



ČESKÁ
NÁRODNÍ BANKA
NA PŘÍKOPĚ 28
115 03 PRAHA 1
Sekce licenčních a sankčních řízení

Právní moc rozhodnutí
Dne 23. 10. 2020

V Praze dne 23. 10. 2020
Ing. Aleš Pavlíček
podepsáno elektronicky

V Praze dne 22. října 2020
Č. j. 2020/130962/CNB/570
Sp. zn. S-Sp-2020/00068/CNB/572
Počet stran: 6

ROZHODNUTÍ

Česká národní banka jako orgán dohledu nad finančním trhem podle zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, orgán dohledu nad kapitálovým trhem podle zákona č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů a orgán příslušný k rozhodnutí podle § 391 zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích), ve znění pozdějších předpisů rozhodla ve správním řízení vedeném podle zákona č. 500/2004 Sb., správní řád, ve znění pozdějších předpisů o žádosti společnosti **PFNonwovens Holding s.r.o.**, IČO 04607341, se sídlem Hradčanské náměstí 67/8, Hradčany, 118 00 Praha 1, právně zastoupené Mgr. Janem Kolářem, advokátem se sídlem Na Dionysce 1754/6, Praha 6 - Dejvice, PSČ 160 00, **o udělení předchozího souhlasu podle § 391 odst. 1 zákona o obchodních korporacích k přijetí rozhodnutí valné hromady společnosti PFNonwovens a.s., IČO 06711537, se sídlem Hradčanské náměstí 67/8, Hradčany, 118 00 Praha 1, o přechodu všech ostatních účastnických cenných papírů na hlavního akcionáře**, která byla České národní bance doručena dne 9. září 2020, takto:

Souhlas podle § 391 odst. 1 zákona o obchodních korporacích k přijetí rozhodnutí valné hromady společnosti PFNonwovens a.s., IČO 06711537, se sídlem Hradčanské náměstí 67/8, Hradčany, 118 00 Praha 1, o přechodu všech ostatních účastnických cenných papírů na společnost PFNonwovens Holding s.r.o., IČO 04607341, se sídlem Hradčanské náměstí 67/8, Hradčany, 118 00 Praha 1, jako hlavního akcionáře,

se uděluje.

ODŮVODNĚNÍ

- (1) Účastník řízení dne 9. září 2020 doručil České národní bance žádost podle § 391 zákona o obchodních korporacích o udělení souhlasu k přijetí rozhodnutí valné hromady společnosti PFNonwovens a.s. (dále jen „**Společnost**“) o přechodu všech ostatních účastnických cenných papírů této společnosti na účastníka řízení jako hlavního akcionáře (dále jen „**vytěsnění**“).
- (2) Podle § 375 zákona o obchodních korporacích je hlavním akcionářem akcionář, který vlastní ve společnosti akcie, jejichž souhrnná jmenovitá hodnota činí alespoň 90 %

základního kapitálu společnosti, na něž byly vydány akcie s hlasovacími právy, a s nimiž je spojen alespoň 90% podíl na hlasovacích právech ve společnosti.

(3) Základní kapitál Společnosti činí 10 867 185,16 Euro a je rozvržen na 8 763 859 kmenových akcií na jméno vydaných jako zaknihované cenné papíry, každá o jmenovité hodnotě 1,24 Euro, ISIN LU0275164910 (dále jen „**Akcie**“). Účastník řízení je podle předložených kopií výpisů z majetkových účtů vlastníkem Akcií představujících 90,00027% podíl na základním kapitálu a hlasovacích právech Společnosti. Účastník řízení tedy je ve smyslu § 375 zákona o obchodních korporacích hlavním akcionářem Společnosti.

(4) Akcie jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu organizovaném Burzou cenných papírů Praha, a.s., takže se vyžaduje předchozí souhlas České národní banky k přijetí rozhodnutí valné hromady Společnosti o vytěsnění. Současně jsou v České republice Akcie obchodovány též v mnohostranném obchodním systému provozovaném společností RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů a.s. (dále společně jen „**trhy cenných papírů**“).

(5) Podle § 392 zákona o obchodních korporacích se v daném případě nevyžaduje k doložení přiměřenosti protiplnění znalecký posudek. Této možnosti účastník řízení využil a odůvodnil navrhovanou výši protiplnění sám mimo jiné pomocí zdůvodnění zpracovaného s přihlédnutím k požadavkům uvedeným v uveřejněném dokumentu České národní banky „*Informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrh smlouvy a vytěsnění*“, jež tvoří přílohu č. 9 žádosti (dále jen „**Zdůvodnění**“).

(6) Podle § 391 odst. 2 zákona o obchodních korporacích posuzuje Česká národní banka, zda hlavní akcionář řádně zdůvodnil navrhovanou výši protiplnění, které má být přiměřené. Jelikož v rámci soudního přezkumu přiměřenosti protiplnění již byla stanovena některá kritéria pro posouzení přiměřenosti protiplnění, je namíste požadovat, aby jejich zohlednění bylo součástí řádného zdůvodnění předkládaného České národní bance. Konkrétně z ustálené judikatury Nejvyššího soudu¹ vyplývá, že

1. základem pro stanovení výše přiměřeného protiplnění je obvykle hodnota podniku společnosti, k jejímž posouzení jsou nezbytné odborné znalosti;
2. s ohledem na požadavek přiměřenosti (spravedlnosti) nesmí být protiplnění zásadně nižší, než tržní cena dotčených účastnických cenných papírů v době předcházející vytěsnění, lze-li ji objektivně určit;
3. přiměřené protiplnění zásadně nesmí být nižší, než činila kupní cena, za kterou hlavní akcionář nabyl účastnické cenné papíry bezprostředně předtím, než požádal o svolání valné hromady.

(7) Účastník řízení v souladu s výše uvedeným zdůvodňuje navržené protiplnění ve výši 719,50 Kč za Akcii následujícími způsoby:

1. průměrnou cenou obchodů s Akciemi,
2. nabývací cenou za Akcie, a
3. tržní hodnotou Akcie stanovenou třífázovou metodou diskontovaných volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele (DCF Entity).

(8) Průměrná cena ve výši 625,99 Kč byla stanovena vzhledem k obchodování Akcií na trzích cenných papírů pomocí služby Centrálního depozitáře cenných papírů, a.s., jejímž výstupem je průměrná cena z obchodů uskutečněných na těchto trzích v období 6 měsíců před podáním

¹ Viz např. 29 Cdo 3024/2016.

žádosti k České národní bance, tj. konkrétně za období 4. března 2020 až 3. září 2020. Česká národní banka nevidí racionální důvod pochybovat o tom, že se jedná o objektivně určenou tržní cenu Akcií. Ani ohledně postupu jejího stanovení nevznikají důvodné pochybnosti, když ten se inspiruje právní úpravou určení protiplnění v povinné nabídce převzetí (viz § 43 odst. 3 zákona č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí a o změně některých dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů – dále jen „**zákon o nabídkách převzetí**“).

(9) Účastník řízení nabyl Akcie Společnosti v období 12 měsíců před podáním žádosti k České národní bance (7. září 2019 až 7. září 2020) za nejvyšší jednotkovou cenu 719,50 Kč. Při stanovení délky období relevantního pro určení rozhodné nabývací ceny lze podle názoru České národní banky vycházet z institutu tzv. prémiové ceny upraveného v § 43 odst. 3 zákona o nabídkách převzetí, když právě tato právní úprava vedla Nejvyšší soud k závěru, že přiměřené protiplnění při vytěsnění zásadně nesmí být nižší, než činila kupní cena, za kterou hlavní akcionář nabyl účastnické cenné papíry bezprostředně předtím, než požádal o svolání valné hromady rozhodující o vytěsnění. Současně Nejvyšší soud doplnil, že za spravedlivý lze požadavek na přihlídnutí k prémiové ceně považovat zásadně tehdy, bylo-li jí dosaženo v období bezprostředně předcházejícím žádosti hlavního akcionáře o svolání valné hromady rozhodující o vytěsnění, obdobně jako je tomu v případech povinné nabídky převzetí, takže premiová cena dosažená např. několik let před zahájením procesu vytěsnění zpravidla význam pro posouzení přiměřenosti protiplnění mít nebude.

(10) Česká národní banka v té souvislosti považuje za vhodné zmínit, že v době řízení o žádosti obdržela celou řadu podnětů drobných akcionářů Společnosti dovolávajících se pro účely stanovení přiměřeného protiplnění zohlednění dobrovolné nabídky převzetí učiněné v roce 2017 hlavním akcionářem (tehdy R2G Rohan Czech s.r.o.) za cenu 1010 Kč za Akcii. Česká národní banka však nenalezla pro takto extenzivní pohled na vymezení relevantního období pro určení rozhodné nabývací ceny oporu.

(11) Za prvé v daném případě od konce dobrovolné nabídky převzetí z roku 2017 uplynuly již 3 roky, tedy období několika- až mnohonásobně převyšující právní úpravou předvídané maximální časové úseky pro stanovení přiměřeného protiplnění při vytěsnění, resp. při nabídkách převzetí:

1. § 393 odst. 1 a 3 zákona o obchodních korporacích stanoví dobu 3 měsíců od konce doby závaznosti (předchozí) povinné nabídky převzetí pro uplatnění fikce přiměřenosti protiplnění z takové nabídky převzetí;
2. § 43 odst. 3 zákona o nabídkách převzetí stanoví období 12 měsíců před vznikem nabídkové povinnosti v souvislosti s určením tzv. prémiové ceny, resp. 6 měsíců při určení průměrné ceny;
3. Česká národní banka může změnit výši protiplnění v povinné nabídce převzetí tak, aby byla přiměřená, mimo jiné tehdy, pokud podle § 44 odst. 1 písm. d) zákona o nabídkách převzetí došlo u cílové společnosti v posledních 12 měsících k významné změně její ekonomické situace;
4. konečně v případě rozhodování o změně výše protiplnění Česká národní banka zohlední podle § 44 odst. 2 písm. b) zákona o nabídkách převzetí mimo jiné aktuální tržní kurz na regulovaném trhu, což je zjevně „opačný“ přístup než zohlednění 3 roky staré ceny z nabídky převzetí.

(12) Za druhé Nejvyšší soud výslovně uvedl, že premiová cena dosažená např. několik let před zahájením procesu vytěsnění zpravidla význam pro posouzení přiměřenosti protiplnění mít nebude. Zde diskutované 3 roky zjevně představují několik let.

(13) Za třetí je třeba brát v potaz, že v daném případě byla dobrovolná nabídka převzetí adresována všem tehdejšími akcionářům, kteří tak měli možnost na uvedené ceně „participovat“, tj. své akcie za tuto cenu prodat, přičemž valná většina z nich tak učinila. Jeví se proto jako diskutabilní, zda by bylo v souladu s principem rovného zacházení, ale i s obecně chápanými principy spravedlnosti, pokud by tímto způsobem mohli ve společnosti zbývající drobní akcionáři profitovat z historické nabídky převzetí s tím, že po dobu několika následujících let budou mít možnost dovolávat se dle okolností (tj. bude-li to pro ně zrovna cenově výhodné) v ní nabídnuté ceny pro účely případného vytěsnění.

(14) V rámci Zdůvodnění odhadl hlavní akcionář tržní hodnotu jedné Akcie k 30. 6. 2020 na částku 670 Kč. Odhad byl proveden třífázovou metodou diskontovaných volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele (DCF Entity) a pro ověření jejího výsledku byly aplikovány také metody založené na tržním porovnání – metoda tržních násobků a metoda transakčních násobků. Tržní hodnota jedné Akcie byla ve všech případech stanovena jako alikvótní podíl na tržní hodnotě čistého obchodního majetku Společnosti.

(15) Částka 670 Kč byla stanovena při horní hranici intervalu výsledků metody DCF (614 – 674 Kč) a metody tržních násobků (614 – 678 Kč). Metodě transakčních násobků (736 – 813 Kč) hlavní akcionář přisoudil pouze doplňkovou funkci s tím, že v obecné rovině popsal její nedostatky, s čímž lze souhlasit – metoda transakčních násobků skutečně bývá v ČR používána zpravidla jako doplňková k metodám výnosovým. Navíc platí, že se navržená výše protiplnění nachází zhruba v polovině intervalu vymezeného výsledky všech metod, což lze interpretovat jako částečné zohlednění výsledku metody transakčních násobků.

(16) K výnosovému ocenění Česká národní banka dále uvádí vybraná zjištění zásadnější povahy.

(17) Ve strategické analýze je na první pohled patrná jistá nevyváženost. Zatímco silné stránky Společnosti jsou zmíněny jen ve dvou odstavcích, celý zbytek textu strategické analýzy (na stranách 2 – 8) je věnován výčtu rizik či slabých stránek. Pro komplexnější pohled na aktuální situaci Společnosti, včetně silných stránek a strategie do budoucna, lze nicméně využít její výroční zprávu, na kterou se hlavní akcionář odkazuje. Podstatná je pak skutečnost, že samotný finanční plán použitý pro výnosové ocenění již působí vyváženě (viz níže).

(18) Z finanční analýzy vyplývá, že existence Společnosti není bezprostředně ohrožena. V závěrečném shrnutí nicméně hlavní akcionář věcně správně upozorňuje na skutečnost, že Společnost investovala značné prostředky do svého dlouhodobého majetku, aniž by se to promítlo do nárůstu ziskové marže či rentability kapitálu - zisková marže (ať už na úrovni EBITDA nebo EBIT) ani rentabilita kapitálu v posledních cca 10 letech žádnou růstovou tendenci nevykazovaly, přičemž v případě EBIT marže a rentability kapitálu lze dokonce hovořit o mírně klesajícím trendu.

(19) Finanční plán je sestaven do roku 2034 a jeho předpoklady lze hodnotit (některé ve znění doplnění – viz příloha F Zdůvodnění) jako vyhovující obvyklým postupům a zjištěným okolnostem. V návaznosti na výše zmíněnou strategickou analýzu lze zdůraznit, že finanční plán počítá se zvrácením dosavadního negativního trendu ve vývoji rentability, což mj. znamená, že návratnost plánovaných rozšiřovacích investic bude ve srovnání s minulostí výrazně vyšší a přesáhne i návratnost očekávanou trhem (WACC).

(20) Diskontní míra byla stanovena v jednotné výši (8,1 %) pro celé budoucí období, a to na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC), což je konzistentní se zvolenou metodou ocenění Společnosti (DCF Entity). Všechny vstupní parametry výpočtu diskontní míry byly odvozeny z tržních dat.

(21) Jediným problematickým parametrem se jevila tzv. přírážka za malou tržní kapitalizaci ve výši 3,2 %, která je součástí nákladů na vlastní kapitál a byla hlavním akcionářem odvozena z kapitálového trhu v USA. Česká národní banka totiž v minulosti (2013) nesouhlasila s její aplikací bez provedení úpravy zohledňující obecně nižší velikost (tržní kapitalizaci) společností v tuzemsku či ve středoevropském regionu oproti USA. Poukazovala přitom na dva články publikované v časopise *Odhadce a oceňování majetku* v letech 2008 a 2009, jež se pokoušely o provedení takových úprav a stanovení odpovídajících upravených přírážek. Na tyto skutečnosti byl účastník řízení upozorněn dne 22. září 2020.

(22) Vyjádření účastníka řízení k problematice úpravy přírážky za malou tržní kapitalizaci obdržela Česká národní banka dne 25. září 2020 (v podrobnostech viz příloha E Zdůvodnění). Za klíčový z něj lze považovat poukaz na provázanost mezi způsobem odvození rizikové premie kapitálového trhu a přírážky za malou tržní kapitalizaci stejně jako skutečnost, že nyní se s odstupem více než 10 let ukazuje, že dotčené články podle všeho představují ojedinělé příspěvky, jež nevyvolaly žádný hmatatelný ohlas v tuzemské oceňovací praxi ani odborné literatuře, kam se jejich závěry nepromítly. Je-li podle soudní judikatury² akceptovatelný takový způsob ocenění, který je založen na běžně používaných oceňovacích metodách a praktikách, i když třeba tyto nejsou jednoznačně přijímány ve vědecké diskusi, pak se lze s ohledem na výše uvedené domnívat, že zmíněné články věnující se úpravě přírážky za malou tržní kapitalizaci takový status nezískaly, a aktuálně tak není rozumný důvod trvat na aplikaci jejich závěrů.

(23) Česká národní banka následně prodloužila dne 1. října 2020 lhůtu pro vydání rozhodnutí o 15 pracovních dnů do 22. října 2020 a současně požádala účastníka řízení o doplňující vyjádření jak k použité přírážce za malou tržní kapitalizaci, tak i k některým dalším bodům Zdůvodnění.

(24) Odpovídající reakce byla doručena dne 12. října 2020 (v podrobnostech viz příloha F Zdůvodnění) a lze ji hodnotit jako uspokojivou. Ohledně otázky, zda a do jaké míry může použitá přírážka za malou tržní kapitalizaci odrážet (v průměru) omezenou či sníženou likviditu „malých společností“ v porovnání s likviditou společností „velkých“ (měřeno obvykle tržní kapitalizací) Česká národní banka považuje za podstatné, že podle jí dostupného zdroje³ jednoznačná odpověď není známa. Nadto, i kdyby bylo možné přesvědčivě usuzovat, že přírážka za malou tržní kapitalizaci odráží sníženou likviditu „malých společností“, zůstává nevyjasněnou otázkou, zda by se svojí povahou jednalo o (dle soudní judikatury) nepřipustnou přírážku na úrovni akcionáře, když přírážka za malou společnost je obvykle chápána jako přírážka na úrovni podniku jako celku a navíc ani soudy deklarovaná nepřipustnost přírážky na úrovni akcionáře není absolutní (s ohledem na konkrétní okolnosti případu může výjimečně existovat pro použití přírážky racionální důvod).

(25) S ohledem na výše uvedené nejasnosti založila Česká národní banka své rozhodnutí na tom, že přírážku za malou tržní kapitalizaci (či obecně menší velikost) akceptuje odborná literatura z oblasti oceňování podniku, a to i od českých autorů – viz hlavním akcionářem zmiňovaná kniha vydaná kolektivem prof. Maříka. Mezi odbornou veřejností sice existují i oponenti, kteří používání přírážky za malou tržní kapitalizaci odmítají, jak např. upozorňuje ve své knize věnované právním aspektům oceňování podniku P. Zima⁴, nicméně samotná

² III. ÚS 647/15

³ <https://www.duffandphelps.com/-/media/assets/pdfs/publications/valuation/2013-risk-premium-report-excerpt-dp.ashx>, s. 27 až 40.

⁴ ZIMA, P. *Oceňování podniků v právní praxi*. 1. Vydání. Praha: C. H. Beck, 2016. 272 s. ISBN 978-80-7400-623-4.

skutečnost, že určitý oceňovací postup je kontroverzní ještě neznamená, že je neakceptovatelný pro účely stanovení hodnoty podniku jako celku. Podpůrně lze rovněž poukázat na to, že výše použité přírážky odpovídá orientačnímu rozpětí uváděnému citovanou odbornou literaturou (3,2 % sice mírně převyšují horní hranici 3 %, je ale třeba mít na paměti, že navrhovaná výše protiplnění 719,50 Kč převyšuje výsledek výnosového ocenění o cca 75 Kč). Česká národní banka tedy uzavírá, že předložené Zdůvodnění včetně jeho příloh A – F, jak bylo doručeno dne 22. října 2020, lze považovat podle § 391 odst. 2 zákona o obchodních korporacích za řádné.

(26) Vzhledem k výše uvedenému rozhodla Česká národní banka tak, jak je uvedeno ve výroku tohoto rozhodnutí.

POUČENÍ

Proti tomuto rozhodnutí lze podle § 152 odst. 1 správního řádu podat rozklad u České národní banky, Na Příkopě 28, 115 03 Praha 1, a to prostřednictvím sekce licenčních a sankčních řízení. Lhůta pro podání rozkladu činí 15 dnů ode dne doručení rozhodnutí. O rozkladu proti rozhodnutí České národní banky rozhoduje bankovní rada České národní banky.

Ing. Ondřej Huslar
náměstek ředitele
sekce licenčních a sankčních řízení
podepsáno elektronicky

Ing. Ladislav Slaník
ředitel
odbor cenných papírů a regulovaných trhů
podepsáno elektronicky

Doručuje se (prostřednictvím datové schránky):

Mgr. Jan Kolář, zmocněný advokát se sídlem Na Dionysce 1754/6, Praha 6 - Dejvice,
PSČ 160 00 (ID datové schránky: y83mwde)

Doložka konverze na žádost do dokumentu v listinné podobě

Tento dokument v listinné podobě, který vznikl pod pořadovým číslem 133058264-16572-201023132056 převedením z dokumentu obsaženého v datové zprávě, skládajícího se z 6 listů, se shoduje s obsahem dokumentu, jehož převedením vznikl.

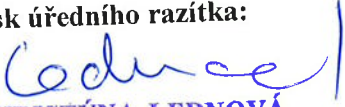
Autorizovanou konverzí dokumentu se nepotvrzuje správnost a pravdivost údajů obsažených v dokumentu a jejich soulad s právními předpisy.

Vstupní dokument obsažený v datové zprávě byl podepsán kvalifikovaným elektronickým podpisem a platnost kvalifikovaného elektronického podpisu byla ověřena dne 23.10.2020 v 13:20:40. Kvalifikovaný elektronický podpis byl shledán platným (dokument nebyl změněn) a ověření platnosti kvalifikovaného certifikátu pro elektronický podpis bylo provedeno vůči zveřejněnému seznamu zneplatněných certifikátů vydanému k datu 23.10.2020 12:41:48. Údaje o kvalifikovaném elektronickém podpisu: číslo kvalifikovaného certifikátu pro elektronický podpis 01 52 EC 90, kvalifikovaný certifikát pro elektronický podpis byl vydán kvalifikovaným poskytovatelem služeb vytvářejících důvěru PostSignum Qualified CA 4, Česká pošta, s.p. pro podepisující osobu Ing. Aleš Pavlíček, 3932, Česká národní banka. Uznávaný elektronický podpis byl označen platným kvalifikovaným časovým razítkem nebo kvalifikovaným elektronickým časovým razítkem vydaným kvalifikovaným poskytovatelem. Platnost časového razítka byla ověřena dne 23.10.2020 v 13:20:40. Údaje o časovém razítku: datum a čas 23.10.2020 10:49:17, číslo kvalifikovaného certifikátu pro časové razítko 01 40 71 43, časové razítko bylo vydáno kvalifikovaným poskytovatelem PostSignum Qualified CA 5, Česká pošta, s.p.

Vystavil: Březina Aleš - notář
Pracoviště: JUDr. Březina Aleš - notář
V Praze dne 23.10.2020

Jméno, příjmení a podpis osoby, která autorizovanou konverzi dokumentu provedla:
KRISTÝNA LEDNOVÁ

Otisk úředního razítka:


KRISTÝNA LEDNOVÁ
notářská tajemnice
pověřená notářem



Poznámka:

Kontrolu této doložky lze provést v centrální evidenci doložek přístupné způsobem umožňujícím dálkový přístup na adrese <https://www.czechpoint.cz/overovacidolozky>.