



ČESKÁ REPUBLIKA
ROZSUDEK
JMÉNEM REPUBLIKY

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

žalobce:

[redacted], narozený dne [redacted]
zastoupený obecným zmocněncem [redacted]
sídlem [redacted]

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:

Larson-Juhl, 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 Larson-Juhl, s. r. o., IČ 15789772, a na zaplacení 9% úroků z prodlení ročně z částky 4 026,82 Kč od 25. 10. 2018 do zaplacení, se zamítá.

Shodu s prvopisem potvrzuje Lenka Koblencová.

- II. Žalovaná je povinna zaplatit žalobci na náhradě nákladů řízení částku 73 933,72 Kč do tří dnů od právní moci tohoto rozsudku.
- III. Ve vztahu mezi žalobcem a vedlejším účastníkem na straně žalované nemá žádný z účastníků právo na náhrad nákladů řízení.
- IV. Žalovaná je povinna zaplatit České republice - Krajskému soudu v Českých Budějovicích na plné náhradě nákladů řízení částku, jejíž výše bude určena samostatným usnesením.

Odůvodnění:

1. Vylíčení rozhodných skutečností

Žalobce se domáhá po žalované jako hlavním akcionáři vedlejšího účastníka (*dříve LIRA, obrazové rámy a lišty, a. s., nyní Larson-Jubl, s. r. o., dále též jen „společnost“*) dorovnání ve výši 4 026,82 Kč za jednu akcii o nominální hodnotě 1 000 Kč spolu s úroky z prodlení v zákonné výši od 25. 10. 2018 do zaplacení, neboť protiplnění obdržené od žalované za nucený přechod vlastnického práva z žalobce na žalovanou při tzv. vytěsnění akcionářů 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 jen „ZOK“), 2) akcie ve vlastnictví menšinových akcionářů přejdou do vlastnictví žalované (dále též jen „vytěsnění“), 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 nevytvořil, 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. VGD podhodnotil nemovité věci (zejména rekreační areál v Jenišově u Horní Plané), též stroje, zásoby a ochranné známky.

- 2. Žalovaná i vedlejší účastník na její straně (společnost) navrhli zamítnutí žaloby, neboť protiplnění podle usnesení valné hromady společnosti bylo přiměřené hodnotě akcie, posudek VGD správně ocenil obchodní závod a akcií ve spravedlivé výši použitím metody likvidační hodnoty, která byla vyšší, než výnosová hodnota podle metody diskontovaných volných peněžních toků (DCF entity). Společnost totiž dosahovala nízkých hospodářských výsledků. Použití diskontu za malou tržní kapitalizaci bylo správné. Do ocenění obchodního závodu metodou likvidační hodnoty se přitom nijak nepromítlo (i kdyby VGD diskont nepoužil, nemělo by to vliv na 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 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 bylo zveřejněno 17. 9. 2018.

- 4. Z výzvy žalobce k úhradě dorovnání z 22. 11. 2018 a doručanky 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 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,

Shodu s prvopisem potvrzuje Lenka Koblencová.

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 (likvidační hodnota) 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 je dodržena zásada rovnosti všech akcionářů. Společnost při své hlavní činnosti (výroba a prodej obrazových listů 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, proč 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 (likvidací). VGD proto stanovil cenu akcie na základě simulace řízeného, tedy časově neohrazeného 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 (viz str. 15). VGD ocenil nemovité věci ve výrobním areálu společnosti v Českém Krumlově na 76 mil. Kč, rekreační areál v Jenišově na 3,5 mil. Kč, movitý majetek na 51,446 mil. Kč, nedokončený dlouhodobý hmotný majetek na 1,508 mil. Kč, zásoby na 62,552 mil. Kč, krátkodobé pohledávky na 38,098 mil. Kč, krátkodobý finanční majetek na 6,188 mil. Kč, závazky na 38,603 mil. Kč, takže majetek po odečtení závazků činí 202,795 mil. Kč. 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. Výsledná likvidační hodnota se zohledněním faktoru času v podobě bezrizikové sazby 1,05 % činí 151 946 000 Kč.

7. Zástupci znaleckého ústavu VGD při výslechu uvedli, že společnost nebyla v rozhodné době před datem ocenění příliš hospodářsky výkonná, a proto použití výnosové 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 Shodu s prvopisem potvrzuje Lenka Koblencová.

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 bylo zohledněno, že výrobky se prodávají v rámci koncernu pod jinou značkou.

8. Z revizního znaleckého posudku č. [REDACTED] vypracovaného znaleckou kanceláří NSG Morison znalecká kancelář, s. r. o. (dále jen „NSG“), jejímž úkolem bylo přezkoumat znalecký posudek VGD a určit hodnotu obchodního závodu společnosti a hodnotu jedné akcie k datu 30. 4. 2018, bylo zjištěno, že NSG potvrdila správnost použití primární oceňovací metody likvidační hodnoty použité VGD. Při přezkumu ocenění položek v rámci této metody 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 životnosti 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 naopak k nadhodnocení celkové hodnoty. NSG tak na jedné straně zjistila částečné podhodnocení majetku, na druhé straně však i částečné podhodnocení nákladů na likvidaci, což se tedy částečně eliminuje a má pouze dílčí dopad do celkového výsledku ocenění. Rozdíl ve výsledné hodnotě činil 17,134 mil. Kč, kdy NSG stanovila 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, již společnost v letech 2016 a 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. Společnost v letech 2013-2017 vykazovala dobré výsledky v oblasti likvidity a finanční stability a nízké celkové zadluženosti, ale i přes růst tržeb 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 možného využití aktiv. NSG se proto přiklonila ke stejnému závěru jako VGD, že k datu ocenění by nejvyšší hodnotou pro akcionáře 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*) uvedla, že VGD nesprávně stanovil míru neobsazenosti tohoto areálu ve srovnání s faktickými informacemi z trhu k datu ocenění, což snižuje výpočet výnosové hodnoty areálu a z ní odvozené tržní hodnoty. Dle přílohy č. 4 posudku VGD je uvažována průměrná neobsazenost 32 %, což nebylo podloženo analýzou. NSG použila 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. Shodně však VGD i NSG 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 v posudku VGD (*str. 40-41*) neshledala NSG pochybení, neboť areál nebyl srovnatelný s jinými. Shodu s prvopisem potvrzuje Lenka Koblencová.

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 nevyhnou subjektivnímu expertnímu odhadu založenému na ekonomicky racionálním odůvodnění. Znalecký 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 odhadla délku likvidace na dva roky podle průměrné doby likvidace ekonomických subjektů v České republice. V rámci majetkového ocenění dospěla 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 dobou potřebnou pro likvidaci. NSG odhadla odměnu likvidátora na 2 176 500 Kč, celkové sociální závazky vůči zaměstnancům a statutárním orgánům na 42 185 000 Kč, náklady spojené se správou a zpeněžením majetku na 2 %, takže celkové náklady na likvidaci odhadla 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 jejich 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 vycházela 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

Shodu s prvopisem potvrzuje Lenka Koblencová.

zůstatku. Hodnota závodu (akcie) nemohla být zjištěna porovnáním, ani na základě tržní ceny, za jakou se akcie obchodují na veřejném trhu, neboť nebyly na veřejném trhu obchodovány. Při ocenění rekreačního areálu v Jenišově se nemohli opřít o ceny zjištěné porovnáním se srovnatelnými nemovitými věcmi, jelikož se v okolí nenacházely podobné areály k prodeji, přičemž NSG musela vycházet z informací, které byly dostupné ke dni ocenění, tedy nepřihlídnout například k 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 o více než rok později po datu ocenění za necelých 5,9 mil. Kč, přičemž v té době ceny nemovitostí rychle stoupaly. Důvodem použití metody likvidační hodnoty byla skutečnost, že sice společnost splňovala podmínky principu going concern, tedy předpokladu 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 akcionáře. Majetkové ocenění bylo více než trojnásobné oproti výnosovému ocenění. Nízká rentabilita 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 režijní náklady a její 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 např. z důvodu vyšších marží byla schopnost dosahovat zisku dvojnásobná, přesto by metoda likvidační hodnoty byla pro vytěsněné akcionáře výhodnější, jelikož společnost měla rozsáhlý nemovitý i movitý majetek (zásoby a stroje). Totéž by platilo i v případě optimističtějšího scénáře vývoje podnikání. V rámci metody likvidační hodnoty je správné započítávat náklady na likvidaci, byť se jedná o hypotetickou likvidaci a náklady nejsou reálně vynaloženy, přičemž hodnota závodu touto metodou zahrnuje odečtení závazků a nákladů spojených s likvidací, neboť pokud by likvidace byla provedena, zbyla by k rozdělení pro akcionáře pouze čistá hodnota jmění. K námitce žalobce, proč znalec NSG nepoužil tzv. metodu substanční hodnoty, NSG uvedla, že se řídí mezinárodními oceňovacími standardy a publikacemi Prof. Maříka, přičemž nebylo jejím úkolem stanovit substanční hodnotu jakožto čistou hodnotu majetku bez zohlednění nákladů likvidace. Ve znalecké praxi při oceňování závodů, ani podle odborné literatury není použití metody substanční hodnoty podniku obvyklé. Používá se 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 a nepoužívá se, neboť odpovídá na něco jiného, a to kolik by investor ušetřil, pokud by si něco zcela vybuodoval, na místo toho, aby si to koupil. Pro znalce je podstatné si položit otázku, zda akcionář jako investor bude participovat na budoucím zisku (výnosová metoda), nebo na čistém zůstatku po zpeněžení majetku. Substanční hodnota se používá pouze jako mezikrok, kdy se stanoví hodnota majetku a závazků, ale při používání metody likvidační hodnoty se zohledňují náklady na likvidaci. Substanční hodnota 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 uvažovala v trvání dvou let. K námitce použití amerických vládních dluhopisů pro určení bezrizikové úrokové míry zástupci NSG uvedli, že ve znalecké praxi neexistuje jednotný názor, zda pro českou společnost použít česká nebo zahraniční aktiva pro stanovení bezrizikové míry. Při použití českých vládních dluhopisů je totiž zase nutné kalkulovat s rizikovou prémie země (*vyjadřuje míru pravděpodobnosti selhání země při placení dluhů – pozn. soudu*). Ani změny v koeficientech pro výpočet nákladů vlastního kapitálu by nevedly k výrazně vyšší hodnotě zjištěné výnosovou metodou. 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 používala veřejně dostupná data ze stránek prof. Damodarana, na které odkazuje v posudku. Nepoužívala placené databáze, na které odkazuje žalobce. K námitce žalobce o špatně nastavených koeficientech pro výpočet nákladů vlastního kapitálu uvedla, 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 znalecké kanceláře 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. NSG přitom volbu metody ocenění řádně a srozumitelně odůvodnila v souladu s vnitřní logikou ocenění a žalobce nijak relevantně nezpochybnil správnost užití výnosové a majetkové metody ocenění. NSG se přitom na výběru metod shodla i se znaleckým ústavem VGD, kdy se bez pochyb shodli i na závěru, že pro vytěsněné akcionáře je nejvhodnější použití metody likvidační hodnoty, která jim zaručuje nejvyšší možné ocenění závodu (akcie). Žalobce relevantně nezpochybnil ani nutnost odečítání předpokládaných nákladů likvidace při použití metody likvidační hodnoty, jelikož dle VGD i 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 nesvědčí 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 1) existuje konkrétní *strategický partner* (zájemce o koupi podniku), 2) 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 3) 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. metoda substanční hodnoty není vhodná pro ocenění obchodního závodu společnosti, neboť vytěsnění menšinových akcionářů není výjimečným případem, jaký má na mysli citovaná odborná literatura pro použití této 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 užítky 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, sahají 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*. Shodu s prvopisem potvrzuje Lenka Koblencová.

oceňování se v tomto směru vyslovují zcela jednoznačně. Podobně věc vidí i Mezinárodní oceňovací standardy IVS 2007. Pokud podnik opravdu nemá velké vyblídky, je na místě zvážit použití likvidační hodnoty. Chápeme ovšem, že likvidační hodnota podniku je zpravidla pracnější než substanční ocenění. Jelikož NSG z přesvědčivých důvodů neshledává použití substanční metody za důvodné (podobně též VGD), pak návrh žalobce na vypracování znaleckého posudku touto metodou by ve skutečnosti znamenal superrevizní znalecký posudek, který soud však považuje za neodůvodněný a nevhodný. Na hlavního akcionáře (žalovanou) nelze pohlížet jako na konkrétního strategického partnera jakožto zájemce o koupi závodu, neboť pouze žalovaná mající téměř 95% akciový podíl sama 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. Znalci použitá metoda likvidační hodnoty odpovídá situaci obchodního závodu společnosti 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 akvírující 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 vysvětlila, 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 její zástupci 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 likvidační 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 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.

Shodu s prvopisem potvrzuje Lenka Koblencová.

13. Krajský soud nechal v souladu se závěrem kasačního usnesení odvolacího soudu z 2. 12. 2024 č. j. 7 Cmo 301/2024-1299 vypracovat znaleckou kanceláří NSG dodatek č. 1 k jejímu reviznímu znaleckému posudku za úkolem určení hodnoty obchodního závodu vedlejšího účastníka a stanovení hodnoty jedné akcie v souladu s judikaturou týkající se práva na přiměřené protiplnění za vytěsnění akcionářů ke dni přechodu vlastnického práva k akciím menšinových akcionářů na hlavního akcionáře (žalovanou), tedy ke dni 17. 10. 2018.
14. Z dodatku č. 1 k reviznímu znaleckému posudku č. ██████████ vypracovanému NSG Morison znalecká kancelář, s. r. o., dne 28. 4. 2025 bylo zjištěno, že vzhledem k nedostupnosti účetních výkazů k datu 17. 10. 2018 provedla ocenění podle nejbližše dostupných účetních dat k 30. 9. 2018, když v mezidobí i s přihlédnutím k vyjádření vedlejšího účastníka nedošlo k významným změnám v obchodním závodu. NSG opětovně dospěla k závěru, že s ohledem na nízkou rentabilitu obchodního závodu a z toho rezultující nízkou výnosovou hodnotu 53 898 000 Kč (zjištěnou metodou DCF entity, viz str. 41 dodatku č. 1) je třeba vycházet z majetkové metody likvidační hodnoty, neboť ta vyjadřuje nejlepší možné ekonomické využití majetku z hlediska investora (akcionáře). NSG odhadla cenu jednotlivých složek majetku a závazků, jakož i nákladů likvidace se zohledněním faktoru času, po který by simulovaná, řízená (dobrovolná) likvidace probíhala. Při určení obvyklé délky likvidace (dva roky) vycházela ze statistických dat uvedených v odborné literatuře (disertační práce uvedená na str. 78 dodatku č. 1). NSG ocenila aktiva, a to dlouhodobý nehmotný majetek (1 445 000 Kč), dlouhodobý hmotný majetek (182 537 000 Kč), hmotný majetek evidovaný v podrozvahové evidenci (5 082 000 Kč), zásoby (59 692 000 Kč), krátkodobé pohledávky (44 447 000 Kč), peněžní prostředky (6 140 000 Kč) a časové rozlišení aktiv (263 000 Kč), dále pasiva, a to dlouhodobé závazky (10 891 000 Kč) a krátkodobé závazky (28 457 000 Kč), přičemž (viz bod 4.3.15 na str. 77) shrnula výsledek majetkového ocenění tak, že přeceněná hodnota vlastního kapitálu činí 260 258 000 Kč (rozdíl mezi hodnotou majetku a závazků). Pro účely likvidační hodnoty pak vzala do úvahy náklady likvidace, a to odměnu likvidátora, závazky ze sociálních nároků zaměstnanců a náklady spojené se správou a zpeněžením majetku, celkem 50 981 000 Kč, z čehož 80 % tvoří sociální nároky zaměstnanců. Likvidační zůstatek po ukončení likvidace tak činí 209 277 000 Kč, takže při zohlednění délky likvidace pomocí diskontní míry 10,12 % hodnota peněžních toků z likvidace, tedy hodnota obchodního závodu pro účel ocenění, činí ke dni ocenění 172 579 000 Kč, a proto hodnota jedné akcie činí 1 962 Kč.
15. Při výslechu zástupci NSG stvrdili správnost svých závěrů v dodatku č. 1. Uvedli, že dospěli, stejně jako v původním znaleckém posudku k nutnosti použití stejných metod ocenění, a to i k rozhodnému dni 17. 10. 2018, kdy z hlediska spravedlivé hodnoty obchodního závodu pro vytěsněné akcionáře je opět vhodnější použít majetkovou metodu likvidační hodnoty, nikoliv výnosovou metodou s ohledem na velmi nízkou rentabilitu obchodního závodu. Za dobu od 30. 4. 2018 (rozhodné datum podle posudku) do 17. 10. 2018 nedošlo k významným rozhodným okolnostem, které by měly význam z hlediska použitých metod ocenění. Nepatrně vyšší hodnota obchodního závodu byla dána kombinací jak faktoru času, který se mohl projevit na jiné diskontní míře kalkulované úrokové míry, tak pohybu na majetkových a závazkových účtech. Nedošlo přitom k významnému nárůstu hodnoty jen některého aktiva (např. nemovitých věcí). Použití uvedených metod se opírá i o metodiku bývalé Komise pro cenné papíry pro znalecké posudky pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů (ZNAL) ze srpna 2004, dle níž je nutno použít likvidační metodu jako metodu zobrazující nejlépe hodnotu oceňovaného podniku tehdy, pokud nejlepším možným a právně přípustným naložením s podnikem je jeho likvidace, což může nastat tehdy, je-li likvidační hodnota podniku vyšší, než je hodnota zjištěná některou adekvátně aplikovanou výnosovou metodou. NSG vycházela i z renomované odborné literatury (Prof. Mařík a kol. Metody oceňování podniku, proces ocenění – základní metody a postupy, 4. upravené a rozšířené vydání, 2018, str. 319, 321, 371), z níž lze

citovat: „*Slabý podnik může samozřejmě dosahovat naopak nižších výnosů, než je obvyklé (v tomto případě se bobužel mnohem častěji setkáme s pravděpodobně nekonečným trváním těchto mimořádně nízkých výnosů). V takové situaci vzniká badwill. Metoda mimořádných čistých výnosů tak může napomoci pochopení, jak přistupovat ke výnosově slabým podnikům, které se v naší praxi velmi často vyskytují. V těchto případech není správné, jak se často dělá, ocenit takovýto podnik přímo substanční hodnotou založenou na cenách znovupořízení.*

„*V každém případě tento myšlenkový postup dobře ukazuje, jak je zcela chybné nevýnosné podniky ocenit pouze substanční hodnotou, jak to v praxi bobužel stále ještě někdy můžeme vidět.*“

„*Substanční hodnotě (myšleno metodě) ve smyslu nákladového ocenění (náklady na znovupořízení podniku) se přikládá v rámci souhrnného ocenění podniku jen omezený význam. Rozhodně nemůže být hlavní metodou pro odhad tržní hodnoty podniku, protože hodnota aktiva je ze svého principu dána užítky pro investora, nikoliv vynaloženými náklady.*“

NSG tedy aplikoval poznatky z odborné literatury dostupné v době ocenění. Znalci se opětovně neztotožnili s názorem žalobce, že by v případě vytěsnění akcionářů bylo vhodné použít tzv. metodu substanční hodnoty, která je metodou nákladovou. Vyjadřuje náklady na pořízení závodu. Tato metoda má totiž ve znalecké praxi jen omezený význam, přičemž není hlavní metodou pro odhad tržní hodnoty podniku, jelikož hodnota aktiva je dána užítky pro investora, nikoliv vynaloženými náklady na znovupořízení. S ohledem na nízkou rentabilitu závodu by z hlediska investora bylo nejvhodnějším řešením provedení likvidace, jíž by se tak dosáhlo nejvyššího užitku, tedy to bylo v daném okamžiku nejlepším možným využitím majetku. V rámci metod použitých NSG nebyly aplikovány srážky za minoritní podíl, ani za nucený (zrychlený) prodej. Zástupci NSG nesouhlasili s názorem žalobce, že hodnota čistého vlastního kapitálu 260 258 000 Kč uvedená v dodatku č. 1 představuje čistou hodnotu majetku, která by zůstala hlavnímu akcionáři. Stanovení této hodnoty je pouze mezikrokem v rámci ocenění likvidační metodou, neboť její nezbytnou součástí je i odečtení nákladů na likvidaci a zohlednění délky likvidace, neboť teprve po zohlednění nákladů zpeněžení majetku a trvání zpeněžení lze stanovit hodnotu závodu pro potenciálního investora. Pokud by se hlavní akcionář po vytěsnění rozhodl pro likvidaci společnosti, obdržel by po provedení likvidace (zpeněžení majetku a vypořádání závazků) hodnotu sníženou o náklady likvidace se zohledněním tzv. nákladů obětovaných příležitostí za trvání likvidace (diskont za délku likvidace). Použití diskontu zohledňuje, že výnos z likvidace neobdrží majitel již ke dni ocenění, ale s časovým odstupem. Jedná se o standardní postup zjištění hodnoty likvidační metodou. K rozdílu mezi zjištěnou hodnotou obchodního závodu ze strany NSG a ze strany znaleckého ústavu VGD uvedli, že oceňování majetku je oborem odhadování, a proto se dva znalci zpravidla rozcházejí ve svých závěrech, avšak neměly být disproporčně odlišné. NSG stanovila hodnotu k jinému datu než VGD, který zpracovává posudek před vytěsněním. VGD měl možnost si i fyzicky ověřit stav hmotného majetku v době ocenění, což NSG mohla učinit jen s velkým časovým odstupem. I tato skutečnost může způsobit rozdíl v ocenění.

16. Závěr o skutkovém stavu

Žalobce byl ke dni konání valné hromady společnosti dne 12. 9. 2018 jejím akcionářem, přičemž vlastnil jednu akcii o jmenovité hodnotě 1 000 Kč (jiné akcie nebyly společností emitovány) z celkového počtu 87 945 akcií. Na valné hromadě bylo na návrh žalované jakožto hlavního akcionáře s akciovým podílem téměř 95 % rozhodnuto o vytěsnění menšinových akcionářů s tím, že bylo na základě závěrů znaleckého posudku znaleckého ústavu VGD poskytnuto protiplnění 1 728 Kč za jednu akcii. Žalobce zaslal žalované výzvu k dorovnání protiplnění po dvou měsících

Shodu s prvopisem potvrzuje Lenka Koblencová.

od zveřejnění zápisu z valné hromady do obchodního rejstříku, avšak před uplynutím lhůty tři měsíců ode dne tohoto zveřejnění. Znaleckým dokazováním v tomto řízení (znalecký posudek VGD vypracovaný pro hlavního akcionáře v procesu vytěsnění, výslech jeho zástupců před soudem, revizní znal. posudek NSG, výslech jejích zástupců, dodatek č. 1 k reviznímu znal. posudku NSG a výslech jejích zástupců) bylo zjištěno, že hodnota jedné akcie k rozhodnému dni podle revizního znaleckého posudku NSG činila 1 962 Kč, když její výše byla (stejně jako v posudku VGD) zjištěna z hodnoty obchodního závodu společnosti stanovené nejvýhodnějším způsobem pro menšinové akcionáře majetkovou metodou likvidační hodnoty. Žalovanou poskytnuté protiplnění podle posudku VGD není nepřiměřené hodnotě akcie zjištěné ke dni přechodu vlastnického práva na hlavního akcionáře. Rozdíl činí 234 Kč na akcii, tedy přibližně 13,5 %. NSG se ztotožnila s metodami použitými znaleckým ústavem VGD, přičemž rozdíl v ocenění obchodního závodu spočíval v jiném náhledu na ocenění některých majetkových položek, zejména výrobního areálu v Českém Krumlově, kdy VGD byl vzhledem ke stavu a nemodernosti budov a jejich „roztržitosti“ po areálu skeptičtější ohledně jejich možné pronajmutelnosti, což se odrazilo v jejich nižší výnosové hodnotě (detailní popis budov je uveden na str. 72-79 posudku VGD). Naproti tomu NSG dospěl zase k vyšším nákladům na likvidaci než VGD, což vedlo ke snížení celkové hodnoty obchodního závodu. VGD i NSG se shodli na tom, že použití výnosové metody má pouze pomocný charakter s ohledem na nízkou ziskovost obchodního závodu. NSG přitom neshledal v posudku VGD žádné závažné pochybení mající za následek netransparentnost či nelogičnost závěrů posudku. Ani soudu se nejeví závěry posudku VGD s přihlédnutím k výsledku jeho zástupců a vyjádření VGD z 11. 1. 2024 k otázce ocenění výrobního areálu za nelogické či neodůvodněné. Rozdíl v ocenění výrobního areálu je dán do značné míry subjektivním náhledem znalců na otázku obsazenosti budov a pozemků ve výrobním areálu. Rozdíl v ocenění dalších položek (rekreační areál) je již minimální. Vzhledem k tomu 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 přihlédnout. Za podstatné soud považuje skutečnost, že se oba znalci shodli na metodě zjištění hodnoty podniku, že neaplikovali nepřijatelnou srážku za nízkou likviditu a stanovili hodnotu akcie jako podíl na čistém obchodním majetku. Za spravedlivou hodnotu akcie tak soud považuje jak hodnotu zjištěnou VGD (a poskytnutou žalovanou vytěsněným akcionářům), tak i hodnotu zjištěnou NSG, neboť se nijak diametrálně neliší, přičemž rozdíl je dán tím, že oceňování je oborem odhadování cen závislým zčásti na subjektivním hodnocení některých parametrů vstupujících do ocenění. Soud považuje poskytnuté protiplnění přiměřené hodnotě akcie zjištěné NSG.

17. 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 podána v roce 2020. Zásadní částí novelizace ZOK s účinností od 1. 1. 2021 bylo z procesního hlediska 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 nábradu v řízení účelně vynaložených výdajů; není-li povinen tuto nábradu 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. Společnost současně toto rozhodnutí a výzvu 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) *Dobodne-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*

Shodu s prvopisem potvrzuje Lenka Koblencová.

lhůta pro uplatnění práva na dorovnání z prostředků podle odstavce 6 ode dne uveřejnění oznámení podle odstavce 4.

18. *Právní hodnocení*

Soud předně uzavřel, že nárok žalobce nezanikl, neboť byl uplatněn vůči žalované ve lhůtě tří měsíců od zveřejnění usnesení valné hromady společnosti v obchodním rejstříku. Z ustálené judikatury (např. 29 Cdo 2214/2010) vyplývá, že základem pro stanovení výše přiměřeného protiplnění za jednu akcií společnosti v řízení o poskytnutí dorovnání (dříve podle § 183k obchodního zákoníku) je ocenění obchodního závodu společnosti, což je otázka skutková a odborná. Přizvaný znalec je povinen správně zvolit metodu ocenění, její použití řádně odůvodnit, přičemž volba metody podléhá posouzení soudu jen co do úplnosti a vnitřní logiky. V této věci jak znalecký ústav VGD stanovující hodnotu obchodního závodu pro účely rozhodování valné hromady o vytěsnění akcionářů a o výši protiplnění, tak i znalecká kancelář NSG přizvaná v tomto soudním řízení dospěli ke shodnému závěru o použití majetkové metody likvidační hodnoty jako nejvhodnější metody pro zjištění spravedlivé hodnoty akcie, která je pro všechny akcionáře nejvyšší možnou dosaženou hodnotou. Tato metoda neobsahuje srážku za minoritní podíl, tedy správně odhlíží od skutečnosti, že minoritní, či až zcela zanedbatelný podíl na základním kapitálu má výrazně nižší tržní hodnotu než podíl zjištěný z hodnoty obchodního závodu. Jak znalecký ústav VGD, tak znalecká kancelář NSG proto správně vypočetli hodnotu akcie jako podíl z hodnoty obchodního závodu společnosti, tedy postupovali v souladu se znaleckým zadáním a judikaturou Ústavního soudu ČR (např. sp. zn. III. ÚS 647/15), dle níž se při vypořádání podílového spoluvlastnictví má vycházet z ceny celé věci, nikoli z ceny podílu. Použití srážky za malou tržní kapitalizaci bylo ze strany NSG, potažmo VGD řádně a logicky vysvětleno tím, že ze světového hlediska je obchodní závod společnosti vskutku závodem malé velikosti. Použití této srážky nesnižuje právo menšinového akcionáře, jelikož nečiní nedůvodný rozdíl mezi akcionáři, ale vyjadřuje jen to, že se 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 zůstává prostřednictvím držených akcií hodnota zjištěná výnosovou metodou (tedy cca 53 mil. Kč), nebo nejvýše hodnota, kterou by získal likvidací závodu (zpeněžením majetku, úhradou dluhů a nákladů likvidace), tedy hodnota zjištěná majetkovou metodou likvidační hodnoty (přibližně trojnásobně více). Hlavní akcionář tak nemá k dispozici majetek, jehož hodnota by odpovídala hodnotě zjištěné metodou substanční hodnoty, která je metodou nákladovou, která vyjadřuje náklady na pořízení závodu, nikoli hodnotu, za kterou by bylo možné závod zpeněžit. Hlavní akcionář se přitom dalším provozováním nepříliš výnosného závodu dobrovolně vzdává vyšší hodnoty, kterou by za akcie dostal, pokud by závod zlikvidoval, avšak minoritní akcionáři dostali za své akcie nejvyšší protiplnění v hodnotě zjištěné majetkovou metodou likvidační hodnoty. Soud se též 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 kótované na kapitálovém trhu, tudíž Česká národní banka nad procesem vytěsnění akcionářů nevykonávala žádný dohled, přičemž není ani znalcem z oboru ekonomika pro účely oceňování závodů. 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 (*tzv. going concern*), a proto nejprve oceňovali závod výnosovou metodou DCF ve variantě entity, avšak s ohledem na nízkou ziskovost závodu nakonec ve prospěch minoritních akcionářů vycházeli z výrazně vyššího ocenění majetkovou metodou likvidační hodnoty. Nemohlo proto dojít k porušení písm. a) informace ČNB. V posudku NSG (*str. 54 dole poslední červený bod*) je uvedeno, že výchozí kapitálová struktura byla použita v tržních

Shodu s prvopisem potvrzuje Lenka Koblencová.

hodnotách, nikoliv účetních, takže nedošlo ani k porušení písm. d) a k údajnému porušení písm. c) informace ČNB. 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 NSG (i VGD), že výnosová metoda, pro níž je podstatné zjistit náklady vlastního kapitálu, nebyla zásadní metodou pro zjištění hodnoty obchodního závodu. Ani významné úpravy parametrů výpočtu nákladů vlastního kapitálu by nevedly k výraznému navýšení hodnoty zjištěné výnosovou metodou, aby se to projevilo v závěru znaleckého posudku. Menšinoví 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.

19. Určení výše dorovnání 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. Existence jakékoliv kladné odchylky mezi hodnotou účastnického cenného papíru zjištěnou ke dni přechodu akcie na hlavního akcionáře (znaleckým posudkem) a hlavním akcionářem poskytnutým protiplněním akcionářům minoritním bez dalšího neznamená vznik práva na dorovnání podle § 390 odst. 1 ZOK, jelikož toto ustanovení přiznává akcionářům právo na dorovnání jen tehdy, není-li poskytnuté protiplnění *přiměřené hodnotě účastnických cenných papírů ke dni přechodu vlastnického práva na hlavního akcionáře*. Jedná se o normu s relativně neurčitou hypotézou, takže soud musí v každém jednotlivém případě zkoumat z předem neurčeného okruhu okolností, zda je či není dán vztah přiměřenosti mezi poskytnutým protiplněním a hodnotou cenného papíru. Již jen ze skutečnosti, že výše protiplnění je valnou hromadou určena z hodnoty závodu a akcie k dřívějšímu časovému okamžiku (řádově několik měsíců) než hodnota akcie zjištěná znaleckým posudkem v řízení o dorovnání (ke dni přechodu vlastnictví k akciím), způsobuje významnou pravděpodobnost, že se budou obě hodnoty lišit. Majoritní akcionář musí pochopitelně počítat s možností, že hodnota akcie bude ke dni přechodu vlastnictví k akciím vyšší než hodnota, z níž vycházel při rozhodování o vytěsnění. V řízení nevyšlo najevo, že by obě zjištěné hodnoty byly diametrálně odlišné, ani že by se posudek znaleckého ústavu VGD trpěl vadami a jeho závěry se co do metodiky i výše ocenění lišily od posudku NSG. Také je třeba vzít v potaz, že i podle NSG by v souladu s odbornou literaturou a praxí mělo být ocenění obchodního závodu stanoveno spíše v určitém rozmezí, kdy je běžné, že různí znalci i při použití správných metod a dostatečných a podrobných podkladů mohou s ohledem na subjektivní hodnocení některých parametrů výpočtu dospět k odlišným závěrům, aniž by jejich závěry musely být považovány za nesprávné, neboť se jedná o obor odhadování cen, nikoliv o jejich exaktní stanovení. Liší-li se ocenění o 13,5 %, pak se podle názoru soudu nejedná o diametrální rozdíl daný nesprávností posudku VGD a na něho navazujícího usnesení valné hromady o výši protiplnění, aby poskytnuté protiplnění bylo možné považovat za nepřiměřené hodnotě akcie. Z obou znaleckých posudků vyplývá, že znalci mohou mít různé názory na ocenění jednotlivých položek, které mohou být obhajitelné. Ocenění některých majetkových položek (výrobního areálu společnosti) provedené VGD lze považovat za obhajitelné a přiměřené faktickému stavu a využitelnosti areálu (budov a pozemků). Např. i NSG snížila hodnotu obchodního závodu tím, že určila vyšší náklady na likvidaci než VGD. Žalobce netvrdil žádné další okolnosti, které by svědčily pro nesprávnost posudků VGD a NSG, že by nezohlednili některý majetek, popřípadě nadměrně zohlednili 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 přesvědčivě vyvráceny. VGD v posudku zvolil správnou metodu ocenění, správně ji použil, přičemž posudek nevykazuje zásadní vady. I znalecká kancelář NSG určila hodnotu obchodního závodu stejnou metodou, přičemž její 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.

Shodu s prvopisem potvrzuje Lenka Koblencová.

20. Dílčí rozdíly při ocenění majetku závodu lze přičíst odlišnému hodnocení míry (ne)obsazenosti budov ve výrobním areálu (tj. procentuální předpoklad pronájmu budov a pozemků) při jejich ocenění výnosovým způsobem, kdy VGD vycházel z vyšší míry neobsazenosti, což vedlo ke snížení výnosové hodnoty tohoto majetku. Odlišný náhled znalců na obsazenost areálu je však do značné míry ovlivněn subjektivním přesvědčením znalců a jejich zkušeností. Vysvětlení VGD o použití vyšší míry neobsazenosti také lze považovat za obhajitelné. Simulace likvidace obchodního závodu je vždy ovlivněna subjektivním hodnocením, zvláště pak jedná-li se o ocenění rozsáhlého nebo specifického majetku (např. výrobní areál, u něhož je třeba simulovat možnost jeho pronájmu jako celku či po částech, což může vést k rozdíům v ocenění).
21. Soud proto žalobu jako nedůvodnou zamítl, neboť žalobci nevzniklo právo na dorovnání, jelikož obdržené protiplnění bylo přiměřené hodnotě jeho akcie.
22. 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 úspěšně 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 73 933,72 Kč skládající se z paušální náhrady za 17 úkonů po 300 Kč (§ 2 odst. 3 vyhl. č. 254/2015 Sb.), náhrady cestovného za použití osobního vozidla k šesti jednáním (*tři v roce 2021, dvě v roce 2024 a jedno v roce 2025*) v celkové výši 14 833,72 Kč (*délka cesty 304 km, průměrná spotřeba 9,6 l nafty/100 km, průměrná cena v roce 2021 ve výši 27,20 Kč/l, v roce 2024 38,70 Kč/l a v roce 2025 34,70 Kč/l, sazba základní náhrady v roce 2021 ve výši 4,40 Kč/km, v roce 2024 5,60 Kč/km a v roce 2025 5,80 Kč/km*), z náhrady za zaplacené soudní poplatky 4 000 Kč (žaloba a odvolání, kdy za druhé odvolání žalobce se poplatek již nevybíral) a z náhrady za zaplacenou zálohu na znalecký posudek ve výši 50 000 Kč.
23. Soud podle výsledku řízení (§ 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 vytěsněných akcionářů, neboť se jedná o nucený přechod vlastnického práva ve prospěch hlavního

akcionáře. Soud určí výši nákladů samostatným usnesením (155 odst. 1 o. s. ř.) poté, co bude pravomocně rozhodnuto o znalečném za výslech zástupců znalecké kanceláře NSG.

24. 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 lze 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 5. srpna 2025

JUDr. Jan Montag v. r.
samosoudce