistik, odkazy na profesora Maříka a jeho znalecké posudky, které opět se týkají úplně jiných znaleckých zkoumání a nelze použít bez jakékoliv komparace a dalšího zdůvodnění důvod, pro který nebyla určitě či byla použita jednotlivá přirážka v jiném znaleckém posudku či v diplomové práci či článku. A jenom to, že se něco objeví v jiném článku, v jiném znaleckém posudku či diplomové práci, posoudit, že by to odporovalo tomu, co bylo řečeno ve znaleckém posudku, a to ve znaleckém posudku, který byl proveden před zdejším soudem, který byl dán na konkrétní téma a je hluboce rozpracován na několik desítek stran (více jak 100), tyto důkazy jsou nadbytečné a nedůvodné a bylo by to pouze zatěžování psaného rozsudku v jeho rozsahu.

28. Z výslechu znalce Znaleckého ústavu Praha s. r. o., zastoupené u výslechu Pavlem Žížalou a Jiřím Kudrem, soud zjistil, že hlavní část znaleckého posudku dělal znalec Kudr. Znalec dále uvedl, že na svém znaleckém posudku by ničeho neměnil a trvá na svém závěru. Soud dále zjistil, že byly provedeny veškeré analýzy a výpočty tak, jak bylo požadováno soudem, přičemž se vycházelo z rozhodnutí Vrchního soudu v Praze o tom, jak má být majetek oceněn. Pokud se jedná o nějaké formální vady, tak na č.l. 48 znaleckého posudku není uvedeno prémiové riziko země, které je sice uvedeno výše, ale bylo s ním počítáno pro výsledek. Ve znaleckém posudku je procentuální míra rizika v daném případě 2,3%, když se jedná o rizikovou prémii trhu 4,84%, uvedené na č.l. 48 znaleckého posudku. Jedná se o aritmetický průměr. Soud dále zjistil, že vzorec profesora Damodarana nelze v daném případě použít, když v tento vzorec je vhodný a použitelný především pro trhy USA či západní Evropy. V českých podmínkách s ním nelze počítat, neboť je zde trh a obchodní prostředí zdeformováno např. částečnými změnami daňových zákonů a předpisů, neprůhledným vlastnictvím firem a neuveřejňování výsledků akvizic a operací na trhu s firmami atd. Dle znalce je rozhodný vzorec č. 1, když vychází ze školy profesora Maříka, nikoliv Damodarana. Soud zjistil, že znalec by mohl samozřejmě vypočítat náklady vlastního kapitálu bez prémie ve výši 2% a též následně výslednou hodnotu podniku, nicméně to nebylo v zadání znaleckého posudku. Z výslechu znalce soud dále zjistil, že přirážka za nejistotu budoucího vývoje, která je vhodná pro použití a vychází se z přirážek, které v té době byly používány, tzn. rok 2006 a 2007, přičemž přímo na znalci je její výše a v daném případě byla znalcem určena na 1%, když ve znaleckém posudku uvedená výše přirážky je odhadem střední hodnoty souhrnu přirážek používaných k datu ocenění akcií a vychází ze zkušeností znalce s oceňováním podniků v daném období. Pokud by diskontní přirážka šla nahoru či dolu o 2%, znalo by to rozdíl ve výsledné ceně v řádech desítek procent. Znalec neviděl důvod blíže tyto rozdíly rozpracovávat, když vycházel ze svých závěrů ohledně 1% přirážky. Bylo zbytečné vykazovat náklady cizího kapitálu a to promítnout do ceny akcií – diskontní míry, když společnost žádné dluhy neměla – byla finančně zdravá.

29. Z výslechu znalce Znalecký ústav PRAGUE ACCOUNTING SERVICES s. r. o. (dále jen PAS) soud zjistil, že znalec by s odstupem času na svých závěrech ve znaleckém posudku ničeho neměnil. Podklady byly získány od společnosti Karlovarské minerální vody, a. s. Znalec vycházel i z materiálů, které jsou v soudním spise, když částečně byl zrevidován i znalecký posudek Znaleckého ústavu Praha, když tento znalecký posudek byl po zjištění chyb dále doplněn o výši přiměřeného zadostiučinění při vytěsnění minoritního akcionáře. Znalec také spolupracoval se znalcem VŠE Praha, Institut oceňování majetku, což je uvedeno na str. 5 znaleckého posudku PAS. Mají za to, že sice ZÚP sice uznal chybu ve výpočtu v otázce č. 2, nicméně nerozptýlil pochybnosti ohledně otázky č. 1 tak, aby to mělo vliv na závěr ohledně revize jejich znaleckého posudku. Chyba znaleckého posudku ZÚP spočívala v tom, že hodnotili fakticky dvě věci, jedna výnos z jejich činnosti obchodní a zároveň do toho zamíchali i hodnotu majetku, který by musel být zpeněžen, aby k této hodnotě došlo. Ale tím by samozřejmě nemohlo docházet k produkci této společnosti v rozsahu nějakého období ohledně peněžního toku. Soud dále zjistil, že znalec použil metodu DCF, což je metoda analytická, je to metoda nejlepší. Nelze v daném případě použít metodu porovnávací, neboť nemáme na trhu srovnatelnou akcii, resp. podnik, jehož akcie by byly srovnatelné s akciemi KMV. Znalec musel tedy dělat analýzu analytickou metodou a vycházet z majetku podniku a jeho hospodářské situace s odhadem do budoucna tak, aby znalec mohl vyčíslit objektivně z těchto dat hodnotu akcie. Znalec vycházel z finanční a strategické analýzy, kterou znalec převzal ze znaleckého posudku VŠE, která byla kvalitně zpracována a sami to znalci netvořili, když odkazují na č.l. 18 svého znaleckého posudku. Znalec uvedl, že by došel ke stejnému nebo obdobnému výsledku, když jen přezkoumávali právě znalecký posudek VŠE. Soud dále zjistil, že peněžní toky jsou samozřejmě odhadem, je to na erudici znalce, ale vychází se z předchozích kroků, které znalec analyzoval a vyhodnocoval. Citlivost na výsledek hodnoty akcií vzhledem ke cash flow je nejcitlivější, resp. nejvíce se projeví při změně odhadu výše cash flow v prvním roce a s postupem odhadované času vlivu na celkovou hodnotu akcie klesá. Nelze říci, že když je nárůst cash flow v násobku 5krát, že by se jednalo o pětinásobné navýšení hodnoty akcie, je to součástí složitého matematického výpočtu, ale bude to v každém případě násobek. Znalec v daném případě vykonává svoji znaleckou činnost a fakticky pouze v daném případě odhaduje téměř veškeré informace, které nejsou zjistitelné z faktických podkladů, neboť v daném případě neexistuje dostatečně velký relevantní trh k posouzení a porovnání hodnoty akcií podniku svého trhu v obchodovatelné dostatečné míře na relevantním trhu. Tudíž ta tržní metoda je de facto subjektivní, a to v daném případě. Soud dále zjistil, že znalec dostal zadání od KMV a dostali také od nich podklady, znalec nikdy ve společnosti nebyl. Parametr pokračující hodnoty znalec převzal od VŠE a použil Gordonův vzorec, vycházeje ze stejných parametrů jako vycházela VŠE. Znalec vycházel z auditované řádné účetní závěrky Karlovarských minerálních vod a nebyl důvod předpokládat nereálnost či nepravdivost auditovaných podkladů. Účetní hodnota podniku nemusí odpovídat tržní hodnotě jejich akcií, a to směrem nahoru i dolů. Ohledně položky dlouhodobé závazky účastníků sdružení ve výši 408 812 000 Kč vycházeli znalci z podkladů Karlovarských minerálních vod, které dostali a na něž je takto sami rozdělili KMV. Proti této položce jdou jiné dlouhodobé pohledávky ve výši 544 883 000 Kč. Toto spadá do celkového finančního plánu KMV. Znalec přezkoumával vstupy, které byly použity VŠE na diskontní sazbu, kterou následně znalec použil do vlastních znaleckého posudku. Velikostní přirážku taktéž převzal znalec od VŠE. Ohledně poměru cizího a vlastního kapitálu je u KMV 0,78% cizího kapitálu vůči vlastnímu, tedy cizího je málo. Náklady vlastního kapitálu jsou vyšší. Čím vyšší jsou náklady kapitálu, tím je nižší hodnota společnosti. Společnost mohla získávat i cizí kapitál, je otázka jejího smysluplného využití pro KMV. Znalec stanovil růst společnosti na míře inflace, což v té době bylo 3% Poslední rok plánu počítal znalecký posudek s 3,8 mld. Kč obratu KMV. Nebylo počítáno s potencionálem minerálních vod Poděbradka, které měly být KMV koupeny. K datu hodnocení k této koupi nedošlo a koupě byla realizována za tržních podmínek, tudíž kapitál odpovídající hodnotě tohoto obchodu musel dán původnímu vlastníkovi. Finanční plán byl stanoven až na základě parametrů, fakticky předložen nebyl. Znalci použili přirážku za malou společnost, a to s ohledem na to, že je třeba posuzovat hodnoty akcií i vzhledem k síle a globálnosti celého akciového trhu a nelze nepočítat s tím, že některé společnosti nedosahují globální úrovně jiných společností a tím snižovat hodnotu jiných akcií je právě třeba, když po lokální společnosti není taková poptávka jako po společnostech globálních vzhledem i k dalším ekonomickým a zákonným možnostem, např. investičních fondů. Je to otázka cenotvorby nikoliv likvidity.

30. Z výslechu znalce Znalecký ústav VŠE v Praze, Institut oceňování majetku (dále jen VŠE) soud zjistil, že znalec by s odstupem času neměnil žádný ze svých závěrů ve znaleckém posudku uvedený. Soud dále zjistil, že v případě použití nižší diskontní sazby by bylo ocenění ve vyšší hodnotě, než kdyby byla použita vyšší diskontní sazba. Vyšší tempo v terminální fázi by nemělo vést k vyššímu konečnému ocenění. Nelze odpovědět na to, zda-li nižší diskontní míra o 0,4 až 0,7% při zachování ostatních parametrů by měla vliv na výsledek. Znalec použil 3% tempa růstu tržeb po dobu terminální fáze, což je vysvětleno ve strategické analýze obsažené ve znaleckém posudku jako průměrné tempo růstu tržeb za plánované období 5 let. Znalec uvedl, že veškeré vstupu do výpočtu ve znaleckém posudku vycházejí buď z konkrétních databází, nebo konkrétních výpočtů z dat, které měl znalec k dispozici. Znalec si nevzpomněl, že by v konkrétním případě bez dalšího byl použit pouze nějaký odhad či presumpce, vždy se vycházelo čistě z podkladů, z toho plynuly výpočty a dopočty dalších veličin, z čehož vyplynul výsledek zkoumání. Metoda DCF, kterou znalec použil, je vnímána běžně jako metoda objektivní, jako další jiné metody. Finanční plán ve znaleckém posudku sestavuje znalec, který vychází z podkladů, které má k dispozici, které si zajistí nebo jsou mu předloženy. Zde se jedná pouze o odhad. Změna finančních toků může změnit výsledek v řádech procent nebo jenom nepatrně, musí se to dát do výpočtu – konkrétního modelu a následně z toho opět udělat závěr. Metoda porovnávací je také metodou objektivní, ale v podmínkách České republiky není často dostatek vstupních dat k jejímu naplnění. Je k tomu třeba využít konkrétních dat z trhu, a to relevantních, k porovnání se zkoumaným případem. Přirážka ohledně malých podniků s odkazem na zdroj Ibbotson se používá z toho důvodu, že pro český trh žádná taková databáze neexistuje a tudíž došlo ke shodě, že do té doby než pro český trh bude něco takového stanoveno, použije se právě tento zdroj. Databáze profesora Damodarana je databáze obsahující data pro oceňování podniků a odkazuje na ni i profesor Mařík ve svých publikacích. Při použití historických přirážek je stále akceptovatelné, že se jedná o tržní ocenění, nicméně při současném stupni poznání lze připustit, že se objeví i metody jiné, např. implicitní. Historie je použitelná, má-li dostatečně dlouhý časový úsek tak, aby mohla s vysokou mírou pravděpodobnosti indikovat i budoucí vývoj. Toto platí k datu oceňování určité společnosti. Z pohledu znalce je společnost KMV společnost menší, neboť při posouzení tržeb s jinými společnostmi v České republice existují právě v České republice společnosti s daleko většími tržbami než tato společnost. Znalec uvedl, že srovnávací metoda je použitelná, ovšem je třeba, aby existoval dostatečný počet dat pro její využití k datu ocenění. Obvykle slouží jako doplňující ilustrativní metoda.

31. Soud zjistil, že i v rámci Institutu oceňování majetku existují i některé extrémní názory pro nepoužití velikostní přirážky za malou kapitalizaci. Znalec se závěry profesora Maříka souhlasí a je pro aplikaci této přirážky. Znalec ohledně vlastního a cizího kapitálu vycházel z finančního plánu společnosti a taktéž z finančního plánu zpracovaného znalcem. Znalec neměl informace, že by KMV ke dni ocenění či následně hodlala měnit složení kapitálu ve prospěch cizího kapitálu. Za účelem dlouhodobého fungování společnosti je nutné, aby vážené náklady na kapitál nebyly vyšší než rentabilita investovaného kapitálu. Z tohoto důvodu znalec odhadl rentabilitu investovaného kapitálu ve výši průměrných vážených nákladů pro druhou fázi. Toto také bylo zjišťování znalcem ke dni ocenění, resp. k prvním letům po, toto ovšem není uvedeno v analýze znaleckého posudku. Rentabilita byla zjištěna vyšší, než je uváděno na str. 102 znaleckého posudku. Známá společnost s ochrannou známkou si může i nemusí udržet vyšší rentabilitu investovaného kapitálu než průměrné vážené náklady na kapitál. Nelze posoudit, jestli to platí i pro společnosti, kde existují bariéry vstupu do odvětví. Přirážku za malou společnost je nutno použít, neboť KMV nejsou skutečně velkou společností, když použitá metodika pro ocenění byla vyvinuta pro nesrovnatelně větší společnosti v USA, které dosahují miliardových obratů v dolarech. KMV nelze vnímat jako velkou společnost, neboť její obrat není tak vysoký, aby se jednalo o společnost velkou. Pokud by tato přirážka nebyla použita, nejednalo by se o spravedlivé ohodnocení hodnoty KMV.

32. Podle § 183i odst. 1 písm. a), b) zákona č. 513/1991 Sb., dále jen obch. zákoníku, osoba, která vlastní ve společnosti účastnické cenné papíry, jejichž souhrnná jmenovitá hodnota činí alespoň 90% základního kapitálu společnosti, s níž jsou spojena hlasovací práva a s nimiž je spojen alespoň 90% podíl na hlasovacích právech ve společnosti (dále jen hlavní akcionář), je oprávněná požadovat, aby představenstvo svolalo valnou hromadu, která rozhodne o přechodu všech účastnických cenných papírů společnosti na její osobu.

33. Výše citované ustanovení obch. zákoníku stanoví předpoklady, za kterých se může osoba, která vlastní ve společnosti účastnické cenné papíry splňující některou z podmínek stanovených pod písm. a) a b), domáhat svolání valné hromady, která bude rozhodovat o přechodu účastnických cenných papírů ve vlastnictví jiných osob do jejího vlastnictví.

34. Z ust. § 183 odst. 6 obch. zákoníku plyne, že společně se žádostí podle § 183i odst. 1 doručí hlavní akcionář společnosti zdůvodnění určení výše protiplnění.

35. Pojem účastnické cenné papíry definuje ust. § 183a odst. 1 obch. zákoníku, který uvádí, že kdo činí veřejný návrh smlouvy na odkoupení nebo směnu cenných papírů vydanou akciovou společností, se kterými je spojen podíl na základním kapitálu nebo hlasovacích právech společnosti, nebo cenných papírů vydaných touto společností, s nimiž je spojeno právo takové cenné papíry získat (dále jen účastnické cenné papíry), postupuje podle tohoto ustanovení. Cennými papíry tedy ve smyslu tohoto ustanovení jsou zejména akcie, zatímní listy, poukázky na akcie, prioritní a vyměnitelné dluhopisy a opční listy, se kterými je spojeno přednostní právo na upisování akcií či prioritních nebo vyměnitelných dluhopisů.

36. Při historickém pohledu na toto ustanovení pak je nutné konstatovat, že s účinností od 1. 6. 2005 byly do obch. zákoníku nově doplněny právě § 183i až 183n, které jsou označovány jako ustanovení zavádějící do českého právního řádu tzv. squeeze – out. Dovolují tomu akcionáři, jehož celkový podíl na základním kapitálu nebo hlasovacích právech přesahuje určitou hranici, požadovat, aby na něho přešly všechny zbývající účastnické cenné papíry, které byly až dosud v rukou ostatních akcionářů. Toto zvláštní oprávnění většinového akcionáře má rychle bez větších nákladů zjednodušit akcionářskou strukturu společnosti a umožnit další snižování nákladů spojených s činností jejich vnitřních orgánů. Zákon zbavuje společnost povinnosti chránit mnohdy složitými formálními postupy právní postavení drobných akcionářů, jejichž akciové vlastnictví je nepatrné, pro rozhodovací procesy uvnitř společnosti zcela bezvýznamné a z hlediska vlivu na podnikatelskou politiku společnosti mnohdy irelevantní, a umožňuje vytvářet společnosti s jedním většinovým akcionářem. Takové akciové společnosti jsou schopny rychle a průběžně přijímat podnikatelská rozhodnutí a aktivně reagovat na požadavky trhu a přiměřeně též vyjadřují rizika spojená s investicí většinových akcionářů do společnosti. Ochrana drobných akcionářů a šíře jejich oprávnění bývají naopak zdrojem značného ohrožení zájmu společnosti. Může být snížena flexibilita rozhodovacích procesů, zejména restrukturalizačních opatření, jako jsou např. přeměny společností, neboť existence mnoha akcionářů nedovoluje tyto procesy zjednodušit. Ochranná opatření vyžadují další náklady spojené se správou záležitostí společnosti. Mnohdy hrozí též nebezpečí neoprávněného a šikanózního výkonu menšinových práv a s tím spojené průtahy s přijímáním zásadních podnikatelských rozhodnutí.

37. Podle § 183k odst. 1 obch. zákoníku vlastníci účastnických cenných papírů mohou od okamžiku obdržení pozvánky na valnou hromadu, popř. od okamžiku oznámení jejího konání, požádat soud o přezkoumání přiměřenosti protiplnění, není-li toto právo využito do měsíce ode dne zveřejnění zápisu usnesení valné hromady podle § 183l do obchodního rejstříku, zaniká.

38. Podle § 183k odst. 3 obch. zákoníku soudní rozhodnutí, kterým bylo přiznáno právo na jinou výši protiplnění, je pro hlavního akcionáře a pro společnost závazné co do základu přiznaného práva i vůči ostatním vlastníkům účastnických cenných papírů. Promlčecí doba začíná běžet ode dne právní moci rozhodnutí, a to vůči všem oprávněným osobám bez ohledu na to, zda byly účastníky řízení.

39. Odstavec 1 výše citovaného ustanovení stanoví jednoměsíční prekluzivní lhůtu pro podání návrhu na přezkoumání přiměřenosti protiplnění soudem ve vazbě na zveřejnění zápisu usnesení valné hromady rozhodující o výkupu účastnických cenných papírů do obchodního rejstříku. Návrh však nelze podat dříve, než tato lhůta počne běžet. Určité problémy vždy vzbuzovalo posouzení toho, jakou povahu bude mít návrh podle odst. 1 výše citovaného ustanovení obch. zákoníku. Možné jsou dva výklady. V úvahu přichází buď formulace odpovídající návrhu na plnění. Navrhovatel by při tomto výkladu požadoval zaplacení částky, která se rovná rozdílu mezi navrženým protiplněním a takovou výší, kterou navrhovatel považuje za přiměřenou. Stejně tak je ale možné uvažovat o návrhu na určení, ve kterém by se navrhovatel domáhal, aby soud určil přiměřenou výši protiplnění. V daném případě byly zkombinovány u navrhovatelů obě dvě možnosti, když rozdílná byla u navrhovatele a) a další druhá možnost byla u ostatních navrhovatelů zastoupených převážně obecným zmocněncem [jméno] [příjmení].

40. Ve prospěch návrhu na určení hovoří především skutečnost, že lhůta pro jeho podání uplyne dříve, než navrhovateli vznikne nárok na výplatu protiplnění. Navrhovatelé se tak na základě § 183k odst. 1 obch. zákoníku budou na soud obracet vždy dříve než jim byť jen vznikne právo, jehož případné plnění by se v řízení měli domáhat. Nehledě na případnou splatnost tohoto práva. Nevýhodou určovacího návrhu naopak je, že i když navrhovatel v řízení uspěje, soudní rozhodnutí mu nemůže sloužit jako exekuční titul. Kdyby hlavní akcionář dobrovolně neuhradil rozdíl mezi vyplacenou výší protiplnění a částku pravomocně zjištěnou soudem jako přiměřenou, musel by se navrhovatel obrátit na soud a v novém nalézacím řízení požadovat odsouzení hlavního akcionáře k plnění tohoto rozdílu. Takové řešení není příliš komfortní. Určovací návrh tedy plní pouze subsidiární úlohu, nelze se na odpůrci domáhat přímo plnění.

41. V daném případě je ještě zde připomenout a soud se o tom již zmiňoval výše, že podá-li akcionář návrh podle odst. 1 § 183k obch. zákoníku, když již bylo návrhem jiného akcionáře zahájeno řízení ve věci podle tohoto odstavce, ale dříve, než je pravomocně skončeno, je nutno tento další návrh považovat za přistoupení k prvnímu řízení. Předpokládá totiž obch. zákoník v citovaném ustanovení, že základ nároku všech dotčených osob bude vyřešen v jednom řízení, je nutné i všem pozdějším navrhovatelům, kteří se domáhají u soudu zaplacení přiměřeného protiplnění v souladu s tímto ustanovením, umožnit plné uplatnění jejich procesních práv včetně práva vyjádřit se k návrhům na důkazy a ke všem důkazům, které byly provedeny (srovnej § 123 o. s. ř.). Toto je možné pouze a jen tehdy, stanou-li se účastníky prvního řízení, v němž budou důkazy k prokázání základu jejich nároků prováděny. Soud je tedy proto spojil ke společnému řízení v souladu s § 112 o. s. ř.

42. I když ust. § 183k odst. 3 obch. zákoníku určuje, že soudní rozhodnutí, kterým bylo konkrétnímu vlastníku účastnických cenných papírů přiznáno právo na jinou než hlavním akcionářem nabídnutou výši protiplnění, ti co do základu přiznaného práva závazné i vůči ostatním vlastníkům cenných papírů, neznamená to, že by se tito vlastníci mohli na základě tohoto rozhodnutí domáhat výkonu rozhodnutí ohledně svých pohledávek vůči hlavnímu akcionáři. Takové rozhodnutí je exekučním titulem pouze pro navrhovatele. Neuhradí-li hlavní akcionář ostatním vlastníkům účastenských cenných papírů stanovené protiplnění dobrovolně, mohou se domáhat výkonu rozhodnutí jen na základě rozhodnutí o jim příslušejícím protiplnění vydaného k jejich návrhu.

43. Jak se soud zmínil výše a jak vyplývá z provedených důkazů, má soud za to, že měl dostatek podkladu pro to, aby mohl ve věci rozhodnout. Soud došel k závěru a určil, že přiměřené protiplnění je ve výši 11 500 Kč za jednu akcii o jmenovité hodnotě 1 000 Kč společnosti KMV. Tedy za částku, kterou měli obdržet a obdrželi již někteří akcionáři v rámci vytěsnění minoritních akcionářů v souladu s § 183i zákona č. 513/1991 Sb. Soud zde vycházel ze znaleckého posudku § 183i odst. 1 písm. a), b) zákona č. 513/1991 Sb., dále jen obch. zákoníku 2009 školy ekonomické v Praze, a to znaleckého posudku č. 147B89 2012, v němž došlo k ocenění určení přiměřené výše protiplnění a dále fakticky stejného znaleckého posudku stejného znalce č. 148B90 2012 s datem ocenění k 12. 11. 2005. Soud zde pro stručnost odkazuje na provedené důkazy k těmto znaleckým posudkům. Znalecký posudek znalce VŠE s datem ocenění k 12. 11. 2005 oceňuje jednu akcii na částku 11 125 Kč v rámci střední hodnoty a znalecký posudek s oceněním k 12. 10. 2005, tedy o měsíc dříve, oceňuje jednu akcii ve střední hodnotě na částku 11 565 Kč. Výsledky těchto znaleckých posudku, které soud bere za stěžejní, nejsou rozhodné v té míře, v jakém určují střední hodnotu akcie KMV k těmto datům. Soud tím myslí to, že pokud došlo k vytěsnění akcionářů KMV (minoritních) za částku 11 500 Kč, lze tuto částku považovat za přiměřenou, ačkoliv znalec ve svém znaleckém posudku určil částku o 65 Kč vyšší. Soud tento rozdíl považuje za nevýznamný, neboť se v každém případě, a to u všech znalecký posudků, na tento způsob ocenění jedná pouze o odhad, a to subjektivní odhad znalce, tak jak již vyplynulo z výslechu znalců, a to i právě znalce VŠE, tak jak je uvedeno výše v rozsudku.

44. Soud, jak uvedeno výše, měl i dispozici mnoho znaleckých posudků, přičemž vyházel, jak již bylo zmíněno, ze znaleckého posudku VŠE. Dle názoru soudu je tento znalecký posudek, a to ať v jakékoliv verzi, absolutně nejkomplexnějším znaleckým posudkem, který byl v této věci vypracován, když znalec jasně vypracoval veškeré vstupní podklady a data, s kterými dále počítal. Tyto listiny si vyžádal od KMV a zpracovával je od počátku. Ostatní znalci s těmito daty nepočítali, a buď je převzali téměř bezkriticky jako znalec PAS, stejně tak znalec Horák. Tyto znalci pouze„ revidovali“ znalecké závěry tohoto znalce, tedy VŠE, jenž jsou ve svém základu absolutně nejpřesnější a nejověřenější.

45. Jak vyplývá z nálezu Ústavního soudu České republiky III. ÚS 647/15 ze dne 27. 11. 2018, soudy nejsou povinny rozhodnout, jaká metoda má být pro stanovení hodnoty podniku použita, stejně jak posuzovat správnost jednotlivých metodologických rozhodnutí učiněných v rámci této metody či jiných metod. Akceptovatelný je takový způsob ocenění, který je založen na běžně používaných oceňovacích metodách a praktikách, i když třeba tyto nejsou jednoznačně přijímány ve vědecké diskuzi. Samotná volba oceňovací metody ale musí být založena na vývoji teorie podnikového hospodářství, jinak řečeno musí jít o postup lege artis.

46. Právní otázkou pak je právě přiměřenost protiplnění a skutkovou otázkou jsou skutečnosti hodnocené znalcem při oceňování podniku za použití některé z uznávaných oceňovacích metod, odbornou otázku pak bude představovat jejich zhodnocení.

47. V daném případě má soud znalecký posudek znalce VŠE za bezvadný, neboť jasně vysvětlil, proč a z jakého důvodu zvolil kterou metodu, která metoda je podpůrná, jaké použil koeficienty, jak stanovil finanční plán. Zejména volba metody je dostatečně a více než podrobně zpracována na str. 87 znaleckého posudku, což žádný jiný znalecký posudek nemá a dle názoru soudu je dostatečně zdůvodněna a byla i zdůvodněna při ústním výslechu znalce použitá metoda. Soud neshledal v souladu se znaleckým posudkem, že by i jakékoli použité koeficienty ať to bezriziková výnosnost, koeficient beta, vývoj rizikové prémie kapitálového trhu, výnosu a splatnosti či náklady vlastního kapitálu byly v rozporu s mírou poznání, tedy byly non lege artis. Soud má za to, že znalec dostatečně vysvětlil, proč použil metody profesora Damodarana ohledně průměru historických úrokových měr, když soud má skutečně za to, že nelze počítat různé aktuální ceny, neboť až časová pokryje relativní změny na trhu, jako se dnes projevuje vysoká inflace a růst cen za energie. Jedná se o jakési rizika, která zprůměrované období pokryje a v daném případě průměrová metoda sníží rizika špatného odhadu.

48. Jak již uvedl Ústavní soud ve výši uvedeném nálezu, že přiměřené protiplnění by mělo korespondovat se zjištěnou hodnotou podniku, nejsou-li zde výjimečné okolnosti, které by odůvodňovaly případnou korekci. Mezi ně však nepatří, že přiměřené protiplnění se týká minoritního a málo obchodovatelného podílu.

49. To ovšem není případ zde řešený soudem, neboť znalec VŠE dával přirážku za malou společnost, kterou se soud bude zabývat ještě dále a ta není právě nikterak napadena předmětným rozhodnutím Ústavního soudu.

50. Soud by také ještě chtěl říci, že navrhovatelem zmiňované rozhodnutí Vrchního soudu v Olomouci ze dne 10. 3. 2022 č. j. 5 Cmo 98/2021 – 1497 je dle názoru soudu I. stupně (a to ve shodě s účastníky KMV a RBV) nepřezkoumatelné, a to mimo jiné v odstavci 57, kdy odkazem odvolacího soudu na známé věci z úřední činnosti, je pouze potvrzeno, že některé znalecké posudky s touto veličinou pracují a jiné ne a toto ovšem nelze jakkoliv zapracovat. To že se něco nepoužije, a to zejména velikostní prémie v Německu a je to dáno pokyny německého Institutu auditorů, neznamená, že to je pravda, neboť v tomto rozhodnutí není nic přesně citováno a odůvodněno a není tam ani sděleno, proč by to nemohlo býti použito v rámci České republiky, když soud I. stupně, a to Krajský soud v Plzni, má naprosto za to, že ohledně tohoto konkrétního případu, a to KMV, je třeba použít přirážku za malou společnost, kdy nelze malou společnost hodnotit pouze jako společnost podle obratu rozlohy nemovitých pozemků či budov atd., ale malost či velikost podniku v rámci těchto ekonomických podkladů lze hodnotit pouze jako celek, v kontextu, o němž se zase soud bude zmiňovat později. Ještě jako úvod by soud chtěl poznamenat, že znalecký posudek Apelen Voluation (dále jen AV) je posudek nevalné kvality, který byl vyloučen znaleckým posudkem Deloitte, jak se o tom soud bude zmiňovat dále a jak bude jednotlivě porovnávat znalecké posudky navzájem a v souvislostech.

51. Soud zde odkazuje na odst. 47 tohoto usnesení, kde se zabýval znaleckým posudkem znalce VŠE, když tento znalecký posudek, ať ve variantě ocenění ke dni 12. 11. 2005 (odst. 7 – 9), či ve variantě ke dni 12. 10. 2005 (odst. 10, 11 tohoto usnesení), považuje soud za lepší, a to i s přihlédnutím k výslechu znalce (odst. 30, 31 tohoto usnesení). Při tomto výslechu znalec uvedl, že pokud by nebyla použita přirážka za malou společnost, nejednalo by se o spravedlivé ohodnocení hodnoty společnosti Mattoni. Jak se soud již zmiňoval, z ústavního nálezu III. ÚS 647/15 je postup znalce VŠE lege artis a samotná volba oceňovacích metod, tak jak byla vysvětlena znalcem VŠE, je založena na vývoji teorie podnikového hospodářství a je naprosto logická a konsensuální. Jak uvedl znalec VŠE, je nutno skutečně akceptovat přirážku za malou společnost, neboť Mattoni není skutečně velkou společností, když metodika pro ocenění byla vyvinuta pro nesrovnatelně větší společnosti v USA, které dosahují miliardových obratů v dolarech. Mattoni nelze vnímat jako velkou společnost, neboť její obrat není tak vysoký, aby se jednalo o společnost velkou. Soud s tímto názorem plně souhlasí, když má za to, že sice v ČR se jedná jistě o společnost dominující nebo jednu z dominujících v oboru, která se zabývá tedy výrobou nealkoholických nápojů, k čemuž přispívá i dlouhodobá značka Mattoni, která na trhu je v řádu desítek let, ještě před vstupem cizího kapitálu do této společnosti. Mattoni byla známá a je známá nejen současné generaci ale i generacím předchozím. Přes tuto známost ovšem se nejedná o společnost, tak jak řekl znalec, která by dosahovala rozměrů společností v USA. Dokonce nelze tuto společnost ani porovnávat, tak jak některý z navrhovatelů uváděl, s jinými společnostmi ohledně obratů a zisků, které jsou u jiných společností i v řádech miliard. Jenom tyto veličiny nemohou určit velikost spravedlivého vypořádání při vytěsnění minoritních akcionářů. Toto zjištění hodnoty musí být komplexní a objektivní. A proto je třeba použít i přirážku za malou společnost vzhledem k tomu, že samotný způsob ocenění vychází z trhu v USA. Soud zde odkazuje na závěry znaleckého posudku a na samotné toto usnesení, kde se znaleckým posudkem v obou verzích znalce VŠE soud zabývá. Protože je skutečně něco jiného a když to srovnáme, tak např. společnost Coca-Cola Company v USA je rozhodně větší společností než Mattoni v České republice, a to nejenom objemem výroby, ale i dopadem jejího fungování na trh. Pokud metodika, která byla zvolena a běžně se používá pro určování hodnoty akcií v USA pro takhle velkou společnost, je něco jiného takto hodnotit společnost víceméně lokální, když fakticky srovnatelná pro posouzení neexistuje, tak jak se o tom zabývali jiní znalci, kdy zjistili, že akcie s obdobnými společnostmi se obchodují pouze na burzách jihovýchodní a východní Evropy. Znalec VŠE také určil bezrizikovou výnosovou míru, když použil státní dluhopisy ČR obchodovatelné k datu ocenění, jejich výnosnost do doby splatnosti činila 4,6%. Toto vše je naprosto logické a odůvodněné. Jak již bylo zmíněno, přirážka ohledně malých podniků s odkazem na zdroj Ibbotson se používá z toho důvodu, že český trh žádnou takovou databázi nemá, a proto je lege artis používán tento zdroj. Při použití historických přirážek se jedná o tržní ocenění, když historii lze použít, má-li dostatečně dlouhý časový úsek tak, aby mohla s vysokou mírou pravděpodobnosti indikovat i budoucí vývoj. Což jiné znalecké posudky, jak se soud o tom zmiňoval výše, nereflektovaly a pokud tomu jindy nebylo, dalo nám za pravdu poslední období ať to koronavirové krize, či ukrajinské krize, kdy bylo podnikatelské prostředí, a to i obchod s akciemi, značně pokřiveno oproti minulým létům a pokud by se použilo pouze období současné pro stanovení jiných hodnot, zkreslovalo by to skutečnost, když v horizontu desítek let je toto epizoda pro trh s cennými papíry fakticky bezvýznamná. Proto je třeba používat data v horizontu několika desetiletí. Toto tedy správně zapracoval znalec VŠE. Ke stejnému výsledku jako znalec VŠE ve svých dvou variantách znaleckého posudku, které soud hodnotil, je zde i znalecký posudek ACE, který byl vyhotoven na objednávku účastníka RBV. Tento znalec došel ke stejnému závěru, resp. ke stejnému výsledku ohodnocení ceny akcií jako VŠE. Soud ovšem jeho znalecký posudek nepovažuje za tak propracovaný a tak precizovaný, aby vysvětlil všechny nejasnosti. Toto se podařilo až znalci VŠE. Soud má také za nedobrý znalecký posudek znalce APELEN, když tento znalec se rozchází ať se znaleckým posudkem ACE, tak VŠE ohledně akciové prémie, když historický vývoj rozdílu mezi výnosností akcií a dluhopisů nemůže dle znalce ACE v žádném případě objektivně vyjádřit aktuální očekávání na trhu, kdy nevhodnost aplikace lze ukázat na příkladu, když předpokládá se, že makroekonomice i firmám se daří dobře, rostou hospodářské ukazatele, následně se zvyšují i ceny akcií, úrokové sazby jsou nízké a stagnují. Potom na základě použitého vzorce je rozdíl mezi výnosností akcií a dluhopisů v krátkém období vysoký a v delším se průměr rovněž zvyšuje. Tím ale roste rozdíl následky vlastního kapitálu, tedy výše diskontní míry. Soud se právě tímto zabýval v předcházejících odstavcích a má za to, že právě toto se nedá použít vzhledem k možným excesům v ekonomice, tak jak jsme jí zažili v současných posledních letech a znalec, který určuje vypořádávací hodnotu akcií minoritních vlastníků při vytěsnění ze společnosti, něco musí predikovat. Samozřejmě pokud by se to dělalo zpětně, mohla by se dělat hodnocení podle konkrétních dat. Ale v daném případě a jak je běžnou skutečností, znalec předpokládá budoucí vývoj na základě zkoumaných dat ještě před vytěsněním a do budoucnosti tak, aby mohl určit hodnotu akcií, za kterou má být vypořádán jeden kus akcie v jakékoliv nominální hodnotě. Je správné, že byla provedena tato historická prémie, když pokud by byly zohledňovány aktuální tržní ceny akcií, dostali bychom se do extrémních výkyvů jako při poklesu akciového trhu na začátku roku 2022 anebo v roce 2020 při koronaviru. Nebyl to dlouhý propad jako při hospodářské krizi, který postihl USA a později Evropu po krachu newyorské burzy v první třetině 20. století. Stejně tak tento znalec byl proti použití velikostní přirážky, neboť nespadá Mattoni do segmentu společností, u nichž by se velikostní efekt měl nějak projevit. Soud s tímto závěrem nesouhlasí a odkazuje na závěr znalce VŠE a své vlastní vyjádření ohledně této přirážky, kterou soud z výše uvedených důvodů považuje naprosto za regulérní a nutnou jí použít, když by byly znevýhodněni subjekty nebo subjekt, který„ vykoupí“ akcie od minoritních akcionářů a efekt by nebyl dobrý a nedošlo by k naplnění předpokladu zákona, tzn. zjednodušení vlastnické struktury vykoupením akcií, když cena akcií by byla značně nadhodnocena, pokud by se nepoužila velikostí přirážka tam, kde se má použít. V daném případě se použít má a musí, a to právě na specifika Mattoni, trhu atd. Soud má tedy za to, že závěr znalce APELEN, že tržní hodnota akcie v nominální hodnotě 1 000 Kč společnosti Mattoni ke 12. 11. 2005 činí částku 29 646 Kč, je mylný a špatně spočítaný, neboť nebyly použity přirážky, např. velikostní přirážka, která zásadně změní výsledek. Navíc tento znalec ani neověřoval vstupní data tak, aby je správně posoudil, neboť znalec, který dělá znalecký posudek, nemůže jenom vycházet z dat převzatých od jiného znalce, ale musí se sám s nimi vypořádat a nastudovat, vzít ze zdroje a poté nasadit na konkrétní metody výpočtu znaleckého úkolu, neboť toto se projeví v komplexní šíři. Nelze vzít jenom vytěžené informace, přičemž vytěžené informace bez jejich hlubšího studia a zjištění zdrojů, ze kterých bylo čerpáno, mohou negativně ovlivnit celý výsledek zkoumání, což se fakticky týká všech znaleckých posudků, které soud hodnotil výše, kromě znalce VŠE.

52. Soud by ještě rád připomněl a poukázal na znalecký posudek Deloitte Advisory s. r. o., který fakticky rozcupoval znalecký posudek APELEN Valuation s. r. o., neboť vychází z velmi omezených informací a analýz, když znalec Deloitte uzavřel„ že každý znalec může k ocenění stejné společnosti přistoupit jiným způsobem a výše jednotlivých parametrů ocenění se mohou mezi znalci lišit. Například zjištěná rizika, která jeden ze znalců zohlednil v korekci finančního plánu společnosti, může jiný znalec zohlednit ve výši diskontní sazby. Právě proto je nutné k ocenění přistupovat komplexně, tj. analyzovat všechny relevantní prameny ocenění“. Zde je právě to, co soud hodnotil v minulém odstavci a se závěry Deloitte se soud plně ztotožňuje. Tento znalec víceméně popřel znalecký posudek APELEN Valuation s. r. o. a soud odkazuje na odst. 15 (poměrně obsáhlý), v němž soud detailně popisuje, co zjistil ze znaleckého posudku Deloitte a v čem byl znalecký posudek APELEN vadný a s odkazem na tento odstaven a tam uvedené důvody soud nepovažuje znalecký posudek APELEN za relevantní, a to i z výše uvedených důvodů pro to, aby mohl být použit pro rozhodnutí v dané věci.

53. Co se týká znaleckého posudku ZÚP, tak soud k jeho výsledku taktéž úplně nemůže přihlédnout, a to zejména ke skutečnostem zjištěným z výslechu tohoto znalce (odst. 28 tohoto usnesení), když tento znalecký posudek je nedostatečně zpracován, je poměrně vytržen z kontextu, kdy si znalec bere některé věci, které bere za prokázané a ani je neověřuje. Například znalec neviděl důvod rozpracovávat rozdíly ohledně diskontní přirážky, pokud šla nahoru či dolů o 2%, přičemž by to ovšem ale znamenalo rozdíl ve výsledné ceně v řádech desítek procent. To je právě to, o čem soud hovořil výše, tedy o celé komplexnosti znaleckého posudku. Byť znalecké posudky byly provedeny ať soudem či účastníky v mnoha variantách, resp. v mnoha provedeních znalců, tak kromě VŠE ostatní znalci za velké peníze téměř nic nepředvedli. Sice nám předvedli matematiku, ale nepředvedli nám získávání informací a jejich promítnutí do závěrů znaleckého posudku tak, aby mohl být řádně použit pro dané řízení a byl bez výhrad.

54. Co se týká posudku PAS, který objednávala Mattoni, tak tento znalecký posudek popřel správnost znaleckého posudku ZÚP, když tam byly chyby v metodice, přičemž se jednalo pouze o kritiku jiného znaleckého posudku stejně jako u znalce Deloitte. Tedy účastník Mattoni vyhotovil dva znalecké posudky, které popírají znalecké posudky navrhovatelů a navrhovatelé vyhotovili jeden znalecký posudek, který zase popírá znalecký posudek účastníků, popř. soudu. To ovšem nic nemění na závěrech soudu o kvalitě jednotlivých znaleckých posudků. Tímto soud zhodnotil nejkomplexnější znalecké posudky, byť s jistými výhradami u některých z nich (kromě VŠE), když ostatní bylo uvedeno výše. Samostatnou kapitolou pro hodnocení soudu jsou znalecké posudky uvedené v odst. 22 – 26 tohoto usnesení, jenž obecně soud zhodnotil v odst. 27, na nějž tímto odkazuje a dodává, že tyto znalecké posudku popírají, resp. snaží se znevěrohodnit znalecké posudky, z nichž vychází soud a jenž má soud i za nejlepší, a to znalecký posudek VŠE. Nicméně tyto znalecké posudky (jedná se o ústav Expert Group s. r. o. objednatele obecného zmocněnce [jméno] [příjmení]) jsou fakticky nepoužitelné. Tento znalec ve svých dílčích znaleckých posudcích vždy dojde k nějaké hodnotě protiplnění pro minoritní akcionáře a ve svých znaleckých posudcích vždy vytýká vady, které jednotliví znalci, a to zejména VŠE, udělali. Ovšem chybí zde v jeho posudcích, jak k této částce znalec došel. Například u znaleckého posudku v odst. 25 je jmenovitá hodnota akcie 1 000 Kč ohodnocena výší přiměřeného protiplnění na částku 30 729 Kč. Ve znaleckém posudku ovšem není vůbec, jak znalec k tomu došel. Nejsou tam žádné výpočty, je to pouze tlachání a cucání si z prstu, a to znalec Vladimír Horák, který provedl dva znalecké posudky, a to posudek č. 412- 2022 z 21. 6. 2022 a č. 379- 2020 z 31. 8. 2020. Stejně tak soud musí hodnotit znalecké posudky ústavu Expert Group s. r. o., který mimo jiné přezkoumává ve svém posudku č. 30/366- 2020 (odst. 26) znalecké posudky PAS. Tento znalec došel k závěru o ceně, aniž by vycházel z dat, které by v tomto znaleckém posudku byly uvedeny. Znalec je absolutně nekritický k zjištění informací. K tomuto znaleckém posudku prostě nelze přihlédnout. Navíc převzal veškerá data, aniž by něco vyčísloval, aniž by hodnotil jednotlivé úkoly. Tento znalecký posudek a fakticky všechny, které nechal zpracovat obecný zmocněnec [příjmení], jsou absolutně nekonzistentní, nepřezkoumatelné, neobhajitelné, neboť v komplexu neobsahují logicky, jak znalci došli k výsledku, protože je nutné samozřejmě přezkoumávat i samotné vstupy, kterými se znalci obecného zmocněnce [příjmení] nikdy nezabývali, jak vyplývá z jejich znaleckých posudků a tudíž celou věc nevidí v souvislostech, a proto k jejich znaleckým posudkům nelze přihlížet. Jsou pro danou věc nepoužitelné a nevyvracejí znalecké posudky provedené výše. Soud samozřejmě rozumí tomu, že by asi bylo nákladné nechat pro obecného zmocněnce zpracovat veškeré znalecké posudky.

55. Soud ovšem rozhodl tak, jak uvedeno ve výroku I. tohoto usnesení, ze všech výše uvedených důvodů, když má za to, že výše přiměřeného protiplnění je 11 500 Kč. Tato částka byla poskytnuta minoritním akcionářům, kteří byli vytěsněni ze společnosti Ma, když soud, jak bylo uvedeno již výše, vycházel ze znalecký posudků VŠE, když k oběma datům, ke kterým byly zpracovány, došel znalec ke střední hodnotě jedné akcie o nominální hodnotě 1 000 Kč ve výši 11 125 Kč, resp. 11 565 Kč. Jelikož bylo vypořádání 11 500 Kč, má soud za to, že toto vypořádání je přiměřené, a to s ohledem na obě dvě výše, neboť k vypořádání došlo a je pouze právní otázkou, jestli toto vypořádání je přiměřené či nikoliv, o tom se soud již zmiňoval. Jestli je střední hodnota jedné akcie o nominální hodnotě 11 565 Kč nebo 11 125 Kč, je ve výsledku jedno. Není úkolem soudu řešit, jestli je tam rozdíl 50 Kč, 100 Kč nebo 1 000 Kč, pokud to vypořádání je přiměřené. V daném případě je hodnocení ke 12. 10. 2005 ve výši 11 565 Kč, tzn. je zde rozdíl 65 Kč, a dle názoru soudu tento rozdíl není rozdíl, který by měl vést soud k závěru, že částka 11 500 Kč poskytnutá na vypořádání v počátku by byla nepřiměřená. Pokud se týká o zjištění 11 125 Kč, tak zde je rozdíl 375 Kč ve prospěch minoritních akcionářů a i tento rozdíl kdyby byl opačně, by soud měl za to, že je přiměřený. Jak soud již několikrát uvedl, není úkolem vypořádat spor minoritních akcionářů s většinovým akcionářem, který minoritní akcionáře vytěsní přesně na korunu, je důležité, aby toto vytěsnění bylo nahrazeno penězi a to bylo přiměřené. V daných intencích má soud za to, že pravidlo určené v zákoně bylo naplněno a minoritní akcionáři vytěsnění z Mattoni byli přiměřeně„ odškodněni“. Proto soud rozhodl tak, jak uvedeno ve výroku I. tohoto rozhodnutí.

56. Výrok II. tohoto usnesení je odůvodněn tím, že navrhovatel a) neakceptoval vyrovnání, resp. přiměřenost protiplnění za jednu akcii společnosti KMV, jak byla nabídnuta RBV, přičemž výše přiměřeného protiplnění je uvedena soudem ve výroku I. tohoto usnesení. Jelikož navrhovatel a) toto neakceptoval a požadoval ve svém žalobním návrhu úrok z prodlení z nevyplaceného vyrovnání, když doposud částka 11 500 Kč za každou akcii ve výši 1 000 Kč nebyla navrhovateli a) vyplacena.

57. Co se týká výroku III. tohoto usnesení, zde soud tento dílčí návrh zamítl, neboť shledal, a již se o tom soud zmiňoval i výše, jako nedůvodné, aby docházelo ke zveřejňování jakékoliv informace osob ze seznamu akcionářů KMV, tak jak požadoval navrhovatel a) ve výroku IV. žalobního petitu. Však vyplývá z § 183k odst. 3 obch. zákoníku, není tato povinnost v rámci českého práva a soud nemá důvodu, aby zde něco rozšiřoval ani vzhledem k praxi u ostatních soudů. Soud vyložil paragrafy, kterými se řídil při rozhodování soudu, a to v odst. 32 – 42, když jsou to veškeré relevantní paragrafy obch. zákoníku použitelné pro daný případ a z žádného nevyplývá tato povinnost, kterou požadoval navrhovatel a) v žalobním petitu pod bodem IV., a proto soud tuto část žaloby zamítl jako nedůvodnou.

58. Výrok VI. tohoto usnesení je odůvodněn ust. § 148 odst. 1 o. s. ř., když stát má podle výsledku řízení proti účastníkům právo na náhradu nákladů řízení, které platil, pokud u nich nejsou předpoklady pro osvobození od soudních poplatků.

59. V daném případě soud hradil celkově na nákladech řízení 105 976 Kč, a to za znalecký posudek. Zbylé náklady, které platil soud, byly placeny ze záloh navrhovatelů, a to v celkové výši 17 902 Kč, přičemž navrhovatelé složili na zálohách 62 000 Kč. Po odečtení 17 902 Kč z celkově složených záloh zbývala částka 44 098 Kč na zálohách, kterou soud odečetl od státem placeného znaleckého posudku ve výši 105 976 Kč, tudíž celková částka, která je hrazena státem a nebyla dosud pokryta zálohami, je ve výši 61 878 Kč. Jelikož byli navrhovatelé neúspěšní, uložil jim soud povinnost zaplatit tyto náklady společně a nerozdílně.

60. Výrok V. tohoto usnesení je odůvodněn ust. § 142 odst. 1 o. s. ř., když soud přiznal úspěšnému účastníkovi náhradu nákladů řízení ve výši 282 237,50 Kč, která se skládá ze 42 společných úkonů po 3 100 Kč snížených o 20% z důvodu, že jeden advokáta zastupoval dva účastníky, tedy v celkové výši 104 160 Kč, 9 úkonů po 3 100 Kč (když již byl tento účastník zastoupen samostatným advokátem), tj. 27 900 Kč, cestovného za 12 cest, přičemž je účtována pouze jedna cesta v plné výši ve výši 1 065,65 Kč za rok 2007, ostatních 11 cest, přičemž v roce 2012 se jednalo o 2 cesty, 2019 o 4 cesty, 2020 o 2 cesty, 2022 o 3 cesty, celkem cestovné 12 616,46 Kč je účtováno v ½ ve výši 6 308,23 Kč (druhá jde za Mattoni), tedy je v celkové výši 7 373,90 Kč, náhrady za promeškaný čas v rozsahu 8 cest po 1,5 hodiny, tj. 48 půlhodin, a účtováno pouze polovinou (druhá jde za Mattoni), tj. celkem 2 400 Kč, dále 24 půlhodin nekrácených za 2 400 Kč, 51 režijních paušálů po 300 Kč, tj. 15 300 Kč, náklady znaleckého posudku ve výši 90 750 Kč a 21% DPH z částky 152 160 Kč, tedy 31 953,60 Kč, celkem tedy 282 237,50 Kč Tyto náklady jsou v tomto výroku uloženy pouze navrhovateli a) a jelikož nerozhodl o celém předmětu řízení, bude vydán doplňující rozsudek, kde bude tato povinnost uložena i ostatním navrhovatelům, takže navrhovatelé to budou muset platit společně a nerozdílně.

61. Výrok IV. tohoto usnesení je odůvodněn ust. § 142 odst. 1 o. s. ř., kdy tento účastník, tedy Mattoni 1873 a.s., IČ 14706725, Horova 1361/3, 360 01 Karlovy Vary, byl ve věci plně úspěšný, proto mu soud přiznal na náhradě nákladů řízení částku 687 562,43 Kč za 42 společných úkonů spolu s dalším účastníkem, tedy zde se snižuje odměna o 20%, tj. celkově náklady jsou 104 160 Kč, jeden úkon po 1 960 Kč, tedy dle AT do 31. 8. 2006, a to vyjádření z 12. 1. 2006, 7 úkonů po 3 100 Kč za vyjádření ze dne 20. 2. 2022, účast na jednání 28. 2. 2022, 4. 4. 2022, účast na jednání 28. 2. 2022, 4. 4. 2022 a 24. 6. 2022, závěrečný návrh z 21. 3. 2022, sdělení ze dne 28. 3. 2022 a vyjádření ze dne 4. 4. 2022, tj. 21 700 Kč, cestovné celkem 11 cest, přičemž v roce 2012 se jednalo o 2 cesty, 2019 o 4 cesty, 2020 o 2 cesty, 2022 o 3 cesty, celkem cestovné 12 616,46 Kč a účtováno v ½ ve výši 6 308,23 Kč, dále náhrada za promeškaný čas účtováno ½ u 48 půlhodin po 100 Kč, tj. 2 400 Kč, a 3 cesty po 1,5 hodin, tj. 18 půlhodin po 100 Kč, tj. 1 800 Kč, režijní paušál za 50 úkonů po 300 Kč, tj. 15 000 Kč, náklady na znalecký posudek VŠE 90 750 Kč (jedná se o ½ nákladů tohoto znaleckého posudku), dále znalecký posudek PAS 412 610 Kč a 21% DPH ve výši 30 874,20 Kč, náklady tedy celkem 687 562,43 Kč.

Poučení:

Proti tomuto usnesení lze podat odvolání ve lhůtě 15 dnů od jeho doručení k Vrchnímu soudu v Praze prostřednictvím soudu podepsaného, a to ve dvojím vyhotovení.

Nesplní-li navrhovatelé řádně a včas povinnosti uložené jim tímto usnesením v uvedených lhůtách, mohou se účastníci Mattoni 1873 a. s., IČ 14706725, a Ronaldsay B.V., IČ 33278100, a Česká republika domáhat svého nároku prostřednictvím exekuce či výkonu rozhodnutí.

Plzeň 24. 6. 2022

Mgr. Michal Reitspies v. r.
samosoudce