



ČESKÁ REPUBLIKA
ROZSUDEK
JMÉNEM REPUBLIKY

Krajský soud v Českých Budějovicích rozhodl samosoudcem JUDr. Janem Montagem ve věci

žalobce:

██, narozený dne ██████████

sídlem ██████████

zastoupený obecným zmocněncem ██████████

sídlem ██████████

proti

žalovaná:

LARSON-JUHL UK LIMITED

sídlem Unit 5 Bedrord Logistic park, Bell Farm Way Bedfordshire
MK 43 9SS, Kempston, Velká Británie

zastoupená advokátem JUDr. Tomášem Kučírkiem

sídlem Petrská 29, 110 00 Praha 1

za účasti vedlejšího

účastníka:

Lira s. r. o., IČ 15789772

sídlem Tovární 117, 381 01 Český Krumlov

zastoupená advokátkou Mgr. Lucíí Tomolovou

sídlem K Lesíku 660, 254 01 Jílové u Prahy

o poskytnutí dorovnání akcionáři podle § 390 zákona o obchodních korporacích

takto:

- I. Žaloba o zaplacení dorovnání ve výši 4 026,82 Kč za jeden kus akcie společnosti Lira s. r. o. (dříve LIRA, obrazové lišty a rámy, a.s.), IČO 15789772, se zamítá.
- II. Žalovaná je povinna zaplatit žalobci na náhradě nákladů řízení částku 70 337,84 Kč do tří dnů od právní moci tohoto rozsudku.

- III. Ve vztahu mezi žalovanou a vedlejším účastníkem na straně žalované nemá žádný z účastníků právo na náhradu nákladů řízení.
- IV. Žalovaná je povinna zaplatit České republice – Krajskému soudu v Českých Budějovicích na plné náhradě nákladů řízení částku 367 690,14 Kč do tří dnů od právní moci tohoto rozsudku.

Odůvodnění:

1. Vylíčení rozhodných skutečností

Žalobce se domáhá po žalované jako hlavním akcionáři vedlejšího účastníka (*dříve LIRA, obrazové rámy a lišty, a. s., poté Larson-Juhl, s. r. o., nyní Lira, s. r. o., dále též jen „společnost“*) dorovnání ve výši 4 026,82 Kč za jednu akcii o nominální hodnotě 1 000 Kč, neboť protiplnění obdržené od žalované za nucený přechod vlastnického práva z žalobce na žalovanou při tzv. vytěsnění akcionářů (angl. squeeze-out) nebylo přiměřené její hodnotě. Dne 12. 9. 2018 proběhla valná hromada společnosti, na níž byla přijata usnesení o tom, že 1) žalovaná je hlavním akcionářem společnosti dle § 375 zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích (dále je „ZOK“), 2) akcie ve vlastnictví menšinových akcionářů přejdou do vlastnictví žalované (dále též jen „vytěsnění“ nebo „squeeze-out“), 3) výše protiplnění podle posudku znaleckého ústavu z oboru ekonomika VGD Appraisal, s. r. o. (dále jen „VGD“) za pozbytí jedné akcie činí 1 728 Kč. Žalobce namítl věcnou nesprávnost posudku, neboť znalecký ústav chybně použil pro ocenění obchodního závodu společnosti metodu likvidační hodnoty, přestože společnost nebyla zlikvidována a nadále podniká. Také neměl při použití této metody odečítat náklady likvidace, jež hlavní akcionář nevynaložil, čímž se na úkor menšinových akcionářů obohatil. VGD neměl použít srážku za malou tržní kapitalizaci (přirážka k diskontní míře za malý podnik) a za minoritu, kterou v sobě obsahuje srážka za malou tržní kapitalizaci. Znal. ústav VGD podhodnotil nemovité věci (zejména rekreační areál v Jenišově u Horní Planě), stroje, zásoby a ochranné známky.

2. Žalovaná i společnost navrhly zamítnutí žaloby, neboť protiplnění dle usnesení valné hromady společnosti bylo přiměřené hodnotě akcie, posudek VGD správně ocenil obchodní závod a akcii ve spravedlivé výši použitím metody likvidační hodnoty, která byla vyšší, než za použití metody diskontovaných volných peněžních toků (DCF entity). Společnost totiž dosahovala poměrně nízkých hospodářských výsledků. Použití diskontu za malou tržní kapitalizaci bylo správné, ale stejně se do ocenění obchodního závodu majetkovou metodou likvidační hodnoty nepromítlo (i kdyby VGD tento diskont nepoužil, nemělo by to vliv na celkové ocenění).

3. Skutková zjištění

Ze zápisu z valné hromady z 12. 9. 2018 a z úplného výpisu z obchodního rejstříku týkajícího se společnosti bylo zjištěno, že na návrh žalované jako hlavního akcionáře disponujícího nejméně téměř 95 % akcií (83 409 z 87 945) bylo rozhodnuto o vytěsnění minoritních akcionářů za protiplnění ve výši 1 728 Kč na jednu akcii o nominální hodnotě 1 000 Kč stanovené podle posudku VGD. Usnesení valné hromady bylo zveřejněno dne 17. 9. 2018.

4. Z výzvy žalobce k úhradě dorovnání z 22. 11. 2018 a doručenkou k ní bylo zjištěno, že byla doručena žalované nejpozději 25. 11. 2018.
5. Z výpisu z majetkového účtu žalobce z 31. 12. 2017 bylo zjištěno, že žalobce se stal vlastníkem jedné akcie společnosti dne 28. 8. 2017.
6. Ze znaleckého posudku znaleckého ústavu VGD (obsahujícího doložku podle § 127a o. s. ř.) bylo zjištěno, že předmětem ocenění byl obchodní závod společnosti, z jehož hodnoty (jako 100 % akcií) byla odvozena hodnota jedné akcie ke dni 30. 4. 2018. Znalecký ústav VGD dospěl k závěru, že výsledná hodnota jmění společnosti stanovená výnosovou metodou (metoda diskontovaných volných peněžních toků DCF entity) činí jen 49 582 000 Kč, kdežto výsledná hodnota jmění stanovená majetkovým přístupem činí 151 946 000 Kč. VGD použil vyšší hodnotu obchodního

závodu. V kapitolách 4 až 7 provedl jak makroekonomickou, tak strategickou analýzu, dále analýzu finančních výkazů a provozní činnosti a prognózu budoucího vývoje. V kapitole 2.3.1 a 2.3.2 popsal jak metodu DCF entity, tak metodu likvidační hodnoty. VGD stanovoval tzv. reálnou hodnotu (fair value), která je sice založena na tržních principech, ale hodnota jedné akcie se odvozuje od hodnoty obchodního závodu, a proto reálná hodnota vyjadřuje skutečnou vnitřní hodnotu akcie, nikoliv pouze její tržní hodnotu. Tato metoda nezohledňuje žádný diskont za minoritu a za sníženou likviditu akciového podílu, tedy rozložení akciových podílů ve společnosti, čímž má být dodržena zásada rovnosti všech akcionářů. Společnost při své hlavní činnosti (výroba a prodej obrazových lišt a rámců, rámování a nákup a prodej potřeb pro rámaře) dokázala sice generovat kladný peněžní tok (cash flow), a proto byla použita metoda diskontovaných čistých peněžních toků celkového investovaného kapitálu. VGD stanovil náklady vlastního kapitálu obchodního závodu ve výši 12,65 % a výslednou sazbu váženého průměru nákladů (vlastního i cizího) kapitálu (WACC) na 10,13 %. Jelikož výrazný podíl na celkových aktivech závodu tvoří hmotný majetek (budovy, pozemky a výrobní zařízení) a krátkodobý majetek ve formě zásob, přičemž závazky (cizí kapitál) jsou relativně nízké, pročež má společnost vysoký vlastní kapitál, a jelikož potenciál odvětví podnikání společnosti je omezený (rentabilita podnikání dosahuje nižších hodnot) dospěl VGD k závěru, že nejvyšší hodnoty majetku pro vlastníky akcií by mohlo být hypoteticky dosaženo jeho rozprodejem. VGD proto stanovil cenu akcie na základě simulace řízeného, tedy časově neohraňovaného a dobrovolného procesu likvidace. Metoda spočívá v ocenění majetku, odečtení závazků, tedy zjištění čistého obchodního majetku, od něhož se odečítají potenciální náklady na likvidaci. Jelikož se jedná o likvidaci dobrovolnou (nikoliv pod vnějším tlakem), může respektovat předpoklady tržní hodnoty majetku. Tato metoda kromě tržního přecenění jednotlivých složek majetku závodu a simulace jeho prodejnosti kalkuluje s dalšími náklady procesu likvidace (např. náklady na propouštění zaměstnanců, na zpeněžení majetku (odměna likvidátora) a na správu majetku, jež je z reálného ekonomického pohledu nutné zohlednit v rámci simulované likvidace (str. 15). Náklady na propouštění zaměstnanců odhadl na 25,2 mil. Kč, na odchodné statutárních orgánů na 6,6 mil. Kč, náklady likvidátora na 2,5 mil. Kč a ostatní náklady ve výši 3 % z likvidační hodnoty majetku, které byly rozvrženy do jednotlivých let likvidačního období tak, aby byla zatížena více jeho první část.

7. Z výpovědi zástupců znaleckého ústavu VGD soud zjistil, že společnost nebyla v rozhodné době před datem ocenění příliš hospodářsky výkonná, a proto použití metody DCF entity by bylo pro minoritní akcionáře nevýhodné. VGD tak vycházel z majetkové metody likvidační hodnoty. Diskont za malou tržní kapitalizaci zohledňující prodejnost malého závodu nelze směřovat s diskontem za nižší likviditu akcií. Jeho použití odůvodnil tím, že společnost má ve světovém srovnání velmi malý obchodní závod, přičemž VGD mohl použít i vyšší diskont až 5,59 %, nejen konzervativně ve výši 3,67 %, tedy ve prospěch vyšší hodnoty závodu. K namítané netransparentnosti posudku z důvodu nezveřejnění podkladů uvedli, že všechny podklady nebylo možné do písemné podoby posudku promítnout s ohledem na jejich množství. Při ocenění skupiny majetku používali i porovnávací metodu dle inzerce, a to i u rekreačního střediska v Jenišově oceněného na 3,5 mil. Kč. Tento areál byl předtím dlouhodobě neúspěšně nabízen za 6,1 mil. Kč. V případě strojů a zásob není možné vycházet z účetních hodnot, neboť stroje se zabudováním stávají jedinečnými a obtížně použitelnými pro jiné podnikatele, což se projevuje i v jejich nižším ocenění, což platí i o skladových zásobách, jejichž prodej je dlouhodobý a za nižší cenu. Při ocenění ochranné známky společnosti bylo zohledněno, že výrobky jsou prodávány v rámci koncernu pod jinou značkou.
8. Z revizního znaleckého posudku č. [REDAKCE] vypracovaného znalcem NSG Morison znalecká kancelář, s. r. o. (dále jen „NSG“), jehož úkolem bylo přezkoumat znalecký posudek VGD a určit hodnotu obchodního závodu společnosti a hodnotu jedné akcie k datu ocenění 30. 4. 2018, bylo zjištěno, že NSG potvrdil správnost použití primární oceňovací metody VGD. Znalec NSG při přezkumu ocenění položek v rámci majetkové metody likvidační hodnoty identifikoval

nepřesnosti v několika dílčích oblastech, a to při a) ocenění výrobního areálu v Českém Krumlově, kdy VGD použil nepřiměřeně vysokou míru neobsazenosti při výpočtu výnosové hodnoty, což vedlo k podhodnocení výsledné hodnoty výrobního areálu, b) v případě movitého majetku byly použity nízké doby životností u vybraných položek, které vedly k jeho podhodnocení, c) VGD zvolil nepřiměřeně vysokou úsporu nákladů spojených s propouštěním zaměstnanců a nepřiměřeně nízkou uvažovanou diskontní sazbu, což naopak vedlo k nadhodnocení celkové likvidační hodnoty. NSG tak na jedné straně zjistil částečné podhodnocení majetku, na druhé straně též částečné podhodnocení nákladů na likvidaci, což se částečně eliminuje a má pouze dílčí dopad do celkového výsledku. Rozdíl ve výsledné hodnotě činí 17,134 mil. Kč, tedy 195 Kč/akcie. NSG tak stanovil hodnotu obchodního závodu metodou likvidační hodnoty ve výši 169 080 000 Kč, čemuž odpovídá hodnota jedné akcie ve výši 1 923 Kč. Ze závěrů finanční analýzy (*str. 34*), jakož i z kapitoly základních charakteristik společnosti (*3.2.1; str. 19 a násl.*) vyplývá, že společnost je začleněna do koncernové struktury se zahraničním vlastníkem, přičemž prodeje v rámci koncernu dosahovaly průměrně 56 % provozních tržeb. Od roku 2015 společnost zajišťuje smluvní výrobu pro spřízněnou osobu, která nese tržní rizika, jíž společnost v letech 2016, 2017 dodala zboží v celkové hodnotě téměř 173 mil. Kč. Koncernové ceny se pohybují na spodní hranici tržní obvyklosti, což vede k velice nízké návratnosti investovaného kapitálu společnosti. Společnost v letech 2013-17 vykazovala dobré výsledky v oblasti likvidity a finanční stability a nízké celkové zadluženosti, ale i přes růst tržeb a ziskovost společnosti, měla ziskovost na úrovni EBITDA marže od roku 2014 klesající trend. Po relativní ziskovosti v letech 2013-14 došlo k výraznému poklesu na úrovni všech ukazatelů, nejmarkantněji v roce 2015 a 2016. Od roku 2016 je rentabilita investovaného kapitálu společnosti výrazně nižší než odůvodnitelné náklady kapitálu, což vede k nedostatečné návratnosti investovaného kapitálu a snižování výnosové hodnoty. Společnost sice splňuje předpoklady „going concern“, tedy trvání podniku v budoucnu, ale nastavená podnikatelská činnost z hlediska využití investovaného kapitálu nespĺňuje předpoklad „highest and best use“, tedy nejvyššího a nejlepšího využití aktiv. NSG se proto přiklonil ke stejnému závěru jako VGD, že k datu ocenění nejvyšší hodnota pro akcionáře by mohla být hypoteticky dosažena rozprodejem majetku, tedy stanovení hodnoty jedné akcie na základě simulace likvidaci, tedy za jakou částku by bylo možné aktiva prodat při řízeném a časově neohrazeném a dobrovolném procesu likvidace po uhrazení závazků a po odečtení nákladů likvidace. NSG v rámci vyhodnocení přezkumu ocenění výrobního areálu v Českém Krumlově (*str. 40*) uvedl, že VGD nesprávně stanovilo míru neobsazenosti tohoto areálu ve srovnání s faktickými informacemi z trhu k datu ocenění, což snižuje výpočet výnosové hodnoty areálu a odvozené tržní hodnoty. Dle přílohy č. 4 posudku VGD je uvažována průměrná neobsazenost 32 %, což nebylo podloženo analýzou. NSG použil míru neobsazenosti 15 %, která je třikrát vyšší než míra neobsazenosti u tzv. prémiových nemovitostí, přičemž nesouhlasí s názorem VGD, který stanovil vyšší neobsazenost na základě tvrzení o menší kvalitě pozemků a budov (k tomu viz vyjádření VGD z 11. 1. 2024). Kvalita pozemků a budov by se totiž měla odrazit ve výši simulovaného nájemného, nikoliv v míře neobsazenosti. Oba znalci při výpočtu simulovaného nájemného rozlišili tři druhy výrobních ploch a dva druhy skladů a přístřešků, administrativních ploch a dalších, kdy pro každou stanovili konkrétní výši obvyklého nájemného podle jejich kvality. Při hodnocení ocenění rekreačního areálu v Jenišově (*str. 40-41*) neshledal NSG pochybení v posudku VGD, neboť areál nebyl srovnatelný s jinými obchodovanými nemovitostmi v obdobné lokalitě. VGD také při ocenění movitých věcí nevybočil z hranic běžných oceňovacích standardů. NSG uvedl (*str. 43*), že v rámci likvidačního ocenění je simulována likvidace společnosti na základě předpokladů, pro jejichž odhad neexistuje jednoznačný objektivní rámec s tím, že by se co nejvíce měla opírat o tržní obvyklost. Znalci se přesto nevyhnují subjektivnímu expertnímu odhadu založenému na kvalitativní a ekonomicky racionálním odůvodnění. Podle NSG znal. ústav VGD v rámci nákladů na likvidaci zohlednil obvyklé, důvodně očekávatelné náklady související s likvidací, pouze podhodnotil náklady spojené s propouštěním zaměstnanců, když počítal s úsporou nákladů ve výši 10,4 mil. Kč využitím jejich činnosti v průběhu výpovědní lhůty. VGD v rámci simulace likvidačního procesu správně uvažoval

rozprodej majetku bez časové tísně a zohlednil časovou hodnotu peněz, resp. rizika spojená s budoucím peněžním tokem v podobě likvidačního zůstatku. Jako diskontní míru pro převod těchto peněžních toků na současnou hodnotu využil bezrizikovou sazbu v podobě výnosnosti koše státních dluhopisů s průměrnou zbytkovou splatností 5 let k datu ocenění ve výši 1,05 %, čímž předpokládá, že by se hypotetický investor kupující společnost za účelem její likvidace spokojil s výnosem ve výši státních dluhopisů, což je dle NSG nízký výnos, neboť u státních dluhopisů se jedná o výsledek nezatížený rizikem. NSG odhadl délku likvidace na dva roky podle průměrné doby likvidace ekonomických subjektů v České republice. V rámci majetkového ocenění dospěl k závěru (str. 94), že přeceněná hodnota majetku k datu ocenění činí 293,72 mil. Kč, závazky 38,872 mil. Kč, tedy hodnota čistého jmění vlastního kapitálu 254,848 mil. Kč. Likvidační hodnota musí zohledňovat náklady spojené s likvidací a dobu potřebnou pro likvidaci. NSG odhadl odměnu likvidátora na 2 176 500 Kč, celkové závazky plynoucí ze sociálních nároků zaměstnanců a statutárních orgánů na 42 185 000 Kč, náklady spojené se správou a zpeněžením majetku na 2 %, takže celkové náklady na likvidaci odhadl na 50,1 mil. Kč. Při zohlednění časového průběhu likvidace a diskontní míry odhadnuté na 10,04 % (*ke jejíž hodnotě dospěl v rámci výnosové metody DCF entity; str. 54*), činí likvidační hodnota závodu 169 080 000 Kč, což je čistý likvidační zůstatek připadající na stoprocentní akciový podíl vyplývající se simulované likvidace společnosti k datu ocenění.

9. Znalecký ústav VGD ve vyjádření z 11. 1. 2024 k reviznímu znaleckému posudku NSG uvedl, že se v ocenění metodou likvidační hodnoty liší o přibližně 11 %, což je ve znalecké praxi akceptovatelný rozdíl, neboť hodnota je odborným subjektivním odhadem hypotetické ceny konkrétního majetku na daném trhu ke konkrétnímu datu a měla by být stanovena intervalem. Předmětem ocenění byl rozsáhlejší areál užitných ploch a staveb a nekrytých skladových ploch na pozemcích, který je tvořen souborem různorodých staveb lišících se stavebně-konstrukčním řešením, vybaveností, účelem a využitím. Součástí jsou i stavby spíše jednoúčelového charakteru, historicky vystavěné pro konkrétní potřeby či technologie. Přístup VGD vycházel z informací zjištěných při místní šetření, obhlídkou nemovitostí, kdy pro různé užitné plochy byla stanovena jiná míra obsazenosti, která reflektovala polohu, „roztržitost“ užitných ploch do mnoha objektů, jejichž provedení bylo poplatné době výstavby. Hůře pronajmutelné plochy budou vyžadovat delší čas pro nalezení nájemce a představují riziko výraznější fluktuace nájemců, proto byla uvažována neobsazenost až 50 % u skladových a provozních ploch ve vyšších podlažích. Zvýšená míra neobsazenosti byla uvažována i u jednoúčelových staveb a nekrytých skladů s ohledem na jejich velké množství. Jedná se obtížně umístitelné plochy na realitním trhu. Areál se jevil jako celek nepronajmutelný jednomu nájemci, což se odráží i v očekávaném výnosu.
10. Žalobce k posudku NSG vznesl celou řadu připomínek (*vyjádření z 31. 1. 2024 na čl. 1059*), k nimž se zástupci NSG vyjádřili při výslechu, při němž uvedli, že se s VGD shodli na základním principu ocenění a výběru metod ocenění, přičemž dospěli k podobným výsledkům u obou z nich. Výběr vycházel z prvotní analýzy, která zohledňovala kondici oceňovaného závodu pro posouzení schopnosti pokračovat v činnosti. V posudku NSG vycházel z premisy, aby žádný z akcionářů nebyl zvýhodněn či znevýhodněn. Proto NSG, ale ani VGD nepracovali s diskonty za minoritu a ocenili závod (a akcie) nejvyšší zjištěnou hodnotou, tedy majetkovou metodou likvidačního zůstatku. Hodnota závodu (akcie) nemohla být zjištěna porovnáním či na základě tržní ceny, za jakou se akcie obchodují na veřejném trhu, neboť nebyly na veřejném trhu obchodovány. Při ocenění rekreačního areálu v Jenišově (Horní Planá) se nemohli opřít o ceny zjištěné porovnáním se srovnatelnými nemovitými věcmi, jelikož se v okolí nenacházely podobné areály k prodeji, přičemž znalec musel vycházet z informací, které byly dostupné ke dni ocenění, tedy nepřihlédnout například ceně, za kterou byl později areál prodán. K datu ocenění existovala jen informace, že je areál již delší dobu bezúspěšně nabízen za cenu 6 mil. Kč. K prodeji areálu došlo za necelých 5,9 mil. Kč o více než rok později po datu ocenění, přičemž v té době ceny nemovitostí rychle stoupaly. Důvodem použití metody likvidační hodnoty byla skutečnost, že sice společnost splňovala

podmínky principu going concern, tedy předpoklad pokračování v podnikatelské činnosti i v dalších letech, avšak ziskovost (rentabilita) jejího závodu byla velmi nízká, tedy nezajišťovala dostatečnou návratnost investovaných prostředků, resp. neodpovídala požadované míře výnosnosti, kterou lze v daném segmentu podnikání očekávat. Obchodní závod měl nízkou ziskovost i v následujících letech 2019-20, která však pro ocenění jsou již bez významu. Výsledek zjištěný výnosovou metodou nebyl rozhodující, neboť nezajišťoval nejvyšší možnou hodnotu pro vlastníky (akcionáře). Majetkové ocenění dosahovalo řádově vyšších hodnot, když bylo více než trojnásobné oproti výnosovému ocenění. Nízká rentabilita podnikání byla dána modelem podnikání nastaveným společností (nebo ovládající osobou), neboť funguje na bázi obchodu převážně se spřízněnými osobami v rámci skupiny. Obdobný výrobní areál a způsob podnikání je v českých podmínkách, ale i v západním světě spíše výjimečný, neboť je charakteristický spíše pro asijské země. Společnost měla velké režie a její, byť zajištěný odbyt bylo potřeba zajistit na mezinárodních trzích prostřednictvím spřízněných osob, a proto se musela spokojit s nižší ziskovostí, neboť rizika podnikání spočívala spíše na mateřské společnosti. I kdyby však schopnost dosahovat zisku byla dvojnásobná, např. z důvodu vyšších marží, byla by i přesto metoda likvidační hodnoty výhodnější pro vytěsněné akcionáře, neboť by vedla k vyššímu ocenění než výnosovou metodou. To bylo dáno tím, že společnost měla rozsáhlý nemovitý i movitý majetek (zásoby a stroje). Totéž by platilo i v případě optimističtějšího scénáře vývoje podnikání obchodního závodu. Ten sice generuje zisk a je schopen fungovat, ale hlavně kvůli minimálnímu zadlužení. V rámci metody likvidační hodnoty je správné započítávat náklady na likvidaci, byť se jedná o hypotetickou likvidaci a náklady nejsou reálně vynaloženy (*společnost totiž není zlikvidována – pozň. soudu*), přičemž hodnota závodu touto metodou zahrnuje odečtení závazků a nákladů spojených s likvidací, neboť pokud by likvidace byla provedena, pouze čistá hodnota jmění by byla k rozdělení pro akcionáře. K námitce žalobce, proč znalec NSG nepoužil tzv. substanční metodu, NSG uvedl, že se řídí mezinárodními oceňovacími standardy a publikacemi prof. Maříka, přičemž nebylo úkolem znalců stanovit substanční hodnotu jakožto čistou hodnotu majetku bez zohlednění nákladů likvidace. Ve znalecké praxi při oceňování závodů ani v odborné literatuře není použití metody substanční hodnoty podniku obvyklé. Používá se pouze výjimečně v situaci, kdy se bude investor rozhodovat, zda vybuduje závod na zelené louce, nebo koupí fungující areál, čímž ušetří náklady. Pro účely stanovení spravedlivé hodnoty při vytěsnění akcionářů se tato metoda nehodí (nepoužívá), neboť odpovídá na něco jiného, a to kolik by investor ušetřil, pokud by si něco zcela vybuvoval, nebo si koupil již něco vybudovaného. Pro znalce bylo podstatné si položit otázku, zda akcionář jako investor bude participovat na budoucím zisku (výnosová metoda), nebo na čistém zůstatku po zpeněžení majetku. Substanční metoda se používá pouze jako mezikrok, kdy se stanoví hodnota majetku a závazků, ale při používání metody likvidační hodnoty se zohledňují náklady na likvidaci. Substanční metoda není vnímána jako hlavní kritérium pro určení spravedlivé hodnoty. Použitá diskontní míra v rámci likvidační metody zohledňovala časovou hodnotu peněz a délku likvidace, kterou NSG uvažoval v trvání dvou let. K námitce použití amerických vládních dluhopisů pro určení bezrizikové úrokové míry NSG uvedl, že ve znalecké praxi neexistuje jednotný názor, zda použít pro českou společnost česká nebo zahraniční aktiva pro stanovení bezrizikové míry. Při použití českých vládních dluhopisů je totiž zase nutné kalkulovat s rizikovou premií země (*vyjadřuje míru pravděpodobnosti selhání země při placení dluhů – pozň. soudu*). Podle NSG by ani změny v koeficientech pro výpočet nákladů vlastního kapitálu nevedly k výrazně vyšší hodnotě zjištěné výnosovou metodou DCF entity. Použití amerických dat je spolehlivější i z důvodu mnohem více rozvinutého amerického kapitálového trhu, a proto z nich lze spolehlivěji vyvozovat závěry o výnosnosti. NSG používal veřejně dostupná data ze stránek prof. Damodarana, na které odkazuje v posudku. Nepoužíval placené databáze, na které odkazuje žalobce. K námitce žalobce o špatně nastavených koeficientech pro výpočet nákladů vlastního kapitálu uvedl, že tato hodnota činila 8,5 až 9,5 %, což je jen mírně nad úrovní např. infrastrukturních společností (vodárenství, energetika), které jsou považovány za málo rizikové. Stanovená míra nákladů vlastního kapitálu podle

zkušeností znalce odpovídá jiným závodům. Procentuální míra nákladů vlastního kapitálu je ve vztahu k nejméně rizikovým obchodním závodům adekvátní.

11. Soud pro nadbytečnost nevyhověl návrhu žalobce na doplnění revizního znaleckého posudku NSG stran ocenění obchodního závodu metodou substanční hodnoty a ocenění obchodního závodu s použitím diskontních sazeb a prémie pro podmínky České republiky. Výběr a odůvodnění použité metody pro ocenění obchodního závodu byl totiž součástí revizního posudku NSG, tedy odborného posouzení znalce, přičemž není na soudu, aby znalci určoval odbornou metodu pro zodpovězení položené otázky, pokud znalec použití své metody náležitě odůvodní, jelikož se jedná otázku skutkovou a vysoce odbornou. Znalec NSG přitom volbu metody ocenění řádně, srozumitelně odůvodnil v souladu s vnitřní logikou ocenění a žalobce nijak relevantně nezpochybnil správnost užití výnosové a majetkové metody ocenění. NSG se přitom na výběru metod shodl i se znaleckým ústavem VGD, kdy oba se bez pochyb shodli i na závěru, že pro vytěsněné akcionáře je nejvhodnější použití metody likvidační hodnoty, která jim zaručuje nejvyšší možné ocenění závodu, tudíž i akcie. Žalobce relevantně nezpochybnil ani způsob použití metody likvidační hodnoty zahrnující též odečítání předpokládaných nákladů likvidace od hodnoty ocenění, jelikož i dle NSG se jedná o standardní a nezbytnou součást této metody. Vychází se z toho, že by potenciální investor do koupě obchodního závodu poměřoval buď potenciální výnos z provozování závodu, nebo z jeho likvidace zahrnující též náklady likvidace. Žalobcem předložená odborná literatura renomovaného Prof. Maříka nijak nespovídá pro použití metody substanční hodnoty, když v publikaci *Miloš Mařík – Pavla Maříková: Stanovisko k vybraným otázkám* v kapitole *Substanční hodnota a celkové ocenění podniku* je naopak uvedeno, že tuto metodu lze sice použít přímo jako základ ocenění podniku, ale jen *ve výjimečných případech*, kdy dochází *ke zásadnímu zlomu ve vývoji podniku* za podmínky, že zaprvé existuje konkrétní *strategický partner* (zájemce o koupi podniku), za b) tento partner má jasnou představu o tom, jak využije majetek podniku ke svému podnikání, přičemž má v úmyslu *výrazně změnit zaměření podnikatelské činnosti podniku* a za c) substanční hodnota je pak vyjádřením úspory investic (v širším slova smyslu včetně oběžného majetku) pro dosažení plánovaných výnosů. Substanční hodnota bude v tomto případě sloužit jako investiční hodnota podniku pro tohoto konkrétního investora. Soud proto po vyjádření NSG k tomuto tématu dospěl k závěru, že tzv. substanční metoda není vhodná pro ocenění obchodního závodu vedlejšího účastníka, neboť vytěsnění menšinových akcionářů není výjimečným případem, jaký má na mysli citovaná odborná literatura pro použití substanční metody. V uvedené publikaci je totiž dále uvedeno, že použití metody tzv. substanční hodnoty ve znalecké praxi *není možné pro podnik, který funguje, ale je ztrátový nebo nedostatečně výdělečný, takže jeho výnosová hodnota by byla příliš nízká nebo dokonce záporná, přičemž podstatná část znalecké obce již pochopila, že v takovýchto případech je sice vhodné použít pro odhad tržní hodnoty majetkové ocenění podniku, ovšem nikoliv substanční, ale likvidační hodnotou, což je zcela zásadní rozdíl*. Dále pak tam Prof. Mařík uvádí, že substanční hodnota ve smyslu nákladového ocenění **nemůže** být hlavní metodou pro odhad tržní hodnoty podniku, protože hodnota aktiva je ze svého principu dána užitky pro investora, tedy budoucími příjmy z investice, a nikoliv vynaloženými náklady. K odborné literatuře a k použití substanční hodnoty na ocenění podniku lze také odkázat na žalovanou předložený výňatek z publikace *Mařík, M – Maříková, P.: Slabší místa v ocenění českých podniků – 2. část. Odhadce oceňování podniku č. 3 – 4/2011, ročník XVII, str. 26-35*, v němž autoři uvádí, že *není-li podnik dostatečně výnosný, sabají oceňovatelé k určení substanční hodnotou, k čemuž lze však uvést, že použití substanční hodnoty jako základu pro ocenění podniku s výjimkou podniků vybraných (např. podniky holdingového typu, nebo zjišťování investiční hodnoty pro konkrétního kupujícího), je ovšem zcela nesprávné, i když chápeme, že v mnoha případech lákavé řešení ...německé standardy oceňování se v tomto směru vyslovují zcela jednoznačně. Podobně věc vidí i Mezinárodní oceňovací standardy IVS 2007. Pokud podnik opravdu nemá velké vyhlídky, je na místě zvážit použití likvidační hodnoty. Chápeme ovšem, že likvidační hodnota podniku je zpravidla pracnější než substanční ocenění*. Jelikož znalec NSG z přesvědčivých důvodů neshledává použití substanční metody za důvodné, pak návrh žalobce na vypracování znaleckého posudku touto metodou by ve skutečnosti znamenal superrevizní znalecký posudek, který soud však považuje za neodůvodněný a nehospodárný. Na hlavního akcionáře (žalovanou) nelze

pohlížet jako na konkrétního strategického partnera jakožto zájemce o koupi závodu, neboť je to žalovaná mající téměř 95% akciový podíl, který již dlouhá léta určuje obchodní model, přičemž ani následné provozování závodu nevedlo k žádné výrazné změně zaměření závodu, tedy nedochází k žádnému zlomu v podnikání. Hlavní akcionář přitom ani neměl v úmyslu výrazně změnit zaměření podnikatelské činnosti podniku. Důvodem vytěsnění drobných akcionářů byla tedy snaha o zjednodušení a zefektivnění řízení společnosti jediným akcionářem, což však nemá žádný význam z hlediska hodnoty obchodního závodu. Hlavním smyslem vytěsnění akcionářů je totiž snížení transakčních nákladů spojených s řízením společnosti o mnoha set drobných a vesměs neaktivních akcionářích. Metoda tzv. substanční hodnoty je proto pro účely zjištění spravedlivé hodnoty akcie nevhodná. Znalcem NSG použitá metoda likvidační hodnoty odpovídá situaci obchodního závodu v době ocenění vyznačující se nízkou rentabilitou (nízké ocenění výnosovou metodou) a rozsáhlým majetkem. Pro akcionáře bez rozdílu množství akcií je z hlediska hodnoty nejvýhodnější likvidace obchodního závodu, přičemž odečítání nákladů likvidace od čistého obchodního jmění (majetek po odečtení závazků) je nedílnou součástí této metody. Tento závěr je navíc logický, neboť potenciální investor akvizující obchodní závod, který by jej poté hodlal zlikvidovat, musí s těmito náklady počítat.

12. Rovněž tak je nedůvodný návrh na doplnění znaleckého posudku spočívající v použití jiných koeficientů pro určení např. bezrizikové úrokové míry a dalších koeficientů vstupujících do výpočtu nákladů vlastního kapitálu s tím, že by nebyly použity data z amerického kapitálového trhu, ale z trhu českého. NSG vysvětlil, že oba přístupy jsou ve znalecké praxi možné, ale že ve své dlouholeté znalecké praxi se kloní k spíše použití amerických dat s ohledem na výrazně rozvinutější americký kapitálový trh a spolehlivost jeho dat v dlouhodobém horizontu. Také zástupci NSG uvedli, že znalec by neměl používat nahodile data z obou těchto trhů. Soud proto nevidí žádný důvod pro to, aby byl zpracováván nový výpočet nákladů vlastního kapitálu, který je navíc použitelný zejména pro účely ocenění výnosovou metodou DCF entity, když stěžejní metodou výpočtu hodnoty obchodního závodu byla metoda likvidační hodnoty. Je si sice vědom toho, že i při výpočtu touto metodou znalec používá míru nákladů vlastního kapitálu pro účely diskontování budoucích peněžních toků podle délky likvidace, avšak znalec přesvědčivě vysvětlil, že použití dat z amerického kapitálového trhu a databáze renomovaného amerického ekonomy prof. Damodarana, které jsou veřejně přístupné, jsou pro účely ocenění dostatečné a vhodné. Návrh proto považuje za zcela nevhodný, neboť by vedl k výraznému přepracování posudku, navíc jdoucí proti odbornému názoru znalce NSG. Konečně soud nepovažoval za hospodárné a potřebné doplňovat znalecký posudek o konkrétní odkazy na konkrétní koeficienty na stránkách databáze prof. Damodarana, když se spokojil s vysvětlením znalce, že není možné u každého data jít do konkrétního detailu a uvádět naprosto přesný odkaz na konkrétní část webové stránky. NSG navíc vysvětlil, že i kdyby došlo ke změně některých koeficientů pro výpočet nákladů vlastního kapitálu, nevedlo by to k jinému závěru o ocenění obchodního závodu, než k němuž dospěl použitím metody likvidační hodnoty. Také přesvědčivě vysvětlil, že míra nákladů vlastního kapitálu pohybující se okolo 10 % je s ohledem na rizikovost obchodního závodu a zkušenosti znalce přiměřená okolnostem s přihlédnutím k tomu, že investor do nemovitostního portfolia očekává výnos nejméně okolo 5 %, že nejkonzervativnější infrastrukturní společnosti dodávající základní statky (voda, teplo, elektřina a plyn) dosahují nákladů vlastního kapitálu okolo 7 – 8 %, a proto se náklady vlastního kapitálu oceňovaného obchodního závodu nijak nevymykají nákladům vlastního kapitálu obdobných závodů.
13. Závěr o skutkovém stavu

Žalobce byl ke dni konání valné hromady společnosti dne 12. 9. 2018 jejím akcionářem, když vlastnil jednu akcii o jmenovité hodnotě 1 000 Kč (jiné akcie nebyly emitovány) z celkového počtu 87 945 akcií této společnosti. Na valné hromadě bylo rozhodnuto o tzv. vytěsnění menšinových akcionářů na návrh žalované jakožto hlavního akcionáře s akciovým podílem téměř 95 % s tím, že bylo na základě závěrů znaleckého posudku znaleckého ústavu VGD rozhodnuto o zaplacení

protiplnění za jednu akcii ve výši 1 728 Kč. Žalobce zaslal žalované výzvu k dorovnání protiplnění po dvou měsících od zveřejnění zápisu z valné hromady do obchodního rejstříku, avšak před uplynutím lhůty tří měsíců ode dne tohoto zveřejnění. Znaleckým dokazováním v tomto řízení (výslech zástupců VGD, písemný revizní znal. posudek NSG a výslech jeho zástupců) bylo zjištěno, že poskytnuté protiplnění za akcii nelze považovat za nepřiměřené hodnotě akcie ke dni přechodu vlastnického práva na hlavního akcionáře, neboť revizní znalecký posudek vypracovaný v soudním řízení sice dospěl k vyššímu ocenění obchodního závodu společnosti, tudíž i k vyšší ceně jedné akcie (rozdíl činí 195 Kč na akcii, tedy přibližně 11% rozdíl), avšak současně se ztotožnil s metodami použitými znalcem VGD, zejména majetkové metody likvidační hodnoty, přičemž rozdíl v ocenění závodu mezi oběma znalci spočívá v jiném náhledu na ocenění některých majetkových položek (ocenění nemovitých věcí výnosovou metodou, kdy VGD posoudil budovy a pozemky jako obtížněji obsaditelné nájemci z důvodu jejich roztržičnosti, polohy, nevhodnosti). Naproti tomu NSG oproti VGD dospěl k vyšším nákladům na likvidaci v rámci metody likvidační hodnoty, což vedlo ke snížení celkové hodnoty obchodního závodu. Oba znalci se shodli na tom, že použití výnosové metody DCF entity má pouze pomocný charakter s ohledem na nízkou ziskovost obchodního závodu. Revizní znalec NSG přitom neshledal v posudku VGD žádné závažné pochybení mající za následek netransparentnost či nelogičnost závěrů posudku, tudíž nelze jen s ohledem na výsledný rozdíl v ocenění dospět k závěru, že posudek VGD trpěl takovými vadami, který jej činí nepoužitelným a k jehož závěrům by soud neměl přihlídnout.

14. *Právní úprava*

Projednávanou věc je třeba posuzovat podle zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích (dále jen „ZOK“), ve znění účinném do 31. 12. 2020, neboť žaloba byla uplatněna v roce 2020. Zásadní částí novelizace ZOK z procesního hlediska s účinností od 1. 1. 2021 bylo to, že se nárok na dorovnání neuplatňuje pouze žalobou na plnění, ale žalobou na určení s prvky žaloby na plnění. Žalobce ale podal žalobu ještě za původní právní úpravy jako žalobu na plnění, kdy vyčíslil i výši dorovnání, které požaduje. I přesto se však jedná o řízení, u něhož z právního předpisu vyplývá způsob vypořádání, a proto soud není návrhem žalobce vázán a může přisoudit více nebo něco jiného. Jelikož soud dospěl k závěru o přiměřenosti protiplnění, nerozhodoval o určení přiměřené výše protiplnění za jednu akcii (tedy pro všechny akcionáře společnosti), ale návrh na zaplacení dorovnání v žalobcem požadované výši zamítl.

Podle § 376 odst. 1 ZOK *Vlastníci účastnických cenných papírů mají právo na přiměřené protiplnění v penězích, jebož výši určí valná hromada. Hlavní akcionář doloží přiměřenost protiplnění znaleckým posudkem nebo jej odůvodní podle § 391 odst. 1. Posudek nesmí být ke dni doručení žádosti podle § 375 starší než 3 měsíce.*

Podle § 381 ZOK *návrh usnesení valné hromady nesmí v určení výše protiplnění obsahovat částku nižší, než kolik určuje znalecký posudek nebo zdůvodnění výše protiplnění, není-li podle tohoto zákona znalecký posudek vyžadován.*

Podle § 383 ZOK *důvodem pro vyslovení neplatnosti usnesení valné hromady o přechodu účastnických cenných papírů na hlavního akcionáře není skutečnost, že protiplnění není přiměřené.*

Podle § 385 ZOK *uplynutím 1 měsíce od zveřejnění zápisu usnesení do obchodního rejstříku podle § 384 přechází vlastnické právo k účastnickým cenným papírům společnosti na hlavního akcionáře.*

Podle § 388 odst. 1 ZOK *dosavadním vlastníkům zaknihovaných účastnických cenných papírů vzniká právo na zaplacení protiplnění a úroků obvyklých v době přechodu vlastnického práva účastnických cenných papírů zápisem vlastnického práva na majetkovém účtu v příslušné evidenci zaknihovaných cenných papírů a vlastníkům ostatních účastnických cenných papírů jejich předáním společnosti podle § 387, a to ode dne, kdy došlo k přechodu vlastnického práva k účastnickým cenným papírům akcionářů společnosti na hlavního akcionáře.*

Podle § 389 odst. 1 ZOK *pověřená osoba poskytne oprávněným osobám protiplnění bez zbytečného odkladu po splnění podmínek podle § 388 odst. 1.*

Podle § 390 ZOK

(1) *Vlastníci účastnických cenných papírů se mohou od splatnosti protiplnění domáhat po hlavním akcionáři práva na dorovnání, není-li poskytnuté protiplnění přiměřené hodnotě účastnických cenných papírů ke dni přechodu vlastnického práva na hlavního akcionáře; toto právo zaniká, není-li žádným vlastníkem účastnických cenných papírů uplatněno u hlavního akcionáře do 3 měsíců ode dne zveřejnění zápisu usnesení valné hromady podle § 384 v obchodním rejstříku.*

(2) *Hlavní akcionář oznámí bez zbytečného odkladu den uplatnění práva podle odstavce 1 způsobem stanoveným pro svolání valné hromady. Promlčecí doba běží ode dne, kdy hlavní akcionář splní oznamovací povinnost.*

(3) *Soudní rozhodnutí, kterým bylo přiznáno právo na jinou výši protiplnění, je pro hlavního akcionáře závazné co do základu přiznaného práva i vůči ostatním vlastníkům účastnických cenných papírů. Vlastníci účastnických cenných papírů, kteří se dovolali práva na dorovnání, mají právo na náhradu v řízení účelně vynaložených výdajů; není-li povinen tuto náhradu poskytnout hlavní akcionář, poskytne se z prostředků uložených v úschově podle odstavce 4.*

(4) *Hlavní akcionář ve lhůtě určené soudem splní dorovnání vůči všem vlastníkům účastnických cenných papírů do soudní úschovy a soud společně s rozhodnutím podle odstavce 2 věty první vyvěsí na své úřední desce také výzvu vlastníkům účastnických cenných papírů, aby se u něj o dorovnání přihlásili. Společně s tímto rozhodnutím a výzvou na přihlášení se o dorovnání uveřejní způsobem stanoveným tímto zákonem a stanovami pro svolání valné hromady. Účelně vynaložené náklady spojené s plněním do soudní úschovy se hradí z prostředků složených v úschově.*

(5) *Ustanovení občanského soudního řádu o připadnutí předmětu úschovy státu se nepoužije. Uplynula-li lhůta tří roků od právní moci usnesení o přijetí do úschovy, rozhodne soud, že předmět úschovy se vrací hlavnímu akcionáři, jestliže se o něj nikdo nepřihlásí do 1 roku ode dne vyhlášení tohoto usnesení. Toto usnesení soud vyvěsí na úřední desce soudu.*

(6) *Dobode-li se hlavní akcionář na dorovnání s vlastníkem účastnického cenného papíru mimo soudní řízení, je tato dohoda pro hlavního akcionáře závazná co do základu uznaného práva i vůči ostatním vlastníkům účastnických cenných papírů a hlavní akcionář její uzavření oznámí ostatním vlastníkům účastnických cenných papírů způsobem stanoveným tímto zákonem a stanovami pro svolání valné hromady. Hlavní akcionář bez zbytečného odkladu po uzavření dohody podle věty první splní dorovnání vůči všem vlastníkům účastnických cenných papírů do soudní úschovy; odstavce 4 a 5 se použijí obdobně.*

(7) *Pro vlastníky účastnických cenných papírů, kteří nebyli účastníky řízení podle odstavců 2 a 3, běží promlčecí lhůta pro uplatnění práva na dorovnání z prostředků podle odstavce 4 ode dne uveřejnění soudního rozhodnutí podle odstavce 4. Pro vlastníky účastnických cenných papírů, kteří nejsou stranami dohody podle odstavce 6, běží promlčecí lhůta pro uplatnění práva na dorovnání z prostředků podle odstavce 6 ode dne uveřejnění oznámení podle odstavce 4.*

15. Soud zjistil, že nárok žalobce nezankl, neboť byl uplatněn vůči žalované ve lhůtě tří měsíců od zveřejnění usnesení valné hromady společnosti v obchodním rejstříku.
16. Z ustálené judikatury (např. 29 Cdo 2214/2010) vyplývá, že základem pro stanovení výše přiměřeného protiplnění za jednu akcii společnosti v řízení o poskytnutí dorovnání (dříve podle § 183k obchodního zákoníku) je ocenění obchodního závodu společnosti, což je otázka skutková a odborná. Přizvaný znalec z oboru ekonomika je povinen správně zvolit metodu ocenění, její použití rálně odůvodnit, přičemž tato volba znalce podléhá posouzení soudu jen co do úplnosti a vnitřní logiky. V této věci znalecký ústav stanovující hodnotu obchodního závodu pro účely poskytnutí protiplnění v rámci rozhodování valné hromady o vytěsnění akcionářů, tak revizní znalec v tomto soudním řízení dospěli ke shodnému použití majetkové metody likvidační hodnoty, která je pro všechny akcionáře nejvyšší možnou dosaženou hodnotou akcie a odpovídá tzv. spravedlivé hodnotě. Tato metoda neobsahuje žádné srážky za minoritu, tedy zohlednění skutečnosti, že minoritní, až zcela zanedbatelný podíl na základním kapitálu má vzhledem k majoritnímu, až téměř stoprocentnímu podílu většinového akcionáře výrazně nižší tržní hodnotu.

Znalci proto v souladu s požadavky na ocenění pro účely poskytnutí dorovnání ocenili obchodní závod a hodnotu jedné akcie vypočetli z ceny závodu. Případné použití srážky za malou tržní kapitalizaci je v pořádku, neboť nijak neomezuje právo menšinového akcionáře, tedy nečiní nedůvodný rozdíl mezi akcionáři navzájem, ale vyjadřuje při ocenění jen tu skutečnost, že se ve srovnání s jinými závody jedná o malý závod. Soud se rovněž ztotožňuje s názorem žalované (*např. na straně 5 vyjádření z 6. 5. 2024*), že majoritnímu akcionáři dalším provozováním závodu (a společnosti) zůstává prostřednictvím akcií v držení pouze hodnota odpovídající hodnotě zjištěné výnosovou metodou (tedy cca 50 mil. Kč), popř. majetkovou metodou likvidační hodnoty (asi trojnásobně více), nikoliv odpovídající substanční hodnotě společnosti, přičemž se dobrovolně vzdává vyšší hodnoty, kterou by za akcie dostal, pokud by společnost zlikvidoval, avšak minoritní akcionáři dostali za své akcie protiplnění v hodnotě zjištěné likvidační metodou, tedy v hodnotě nejvyšší. Také se ztotožňuje s jejím názorem (*vyjádřeném ve třetí pasáži vyjádření z 6. 5. 2024*) o nezávaznosti dokumentu České národní banky s názvem „*Informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění*“, neboť akcie společnosti nebyly (a nejsou) kótované (na kapitálovém trhu), Česká národní banka proto nad procesem vytěsnění akcionářů nevykonávala žádný dohled, přičemž není ani znalcem z oboru ekonomika pro účely oceňování závodů, přičemž nová právní úprava vytěsnění neupravuje povinnost akciových společností s nekótovanými akciemi doložit stanovisko ČNB k předloženému znaleckému posudku. Ocenění znalcem je z pohledu odbornosti, nestrannosti a závaznosti zcela dostačující. K námitce žalobce odkazující na *článek 4.3 písm. a), c) a d) Informace ČNB* je třeba uvést, že jak VGD, tak NSG vycházeli z předpokladu trvání společnosti v dohledné budoucnosti (going concern), a proto oceňovali závod výnosovou metodou DCF entity, avšak ve prospěch minoritních akcionářů nakonec vycházeli z výrazně vyššího ocenění majetkovou metodou likvidační hodnoty. Nemohlo proto dojít k porušení písm. a) informace ČNB. V posudku NSG na str. 54 dole poslední červený bod je uvedeno, že výchozí kapitálová struktura byla použita v tržních hodnotách, nikoliv účetních, takže nedošlo ani k porušení písm. d) a k údajnému porušení písm. c) lze uvést, že NSG vysvětlil, jakým způsobem dospěl ke stanovení míry nákladů vlastního kapitálu a že nepoužil nezadlužené náklady vlastního kapitálu, ale náklady celkového kapitálu (WACC), přičemž lze též odkázat na vyjádření znalců, že výnosová metoda, pro níž je podstatné zjistit náklady vlastního kapitálu, nebyla zásadní metodou pro zjištění hodnoty obchodního závodu, přičemž i významné úpravy parametrů výpočtu nákladů vlastního kapitálu by nevedly k tak výraznému navýšení ceny výnosovou metodou, aby se to projeвило v konečném závěru znaleckého posudku.

17. Soud se neztotožňuje s tím, že by při jakékoliv odchylce ve prospěch žalujícího akcionáře při ocenění obchodního závodu, tudíž i akcie na základě znaleckého posudku vypracovaného v soudním řízení mělo být přiznáno právo na dorovnání, neboť ustanovení § 390 odst. 1 ZOK přiznává akcionářům právo na dorovnání jen tehdy, není-li poskytnuté protiplnění *přiměřené hodnotě účastnických cenných papírů* ke dni přechodu vlastnického práva na hlavního akcionáře. Jak uvedl znalec NSG, ocenění obchodního závodu by mělo být v souladu s odbornou literaturou a praxí stanoveno spíše v určitém rozmezí. Různí znalci tak i při použití správných metod mohou s ohledem na subjektivní hodnocení některých prvků výpočtu dospět k odlišným závěrům, aniž by jejich závěry musely být považovány za nesprávné, neboť se jedná o obor odhadování cen, nikoliv exaktní stanovení ceny. Liší-li se ocenění akcie o 11 %, pak lze dospět k závěru, že se ještě nejedná o tak významný rozdíl, aby bylo poskytnuté protiplnění považováno za nepřiměřené hodnotě akcie. I z jednotlivých závěrů obou znaleckých posudků vyplývá, že znalci mohou mít různé názory na ocenění jednotlivých položek, aniž by jeden názor nemohl být obhajitelný. Např. i NSG snížil hodnotu obchodního závodu v důsledku navýšení nákladů na likvidaci, na druhou stranu vyšší částkou ocenil nemovité věci výnosovou metodou. Žalobce netvrdil žádné další okolnosti, které by svědčily pro nesprávnost posudků VGD a NSG, že by nezohlednily některý majetek, popřípadě nadměrně zohlednily závazky či položky snižující hodnotu obchodního závodu. Jeho námitky směřovaly do použité metody ocenění a do způsobu jejího použití (odečítání nákladů likvidace), avšak byly znalci vyvráceny. VGD v posudku zvolil správnou metodu ocenění, správně ji použil,

příčemž posudek nevykazuje zásadní vady. Poskytnuté protiplnění tak bylo přiměřené hodnotě akcie společnosti. I revizní znalec NSG určil hodnotu obchodního závodu stejnou metodou, přičemž jeho posudek je stejně jako posudek VGD vnitřně konzistentní, logický, transparentní a řádně vysvětlující použití majetkové metody likvidační hodnoty, včetně nutnosti odečítání nákladů likvidace. Oba posudky byly zpracovány v souladu s judikaturou zajišťující, aby menšinový akcionář nebyl oproti většinovému znevýhodněn. Proto nebyla stanovena pouhá tržní hodnota akcie, ale spravedlivá hodnota akcie jakožto podíl na hodnotě obchodního závodu, která zohledňuje to, že menšinová akcionáři bez svého souhlasu byli zbaveni vlastnického práva k akciím. Určení výše přiměřeného protiplnění je otázkou právní, přičemž soud vychází z prokázaného skutkového stavu, tedy z určené hodnoty obchodního závodu, přičemž přihlíží i k ostatním v řízení zjištěným skutečnostem. Námitky žalobce se zaměřily na otázku správnosti použitých metod znalci, resp. z toho odvozené výše ocenění závodu. Nenamítal však jinou okolnost, např. tzv. prémiovou cenu, za kterou většinový akcionář nabyt akcie umožňující mu provést squeeze-out, ani nenamítl, že by znalci v posudku nezohlednili některý majetek obchodního závodu, nebo že naopak zohlednili závazky, které neměly být zohledněny. Dílčí rozdíly při ocenění majetku závodu mezi znaleckými posudky lze přičíst odlišnému hodnocení míry (ne)obsazenosti pozemků a budov při jejich ocenění výnosovým způsobem. Odlišný náhled znalců na tuto míru je však zatížen do značné míry subjektivním přesvědčením znalců a jejich zkušeností, přičemž rozdíl v ocenění hodnoty obchodního závodu mezi znalci není natolik zásadní, aby protiplnění poskytnuté akcionářům bylo považováno za nepřiměřené hodnotě akcií. Vysvětlení VGD o použití vyšší míry neobsazenosti také nelze považovat za zjevně chybné, ale jako obhajitelné. Menšinová akcionáři se podílejí na nejvyšší zjištěné hodnotě, tedy na majetku, jenž by mohl být získán hypotetickou likvidací společnosti. Výnosový potenciál obchodního závodu byl totiž relativně nízký v poměru k jeho majetkové hodnotě. Žalovaná tím, že obchodní závod provozuje, se podílí pouze na hodnotě získané výnosy z podnikání, kdežto menšinová akcionáři obdrželi protiplnění odpovídající nejvyšší zjištěné hodnotě. Při ocenění likvidační metodou je třeba přihlídnout i k tomu, že se jedná o rozsáhlý majetek (nemovitý i movitý), přičemž simulace likvidace společnosti je vždy zatížena určitým subjektivním hodnocením, např. předpokladu délky likvidace. Soud proto žalobu jako nedůvodnou zamítl, neboť žalobci nevzniklo právo na dorovnání, jelikož obdržené protiplnění bylo přiměřené hodnotě jeho akcie.

18. Výrok o náhradě nákladů řízení je odůvodněn ust. § 390 odst. 3 i. f. ZOK, dle něhož vlastník akcie, který se dovolal práva na dorovnání, má též právo na náhradu v řízení účelně vynaložených nákladů. Tato specifická norma procesního práva upravená hmotněprávním předpisem modifikuje procesní právní úpravu náhrady nákladů řízení (§ 142 a násl. o. s. ř.). Ustanovení je třeba vykládat ve prospěch i neúspěšných žalujících akcionářů, kteří se včas dovolali práva na dorovnání. V řízení bylo prokázáno, že žalobce je vytěsněným akcionářem, který nabyt byl jeden kus akcie více než rok před rozhodnutím o vytěsnění, tudíž je aktivně věcně legitimován dovolávat se práva na dorovnání, přičemž soud v řízení nezjistil žádné takové významné skutečnosti, které by vedly k závěru o zjevném zneužití práva žalobce ve smyslu § 8 o. z., aby takovému právu neposkytl ochranu, což by z hlediska nákladů řízení vedlo k uložení povinnosti neúspěšnému žalobci zaplatit náhradu nákladů řízení jak úspěšné žalované, tak státu podle výsledku řízení. Žalovaná sice tvrdila, že žalobce jako akcionář s pouhou jedinou akcií byl jediný, kdo se dovolal práva na dorovnání, a že se žalobou domáhal dorovnání ve výši přesahující 5 000 Kč, ačkoliv bylo zjištěno, že hodnota jedné akcie je výrazně nižší. Tyto skutečnosti však soud nepovažuje za zjevné zneužití práva, neboť v roce 2020 se za tehdy účinné právní úpravy uplatňoval nárok na dorovnání žalobou na plnění s nutností uvedení konkrétní výše peněžitého nároku, přestože soud není návrhem vázán. Tedy i případné uvedení přemrštěné výše nároku na dorovnání není samo o sobě zjevným zneužitím práva. Akcionář bez přístupu k podrobnějším informacím o majetku a závazcích akciové společnosti nemůže již v žalobě zcela přesně určit výši práva na dorovnání, což mu nemůže jít k tíži. Sama skutečnost, že byl vlastníkem pouze jediné akcie, nesevřdí o zjevném zneužití práva. Žalobce sice připustil, že je investorem do akcií vícero společností a již delší dobu vede různé

soudní spory, v nichž se domáhá práva na dorovnání, ale ani tato skutečnost sama o sobě neznamená, že by svého práva zneužíval. Žalovaná netvrdila, že by záměrem žalobce bylo žalované pouze škodit, nebo dosáhnout jiných cílů než poskytnutí dorovnání. Soud se proto neodchýlil od pravidla uvedeného v § 390 odst. 3 i. f. ZOK a přiznal neúspěšnému žalobci právo na plnou náhradu nákladů účelně vynaložených v tomto řízení ve výši 70 337,84 Kč skládající se z náhrady v paušální výši za 13 úkonů nezastoupeného účastníka po 300 Kč, náhrady cestovného za použití osobního vozidla Mercedes k pěti jednáním soudu (tři v roce 2021 a dvě v roce 2024) v celkové výši 12 057,84 Kč (*délka cesty 304 km, průměrná spotřeba 9,6 l/100 km, průměrná cena nafty v roce 2021 ve výši 27,20 Kč/l, sazba základní náhrady v roce 2021 ve výši 4,40 Kč/km, průměrná cena motorové nafty v roce 2024 ve výši 38,70 Kč/l a sazba základní náhrady v roce 2024 5,60 Kč/km*), z náhrady za parkovné v celkové výši 380 Kč, z náhrady za zaplacené soudní poplatky 4 000 Kč a z náhrady za zálohu na znalecký posudek ve výši 50 000 Kč.

19. Soud dále podle výsledku řízení v souladu s § 148 odst. 1 o. s. ř. uložil žalované povinnost zaplatit státu náhradu nákladů řízení, neboť s ohledem na výše uvedené nemohl tuto náhradu uložit k tíži žalobce. Hlavní akcionář musí při vytěsnění počítat i s náklady státu vzniklé v řízení o dorovnání, nebude-li žalující akcionář jednat nepoctivě. Tyto záruky je třeba považovat za součást komplexu práv a povinností při vytěsnění akcionářů, neboť se jedná o nucený přechod vlastnického práva k akciím ve prospěch hlavního akcionáře. Stát v řízení zaplatil na znalečném (výsledky zástupců znalců a revizní znalecký posudek) celkem 367 690,14 Kč.
20. Ve vztahu mezi žalobcem a vedlejším účastníkem na straně žalované nemá žádný z účastníků právo na náhradu nákladů řízení, neboť i na vedlejšího účastníka se vztahují závěry týkající se náhrady nákladů řízení mezi žalobcem a žalovanou, tedy ani on nemůže požadovat po neúspěšném akcionáři právo na náhradu nákladu řízení s tím, že soud neshledal důvod, aby vedlejší účastník byl povinen hradit náklady řízení žalobci spolu s žalovanou, neboť ustanovení § 390 odst. 3 ZOK je výjimkou z pravidla, a nelze jí proto rozšiřovat i na osoby, které nejsou účastníky řízení. Důvodem zavedení tohoto pravidla bylo vyvážit vztah mezi hlavním a menšinovým akcionářem, nikoliv vztah mezi menšinovým akcionářem a akciovou společností.

Poučení:

Proti rozsudku je možno podat odvolání k Vrchnímu soudu v Praze do 15 dnů ode dne doručení jeho písemného vyhotovení. Odvolání se podává u Krajského soudu v Českých Budějovicích.

České Budějovice 9. května 2024

JUDr. Jan Montag v. r.
samosoudce