

V Praze dne 1. prosince 2021

Č. j. 2021/121698/CNB/570

Sp. zn. S-Sp-2021/00093/CNB/572

Počet stran: 7

ROZHODNUTÍ

Česká národní banka jako orgán dohledu nad finančním trhem podle zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, orgán dohledu nad kapitálovým trhem podle zákona č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů a orgán příslušný k rozhodnutí podle § 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 **PPF Telco B.V.**, se sídlem Amsterdam, Nizozemsko, a adresou Strawinskylaan 933, 1077XX Amsterdam, Nizozemsko, zapsané v Holandském obchodním rejstříku pod identifikačním číslem 65167902, **o udělení předchozího souhlasu podle § 391 odst. 1 zákona o obchodních korporacích k přijetí rozhodnutí valné hromady společnosti O2 Czech Republic a.s., IČO 60193336, se sídlem Praha 4 – Michle, Za Brumlovkou 266/2, PSČ 140 22, o přechodu všech ostatních účastnických cenných papírů této společnosti na hlavního akcionáře, která byla České národní bance doručena dne 18. listopadu 2021, takto:**

Souhlas podle § 391 odst. 1 zákona o obchodních korporacích k přijetí rozhodnutí valné hromady společnosti O2 Czech Republic a.s., IČO 60193336, se sídlem Praha 4 – Michle, Za Brumlovkou 266/2, PSČ 140 22, o přechodu všech ostatních účastnických cenných papírů na společnost PPF Telco B.V., se sídlem Amsterdam, Nizozemsko, a adresou Strawinskylaan 933, 1077XX Amsterdam, Nizozemsko, zapsanou v Holandském obchodním rejstříku pod identifikačním číslem 65167902, jako hlavního akcionáře,

se uděluje.

ODŮVODNĚNÍ

(1) Účastník řízení dne 18. listopadu 2021 doručil České národní bance žádost podle § 391 zákona o obchodních korporacích o udělení předchozího souhlasu k přijetí rozhodnutí valné hromady společnosti O2 Czech Republic a.s., IČO 60193336 (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 3 008 821 570 Kč a je rozvržen na 300 882 147 kmenových akcií na jméno vydaných jako zaknihované cenné papíry, každá o jmenovité hodnotě 10 Kč, ISIN CZ0009093209 (dále jen „**Akcie**“), a na jednu kmenovou akcii na jméno vydanou jako zaknihovaný cenný papír o jmenovité hodnotě 100 Kč, ISIN CZ0008467115. Účastník řízení je podle svého prohlášení a předložených výpisů z účtů majitelem vlastním 272 347 616 Akcií a rovněž jedné akcie ve jmenovité hodnotě 100 Kč, přičemž počet hlasů se řídí jmenovitou hodnotou akcií, tj. na Akcii připadá jeden hlas a na akcii o jmenovité hodnotě 100 Kč připadá 10 hlasů. Z toho plyne, že účastník řízení má 90,5% podíl na základním kapitálu a hlasovacích právech Společnosti. Účastník řízení tedy je ve smyslu § 375 zákona o obchodních korporacích hlavním akcionářem Společnosti.

(4) V České republice jsou Akcie Společnosti přijaty k obchodování na regulovaných trzích organizovaných společnostmi Burza cenných papírů Praha, a.s. (dále jen „**BCPP**“), a RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů a.s. (BCPP a RM-SYSTÉM dále společně „**Regulované trhy**“), takže se vyžaduje předchozí souhlas České národní banky k přijetí rozhodnutí valné hromady Společnosti o vytěsnění.

(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 pomocí vlastního zdůvodnění a jeho příloh (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 hodnotě Akcií ke dni přechodu vlastnického práva na hlavního akcionáře. Jelikož v rámci soudního přezkumu přiměřenosti protiplnění již byla stanovena některá kritéria pro posouzení přiměřenosti protiplnění, je namísto 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 jejímuž 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;

¹ Viz např. 29 Cdo 3024/2016.

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 ve smyslu výše uvedeného považuje navržené protiplnění v částce **270 Kč** za Akcii za přiměřené, protože je vyšší než:

1. nejvyšší kupní cena za Akcie,
2. průměrná cena obchodů s Akciemi na evropských regulovaných trzích, a
3. hodnota Akcie stanovená pomocí oceňovacích metod.

K tomu se Česká národní banka jednotlivě vyjadřuje dále.

Kupní cena za Akcie

(8) Účastník řízení považuje za relevantní období pro zohlednění nejvyšší kupní ceny za Akcie období 12 měsíců před podáním žádosti k České národní bance, tj. od 16. listopadu 2020 do 16. listopadu 2021. Současně nicméně pro vyloučení pochybností doplňuje, že zjištění ohledně nejvyšší kupní ceny platí i pro období 12 měsíců před datem 23. června 2021 – fakticky tak bylo zohledněno období téměř 17 měsíců před podáním žádosti.

(9) Česká národní banka již v minulosti uvedla², že právě období 12 měsíců před podáním žádosti o předchozí souhlas lze považovat za nezbytné minimum, které v tomto případě bylo naplněno, resp. i překročeno. V tom smyslu tak lze účastníkem řízení vymezené období hodnotit jako vyhovující.

(10) Podle svého prohlášení nabyl účastník řízení Akcie ve vymezeném období nejvýše za (jednotkovou) cenu **264 Kč**. Za tím účelem doložil potvrzení vydané společností PPF banka a.s., IČO 47116129, ze dne 16. listopadu 2021, že v období od 23. června 2020 do data potvrzení nenabyl účastník řízení ani jiná osoba ze skupiny PPF Akcie za cenu vyšší než 264 Kč, a to u obchodů obstarávaných právě PPF bankou pro příslušného klienta. Lze proto souhlasit s účastníkem řízení, že navržené protiplnění 270 Kč za Akcii převyšuje takto určenou nejvyšší kupní cenu, a tudíž se v tom smyslu jeví jako přiměřené.

Průměrná cena Akcií

(11) Akcie Společnosti jsou aktuálně přijaty k obchodování na prestižním segmentu regulovaného trhu BCPP, který má obchodní označení Prime Market a který sama burza popisuje ve zkratce takto: „*Prime Market je elitní burzovní trhu pro bluechip emise.*“ Jinými slovy je to trh určený pro obchodování největších a nejprestižnějších emisí akcií českých i zahraničních společností. Akcie Společnosti rovněž vstupují do báze rodiny indexů PX, které představují oficiální cenový index s váženým poměrem nejlikvidnějších akcií obchodovaných na BCPP. Akcie Společnosti jsou dále obchodovány s podporou likvidity ze strany tzv. tvůrců trhu, kterých na této emisi působí šest. Trh BCPP podle výpočtů ESMA³ představuje pro Akcie tzv. nejrelevantnější trh z hlediska likvidity v EU. Nepřekvapí tedy ani to, že se Společnost těší zájmu analytiků, když ji analyticky pokrývá 8 bank a obchodníků s cennými papíry včetně zahraničních.

(12) Již výše uvedené nezavdává pochyb o tom, že Akcie byly a jsou aktivně obchodovány na příslušném trhu BCPP, a že tedy lze průměrnou cenu důvodně použít jako kritérium přiměřenosti navrženého protiplnění.

² Rozhodnutí ze dne 22. října 2020 č. j. 2020/130962/CNB/570.

³ European Securities and Markets Authority – výpočet za kalendářní rok 2020.

(13) Účastník řízení nicméně předložil vlastní hodnocení likvidity Akcií s cílem posoudit, zda údaje o cenách Akcií na Regulovaných trzích podávají relevantní (kurzotvorné) informace o hodnotě Akcií.

(14) Účastník řízení se pečlivě vypořádává s „technickou“ otázkou výpočtu průměrné ceny, tj. s určením rozhodného okamžiku pro její výpočet a dále s délkou období vhodného pro tento výpočet.

(15) Ohledně počátku období relevantního pro výpočet průměrné ceny zvolil účastník řízení datum 23. června 2021, tedy den, kdy po skončení obchodování na Regulovaných trzích skupina PPF uveřejnila záměr nabýt další Akcie za maximální cenu 264 Kč a provést tzv. vytěsnění. Lze přisvědčit názoru účastníka řízení, že je-li před podáním žádosti k České národní bance uveřejněn záměr provést vytěsnění, pak je zpravidla vhodné navázat počátek období relevantního pro výpočet průměrné ceny na toto zveřejnění s cílem vyloučit z výpočtu obchody již ovlivněné zveřejněnou informací.

(16) Ve vztahu k délce období relevantního pro výpočet průměrné ceny zvolil účastník řízení obvyklé 6měsíční období s poukazem na právní úpravu průměrné ceny v zákoně č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí a o změně některých dalších zákonů, dále s ohledem na rozhodovací praxi soudů i České národní banky a konečně též s ohledem na skutečnost specifickou pro tento případ, kdy v období přede dnem 23. června 2021 došlo k uveřejnění návrhu ohledně rozdělení podílu na zisku a na jiných vlastních zdrojích mezi akcionáře Společnosti v celkové výši 21 Kč na Akcii (dále jen „**Dividenda 21**“). Česká národní banka se ztotožňuje s argumentací účastníka řízení, že v posuzovaném případě není věcně správné použití období kratšího než 6 měsíců, neboť takové kratší období by bylo významně ovlivněno oznámením Společnosti ze dne 13. května 2021 o navržené Dividendě 21. Od tohoto oznámení totiž zjevně byly Akcie až do tzv. ex-date (na BCPP tedy do 18. června 2021) obchodovány za cenu zohledňující nárok na Dividendu 21. V konečném důsledku by tak při použití průměrné ceny za kratší období došlo v tomto konkrétním případě k jejímu zohlednění opakovaně – nejprve by ji minoritní akcionáři obdrželi vyplacenou (rozhodným dnem byl 21. červen 2021 a výplata probíhá od 21. července 2021) a současně by se odrazila prostřednictvím (vyšší) průměrné ceny i v navrženém protiplnění. Lze proto souhlasit, že jako optimální se pro výpočet průměrné ceny skutečně jeví délka období 6 měsíců, neboť v jejím rámci je vliv Dividendy 21 zmírněn, aniž by však došlo k jeho vyloučení.

(17) Účastník řízení s ohledem na výše uvedené předložil protokol Centrálního depozitáře cenných papírů, a.s., o výpočtu průměrné ceny za období 23. prosince 2020 až 23. června 2021 s průměrnou cenou **265,87 Kč**.

(18) Ohledně posouzení likvidity Akcií účastník řízení zmiňuje vedle přísnějších kritérií obsažených v čl. 22 odst. 1 nařízení Komise (ES) č. 1287/2006 ze dne 10. srpna 2006 (dále jen „**Nařízení MiFID I**“), na něž odkazuje Metodika OCE⁴, též aktuálnější (a mírnější) kritéria podle čl. 1 odst. 1 nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/567 ze dne 18. května 2016 (dále jen „**Nařízení MiFIR**“). V daném případě nicméně nebyla splněna ani mírnější kritéria, takže účastník řízení provedl vlastní posouzení likvidity jednak za pomoci poměru průměrného denního objemu obchodů a počtu (hodnoty) volně obchodovatelných Akcií (dále jen „**Relativní likvidita**“), jednak pomocí denního zobchodovaného objemu Akcií v Kč (dále jen „**Absolutní likvidita**“).

(19) Pro účely Relativní likvidity provedl účastník řízení úpravu tzv. free float(u) tím, že z něj vyloučil podíl 3,92 % dlouhodobě držený společností Belviport, což odůvodnil

⁴ Informace České národní banky k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění, verze 1.1.

obdobným postupem společnosti MSCI zabývající se celosvětově poskytováním různých indexů. Česká národní banka k tomu uvádí, že podle účastníkem řízení zmíněného Nařízení MiFIR se má free float očistit až o podíly přesahující 5 % hlasovacích práv emitenta. Účastník řízení však v analýze uvedl hodnoty Relativní likvidity Akcií jak s uvedenou úpravou, tak i bez ní, přičemž neupravená Relativní likvidita vykazovala o něco nižší, ale nijak výrazně odchylné hodnoty než Relativní likvidita upravená, přičemž obě hodnoty se nijak významně neliší od mediánu trhu Prime Market. Tento tržní segment má být, jak již bylo zmíněno výše v odstavci 11, nejlikvidnějším segmentem trhu na BCPP, takže nepřekvapí ani závěr účastníka řízení plynoucí z analýzy Relativní likvidity, že Akcie patřily a patří mezi nejlikvidnější akcie na trhu BCPP, když se řadí mezi 9 emisí obchodovaných na trhu Prime Market. Protože účastník řízení vyjádřil jistou výhradu ke kritériím likvidity obsaženým v Nařízení MiFID I a v Nařízení MiFIR, a to tvrzením, že jsou stanovena primárně za účelem regulace povinností při obchodování s investičními nástroji a nikoliv vztahů mezi akcionáři, tak Česká národní banka upozorňuje na hodnotu mediánu Relativní likvidity tzv. Top 4 titulů, za kterou upravený i neupravený ukazatel Relativní likvidity Akcií zaostává. Jelikož medián Top 4 je tvořen emisemi, jež jsou likvidní podle kritérií Nařízení MiFIR, tak použitelnost těchto kritérií v kontextu vytěsnění není podle názoru České národní banky důvodné relativizovat, neboť i analýza Relativní likvidity provedená účastníkem řízení ukázala, že Akcie nesplňující kritéria MiFIR/MiFID I zaostávají vůči akciím tato kritéria plnícím mimo jiné právě i z tohoto hlediska.

(20) Srovnání Absolutní a pro úplnost i Relativní likvidity provedl účastník řízení se dvěma tituly, u kterých v nedávné době proběhlo vytěsnění – PFNonvowens a.s. a UNIPETROL, a.s. (dále jen „PFN“ a „UNI“). K provedení srovnání má Česká národní banka dva postřehy. První se týká akcií PFN, které ukazují, že nemusí být vhodné zaměřit se výlučně jen na jedno kritérium likvidity – přestože vykazují v daném srovnání nižší Absolutní likviditu, tak jejich Relativní likvidita je vyšší. Druhý postřeh souvisí s výpočtem ukazatele Relativní likvidity akcií UNI, který byl proveden bez očištění free float(u) o podíl v držení společnosti Paulinino ve výši přes 20 %.

(21) K průměrné ceně Česká národní banka nad rámec odstavců 11 a 12 doplňuje a uzavírá, že s Akciemi se jen na Regulovaných trzích uskutečnilo v období určeném pro výpočet průměrné ceny kolem 150 obchodů denně při průměrném denním obrátu přes 11 mil. Kč. V rámci EU pak Akcie vykazaly v průměru za rok 2020 kolem 174 obchodů denně při průměrném denním obrátu přes 15 mil. Kč. Přestože obchodování s Akciemi nedosáhlo takové intenzity, aby bylo možné označit je za likvidní ve smyslu Nařízení MiFID I či MiFIR, tak je evidentní, že pro Akcie existuje aktivní trh s velkým počtem nakupujících a prodávajících, kteří s nimi obchodují dostatečně často a v dostatečně vysokém objemu. Lze proto souhlasit s účastníkem řízení, že průměrná cena je vhodným kritériem přiměřenosti navrženého protiplnění, přičemž částka 270 Kč za Akcii průměrnou cenu převyšuje a v tom smyslu ji lze považovat za přiměřenou.

Hodnota Akcií na základě oceňovacích metod

(22) Účastník řízení odhadl tržní hodnotu jedné Akcie k 31. 12. 2021 (očekávané datum, kdy má dojít k realizaci vytěsnění minoritních akcionářů Společnosti) na částku **264 Kč**. Odhad byl proveden 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 k 30. 6. 2021 a následně navýšena o úrok za období od 30. 6. 2021 do 31. 12. 2021.

(23) Částka 264 Kč se nachází zhruba uprostřed intervalu výsledků metody DCF Entity (241 – 291 Kč) stanoveného pomocí citlivostní analýzy. K obdobným výsledkům dospěl hlavní akcionář i na základě aplikace podpůrných metod, tj. metody tržních násobků (255 – 316 Kč) a transakčních násobků (247 – 306 Kč).

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

(25) Hlavním vstupem metody DCF Entity je finanční plán na období let 2021 – 2034 sestavený managementem Společnosti (do roku 2024) a účastníkem řízení. Klíčovým předpokladem tohoto plánu je postupný pokles provozní ziskové marže (vypočtené jako podíl zisku před zdaněním a úroky, tj. EBIT, a provozních výnosů) až na úroveň střední hodnoty referenčního vzorku srovnatelných telekomunikačních operátorů působících v rámci EU. Argumenty, na nichž je tento předpoklad založen, jsou dvojího typu.

1. V praktické rovině se jedná o očekávaný nárůst některých nákladových položek (náklady na provoz mobilní sítě, velkoobchodní ceny hardwaru, náklady na energie atd.) spojený se zvýšením podílu činností generujících nižší marži (ICT) a regulatorním tlakem na zintenzivnění konkurence na trhu a pokles cen mobilních služeb (již přijatá či navrhovaná opatření ze strany Evropské unie a Českého telekomunikačního úřadu, výsledky a podmínky nedávné aukce kmitočtů pro 5G sítě).
2. V teoretické rovině se účastník řízení odkazuje na tzv. princip návratu k průměru (mean reversion), podle něž má rentabilita podniku v konkurenčním prostředí tendenci konvergovat k průměrným hodnotám v daném odvětví. Jak dokládá ve finanční analýze, EBIT marže Společnosti (i některých dalších subjektů působících na trhu v ČR a SR) je ve srovnání s referenčním vzorkem telekomunikačních operátorů působících v ostatních zemích EU výrazně nadprůměrná, což považuje s přihlédnutím k otevřenosti ekonomiky ČR a volnému pohybu kapitálu v rámci EU z dlouhodobého hlediska za neudržitelný stav. To samé pak konstatuje i u přehledu aktuální rentability kapitálu Společnosti nad její trhem požadovanou výší vyjádřenou ve formě diskontní míry.

Na základě přezkumu zmíněných argumentů dospěla Česká národní banka k závěru, že tyto mají dostatečnou oporu ve veřejně dostupných informacích i odborné literatuře. Ačkoliv se použitý finanční plán jeví jako konzervativní, nelze v rámci zákonné pravomoci České národní banky a priori vyžadovat, aby přístup účastníka řízení k ocenění byl „optimistický“ či bez dalšího neumožnit přístup „konzervativní“, když záleží na samotném zdůvodnění toho či onoho přístupu. Jestliže účastník řízení svůj přístup náležitě, logicky a bez vnitřních rozporů odůvodnil, tak podle všeho dostal požadavku na řádné zdůvodnění. Zde navíc výsledek ocenění není v zásadním rozporu s očekáváním trhu v té míře, v jaké je toto očekávání reprezentováno průměrnou cenou Akcií (viz výše).

(26) Diskontní míra byla stanovena v jednotné výši (5,2 %) 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. Do nákladů na vlastní kapitál zahrnul účastník řízení i tzv. přírážku za malou tržní kapitalizaci, jejíž použití rovněž odůvodnil.

(27) Co se týče podpůrných metod založených na tržním porovnání, tyto byly aplikovány v praxi obvyklým způsobem, kdy účastník řízení nejprve z údajů za vzorek porovnatelných společností, resp. transakcí, odvodil hodnotu násobitele EV/EBIT (tj. tržní hodnota

dlouhodobého investovaného kapitálu podniku / EBIT), tuto vynásobil normalizovaným EBIT Společnosti a od výsledku v posledním kroku odečetl její čistý dluh.

(28) Navržené protiplnění 270 Kč za Akcii převyšuje hodnotu Akcií stanovenou účastníkem řízení pomocí oceňovacích metod (264 Kč), takže i v tomto smyslu jej lze hodnotit jako přiměřené. Česká národní banka tedy celkově uzavírá, že předložené Zdůvodnění lze považovat podle § 391 odst. 2 zákona o obchodních korporacích za řádné.

(29) 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. Karel Gabrhel LL.M.
ředitel
sekce licenčních a sankčních řízení
podepsáno elektronicky

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

Doručuje se (prostřednictvím datové schránky): PPF a.s., se sídlem Praha 6, Evropská 2690/17, PSČ 160 41 (*ID datové schránky: 9xcfrnd*)