



ČESKÁ REPUBLIKA
ROZSUDEK
JMÉNEM REPUBLIKY

Městský soud v Praze rozhodl samosoudcem Mgr. Ing. Tomášem Černým ve věci

žalobkyně: **CHORS like a hotel s. r. o.** (dříve GPW s. r. o.), IČO 35951796
sídlem Obchodná 43-49, 811 06 Bratislava, Slovenská republika
zastoupena Mgr. Filipem Hajným, advokátem
sídlem Rubešova 83/10, 120 00 Praha 2

proti

žalované: **UniCredit Bank Austria AG**, reg. č. FN 150714p
sídlem Schottengasse 6-8, 1010 Vídeň, Rakouská republika
zastoupena JUDr. Tomášem Zagarem, advokátem
sídlem 28. října 767/12, 110 00 Praha 1

o přiznání práva na jinou výši protiplnění,

takto:

I. Určuje se, že výše přiměřeného protiplnění za 1 akcii společnosti Unicredit Bank Czech Republic & Slovakia, a. s., IČ.: 64948242, se sídlem Želetavská 1525/1, 140 92 Praha 4 (dále i jako „Společnost“), o jmenovité hodnotě 46,00 Kč, vydané jako zaknihovaný cenný papír, ISIN: CZ0008041274, v rámci rozhodnutí valné hromady Společnosti ze dne 1. 6. 2016 o nuceném přechodu vlastnického práva k akciím na žalovanou, **je ke dni 13. 7. 2016 částka 468,87 Kč.**

II. Žalovaná je povinna zaplatit žalobkyni částku ve výši 824 223,69 Kč spolu:
- s úrokem z částky 824 223,69 Kč ve výši 2,30 % ročně od 14. 7. 2016 do zaplacení,
- s úrokem z prodlení z částky 824 223,69 Kč ve výši 8,05 % ročně od 15. 7. 2016 do zaplacení,

Shodu s prvopisem potvrzuje M. J.

to vše do tří dnů od právní moci tohoto rozsudku.

- III.** Žalovaná je povinna ve lhůtě **2 měsíců** od právní moci tohoto rozsudku složit do soudní úschovy dorovnání vůči všem dosavadním vlastníkům účastnických cenných papírů Společnosti – akcií o jmenovité hodnotě 46,00 Kč, vydaných jako zaknihovaný cenný papír, ISIN: CZ0008041274. Výše dorovnání činí 58,97 Kč za každou jednu akcií. Dorovnání je žalovaná povinna složit spolu s úroky ve výši 2,30 % ročně z celkové výše dorovnání od 14. 7. 2016 do dne složení dorovnání do soudní úschovy, úroky z prodlení ve výši 8,05 % ročně z celkové výše dorovnání od 15. 7. 2016 do dne složení dorovnání do soudní úschovy a náklady spojenými s plněním do soudní úschovy.
- IV.** Žalovaná je povinna zaplatit žalobkyni na náhradě nákladů řízení částku ve výši **186 500,10 Kč**, a to do tří dnů od právní moci tohoto rozsudku k rukám právního zástupce žalobkyně.
- V.** Žalovaná je povinna zaplatit České republice – Městskému soudu v Praze plnou náhradu nákladů řízení ve výši **213 706 Kč**, a to do tří dnů od právní moci tohoto rozsudku.

Odůvodnění:

1. Žalobou, došlou zdejšímu soudu dne 12. 9. 2016 se **žalobce a) Ing. R. M.** [ten nyní již není žalobcem v tomto řízení, jedinou žalobkyní je nyní původní žalobkyně b) – viz záhlaví tohoto rozsudku, vysvětleno dále. Pokud je v textu dále uvedeno toliko „žalobkyně“ bez dalšího označení, tak je tím myšlena původní žalobkyně b), která je aktuálně jedinou osobou na žalující straně a je tak také uvedena v záhlaví tohoto rozsudku] a **žalobkyně b) GPW s.r.o.** (dále společně jen „žalobci“) domáhali práva na přiznání jiné výše protiplnění podle ustanovení § 390 zák. č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích (dále i jako „z. o. k.“). Žalobci byli akcionáři společnosti UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s. (dále případně též „UniCredit“ nebo „UCB“). Žalobci (dle svých slov) vlastnili ke dni nuceného přechodu vlastnického práva k účastnickým cenným papírům, a to žalobce a) 722 ks akcií UniCredit a žalobce b) 13 977 ks akcií UniCredit. Žalovaná byla hlavním akcionářem UniCredit ve smyslu ustanovení § 375 a násl. z. o. k. **Dne 1. 6. 2016 valná hromada společnosti UniCredit rozhodla vahou hlasů žalovaného o schválení nuceného přechodu účastnických cenných papírů společnosti na hlavního akcionáře ve smyslu ustanovení § 375 a násl. z. o. k.** Předmětná valná hromada rovněž schválila, že žalovaný poskytne všem ostatním akcionářům UniCredit, včetně žalobců, **protiplnění ve výši 409,90 Kč** za každou jednu akcií společnosti, kterou vlastnili. Žalovaný doložil údajnou přiměřenost tohoto protiplnění znaleckým posudkem, který vypracovala dne 5. 4. 2016 obchodní společnost E & Y Valuations s.r.o. (dále jen „E & Y“ nebo „EY“). **Dopisy, ze dne 22.7., resp. 8. 8. 2016 uplatnili žalobci u žalovaného právo na dorovnání ve smyslu ustanovení § 390 z. o. k.** Podle z. o. k. mají všichni vytěsnění akcionáři, jimž byly jejich účastnické cenné papíry odebrány postupem dle ustanovení § 375 a násl. z. o. k., právo na protiplnění v přiměřené hodnotě účastnických cenných papírů ke dni přechodu vlastnického práva na hlavního akcionáře. Žalobci mají za to, že protiplnění ve výši 409,90 Kč za každou jednu akcií UniCredit, kterou žalobcům žalovaný vyplatil, není přiměřené. Rovněž tak předložený posudek E & Y není způsobilý doložit přiměřenost protiplnění, neboť posudek není řádně odůvodněn. Žalobci mají za to, že v každém případě se soud nevyhne nutnosti určit přiměřené protiplnění na jednu akcií. Z důvodu nejasných formulací z. o. k. a nedostatku přímo použitelné judikatury je nutno se při výkladu zákona inspirovat v typově nejbližších institutech, ke kterým již výkladová stanoviska soudu existují, tedy

jednak jde o přezkumné řízení podle ustanovení § 183 zák. č. 513/1991, obchodní zákoník (dále i jako „**obch. zák.**“ či „**obch. zákoník**“), a dále o přezkumné řízení dle ustanovení § 220 obch. zákoníku. Žalobci dále zdůrazňují nutnost aplikace ustanovení § 4 z. o. k., tedy obráceného důkazního břemene pro toto řízení. **Dnem přechodu vlastnického práva k účastnickým cenným papírům je podle žalobců dostupných informací v souladu s ustanovením § 385 odst. 1 z. o. k. den 14. 7. 2016.** Zákon přiznává vytěsněným akcionářům nárok na dvojitý úrok (srov. usnesení Nejvyššího soudu ČR ze dne 25. 11. 2015, sp. zn. 29 Cdo 4778/2014). **Jednak je o tzv. obvyklý úrok** ve smyslu ustanovení § 388 odst. 1 z. o. k., a to ode dne přechodu vlastnického práva k účastnickým cenným papírům, když žalobci považují za obvyklý úrok, úrok ve výši 4 % ročně. **Dále jde o standardní zákonný úrok z prodlení** vyčíslený v souladu s nařízením vlády č. 351/2013 Sb. S ohledem na shora uvedené pak žalobce a) navrhuje, aby soud určil výši přiměřeného protiplnění, jenž měla žalovaná poskytnout ostatním akcionářům za každou jednu akcii společnosti UniCredit v návaznosti na usnesení valné hromady UniCredit konané dne 1. 6. 2016 a dále aby uložil žalovanému povinnost do tří dnů od právní moci rozhodnutí uhradit žalobci a) částku rovnající se součinu soudem v tomto řízení stanoveného dorovnání protiplnění za každou jednu akcii přešlou do vlastnictví žalované v návaznosti na usnesení valné hromady uvedené společnosti, konané dne 1. 6. 2016, a to v počtu 722 akcií této společnosti, dále pak úrok ve smyslu ustanovení § 388 odst. 1 z. o. k. ve výši 4 % p.a. ode dne 14. 7. 2016 do zaplacení a dále zákonný úrok z prodlení ve výši 8,05 % p.a. ze soudem stanovené částky ode dne 15. 7. 2016 do zaplacení a rovněž tak náhradu nákladů řízení. Žalobkyně b) pak navrhuje, aby soud určil výši přiměřeného protiplnění, jež měla žalovaná poskytnout ostatním akcionářům za každou jednu akcii společnosti UniCredit, která přešla do vlastnictví žalovaného v návaznosti na usnesení valné hromady společnosti konané dne 1. 6. 2016, a dále pak uložil žalované povinnost do tří dnů od právní moci rozhodnutí uhradit žalobkyni b) částku rovnající se součinu soudem v tomto řízení stanoveného dorovnání protiplnění za každou jednu akcii přešlou do vlastnictví žalovaného v návaznosti na usnesení valné hromady konané dne 1. 6. 2016, a to v počtu 13 977 akcií, dále pak úrok ve smyslu ustanovení § 388 odst. 1 z. o. k. a dále pak zákonný úrok z prodlení ve výši 8,05 % p.a. a rovněž tak nárok na náhradu nákladů řízení.

2. K výzvě soudu se dne 22. 12. 2016 k žalobě vyjádřila žalovaná níže uvedeným způsobem. Především zde rozporuje aktivní legitimaci žalobce a), pokud jde o akcie v počtu 512 ks, když má za to, že lze prokázat pouze to, že žalobce a) byl k rozhodnému dni vlastníkem pouze 210 ks akcií. Dále pak má za to, že žalovaná společnost poskytla dostatečně přiměřené protiplnění za jednu akcii, a to na základě **znaleckého posudku vypracovaného E & Y.** Znalecký posudek vypracoval renomovaný znalecký ústav s rozsáhlými zkušenostmi v oboru oceňování podniků, když vycházel ze tří obecně uznávaných oceňovacích metod: výnosové metody, metody tržního porovnání a porovnání ocenění hodnotou vlastního kapitálu. Pokud snad žalobci poukazují na nedostatek odůvodnění znaleckého posudku a z toho plynoucí informační deficit žalobců, tak má žalovaná za to, že tuto námitku lze vyřešit tím, že soud vyslechne osoby, které jsou za účelem podání vysvětlení uvedeny ve znaleckém posudku. Pokud jde o příslušenství, tak obvyklými úroky se podle § 1802 zák. č. 89/2012 Sb., občanský zákoník (dále i jako „**o. z.**“), rozumí úroky požadované za úvěry, které poskytují banky v místě bydliště nebo sídla dlužníka v době uzavření smlouvy. Podle statistických údajů zveřejňovaných ČNB, na které se žalobci odvolávají, úroková **sazba se splatností do jednoho roku poskytnutých nefinančním podnikům v tuzemsku, měla koncem července 2016 hodnotu 2,3 % p.a.**

Žalobcům úrok z prodlení nepřísluší. Podle § 1970 o. z., věřitel nemůže požadovat po dlužníkovi, který je v prodlení se splácením peněžitého dluhu, zaplacení úroku z prodlení, jestli dlužník není za prodlení odpovědný. Odpovědnost za prodlení je obecně chápána jako objektivní, nikoli absolutní. Rovněž tak neobstojí ani určení okamžiku vzniku prodlení žalované. **K výplatě protiplnění určené valnou hromadou došlo v zákonné lhůtě, a to dne 15. 7. 2016.** S ohledem na uvedené skutečnosti proto žalovaná požaduje, aby soud rozhodl nejdříve částečným rozhodnutím tak, že žaloba na zaplacení dorovnání se zamítá a konečným rozhodnutím pak tak, že žaloba na určení přiměřeného plnění a žaloba, aby žalovaná zaplatila žalobcům dorovnání, se zamítá. Zároveň uvádí, že jestliže soud dojde k závěru, že bude nutné ustanovit znalce ve věci zjištění hodnoty jedné akcie žalované v rozhodném okamžiku, pak žádají o poskytnutí možnosti vyjádřit se k osobě znalce a k otázkám, na které by měl znalec odpovědět.

3. Dne 1. 2. 2017 žalobci navrhli, aby soud přerušil řízení až do pravomocného skončení řízení vedeného u Okresního soudu v Bratislavě I., ve věci sp. zn. 15 C 149/2013, neboť v odkazovaném řízení je mimo jiné autoritativně zjišťována hodnota přiměřeného protiplnění za odkoupení akcií společnosti UniCredit Bank Slovakia a.s., v souvislosti s přeshraniční fúzí, která proběhla v roce 2013. Soud tomuto návrhu vyhověl a dne 9. 2. 2017 vydal usnesení, č.j. 71 Cm 74/2016-31, kterým toto řízení přerušil až do doby pravomocného skončení řízení vedeného Okresním soudem v Bratislavě I., pod č.j. 15 C 149/2013. Do tohoto usnesení se však odvolala žalovaná s tím, že Vrchní soud v Praze následně rozhodl dne 25. 1. 2018, pod č.j. 14 Cmo 102/2017-40, že se toto řízení nepřerušuje.

K rozšíření návrhu (žaloby)

4. V průběhu jednání, které se konalo dne 30. 1. 2020, **soud připustil změnu žalobního petitu**, pokud jde o žalobce a) s tím, že došlo k úpravě počtu akcií, u nichž se domáhal vyplacení přiměřeného dorovnání, a to z počtu 722 akcií na počet 210 akcií. Rovněž tak připustil změnu žalobního petitu, pokud jde o výši úroku ve smyslu ustanovení § 388 odst. 1 ZOK, a to úpravu na výši 2,3 % p.a. (*viz čl. 123 spisu*). Soud tak má za to, že na výši 2,3 % p.a. se tak strany v podstatě „dohodly“, a to, že se jedná o obvyklou výši úroku, již mezi nimi není sporné (ostatně obvyklost úroku vyplývá i z důkazů, viz dále).

K dosavadnímu řízení, ukončení účasti žalobce a) v řízení

5. Městský soud v Praze (jakožto soud I. stupně) po provedeném dokazování ve věci vydal dne 27. 8. 2020 pod č.j. 71 Cm 74/2016-167 rozsudek, kterým byl návrh na určení výše přiměřeného protiplnění, jež měla žalovaná poskytnout ostatním akcionářům za každou jednu akcii společnosti UniCredit, která přešla do vlastnictví žalované v návaznosti na usnesení valné hromady UniCredit konané dne 1. 6. 2016, **zamítnut. Dále byl zamítnut návrh**, aby soud uložil žalované povinnost uhradit žalobci a) a žalobkyni b) částku rovnající se součinu soudem v tomto řízení stanoveného dorovnání protiplnění za každou jednu akcii UniCredit přešlou do vlastnictví žalované v návaznosti na usnesení valné hromady UniCredit konané dne 1. 6. 2016, a to včetně příslušenství. V následující části bylo rozhodnuto o povinnosti žalobců zaplatit ČR – Městskému soudu v Praze náklady na znalečné ve výši 179 806 Kč a dále soud rozhodl o náhradě nákladů řízení mezi stranami sporu. Žalobci proti rozhodnutí soudu prvního stupně **podali dne 14. 10. 2020 odvolání** o kterém bylo rozhodnuto Vrchním soudem v Praze usnesením ze dne 2. 5. 2022, č.j. 14 Cmo 26/2021-212, kterým byl rozsudek soudu prvního stupně zrušen a věc mu byla

vracena k dalšímu řízení. **Žalobce a) však nezaplatil soudní poplatek za podání odvolání, a tak bylo vůči němu odvolací řízení zastaveno usnesením ze dne 28. 12. 2020, č.j. 71 Cm 74/2016-188** (rozhodnutí soudu I. stupně tak je vůči němu pravomocné). Podle odvolacího soudu soud prvního stupně správě uzavřel zachování prekluzivní lhůty stanovené § 390 odst. 1 z. o. k. Zároveň uvádí, že uvedené řízení je ve smyslu uvedeného ustanovení § 390 odst. z. o. k. řízením sporným, kdy soud není limitován znaleckým posudkem předloženým hlavním akcionářem. Podle odvolacího soudu:

- základem pro stanovení výše přiměřeného protiplnění je obvykle hodnota podniku společnosti, což je otázkou skutkovou, k jejímuž posouzení jsou zapotřebí odborné znalosti (§ 127 občanského soudního řádu), když k objasnění uvedených skutečností bude nezbytné vycházet ze znaleckého posudku, který lze nechat přezkoumat také jiným znalcem či státním orgánem, vědeckým ústavem nebo vysokou školou.
- **určení hodnoty podniku společnosti (jež je otázkou skutkovou) nelze ztotožňovat s určením výše přiměřeného protiplnění (jež je otázkou právní).**
- Při stanovení výše přiměřeného protiplnění v zásadě nepřichází v úvahu tzv. diskont za likviditu nebo za minoritu.
- Zároveň při určení přiměřeného protiplnění při aplikaci výnosové metody, zpravidla nemůže být aplikována přírážka za nižší likviditu akcií. Zároveň protiplnění poskytované hlavním akcionářem musí odpovídat hodnotě účastnických cenných papírů, jejichž vlastnictví hlavní akcionář v důsledku nuceného přechodu nabude tak, aby hodnota investice vlastněné minoritním akcionářem zůstala zachována. U uvedeného také z požadavku přiměřenosti (spravedlnosti) plyne, že protiplnění zásadně nesmí být nižší než tržní cena dotčených účastnických cenných papírů v době předcházející vytěsnění, lze-li ji objektivně určit.
- Soud prvního stupně byl odvolacím soudem zavázán k provedení doplnění dokazování ohledně přírážky za velikost, když je na soudu prvního stupně, aby se této otázce náležitě věnoval a tuto skutkovou otázku náležitě objasnil a v návaznosti na uvedené se ve svém rozhodnutí vypořádal a vysvětlil, zda a z jakých důvodů v poměrech projednávané věci dovodil, zda je použití velikostí přírážky namíste či nikoliv. Má-li soud za to, že použití přírážky není případné, je třeba, aby hodnotu akcií bez použití přírážky za velikost vyčíslil znalec, neboť její zohlednění bylo součástí použité oceňovací metody a použitého vzorce, a nelze ke konečnému výsledku dojít toliko matematickou jednoduchou operací. Za tímto účelem je třeba doplnit soudní znalecký posudek a k jeho doplnění soudního znalce případně rovněž vyslechnut.

6. Soud I. stupně následně rozhodl **opětovně** ve věci samé usnesením ze dne 25. 1. 2024, č.j. 71 Cm 74/2016-349, tak, že určil vyšší přiměřeného protiplnění na jednu akcii ve výši 468,87 Kč a uložil žalované, aby zaplatila žalobkyni částku 824 223,69 Kč spolu s úrokem ve výši 4 % p.a. a spolu s úrokem z prodlení ve výši 8,05 % p.a. Odvolací soud následně toto rozhodnutí k odvolání žalované zrušil usnesením ze dne 20. 5. 2025, č.j. 14 Cmo 215/2024-389, kdy uvedl, že:

- rozhodnutí je nepřezkoumatelné,
- rozhodnutí bylo vydáno v nesprávné formě (ve formě usnesení namísto rozsudku),

Shodu s prvopisem potvrzuje M. J.

- v rozhodnutí je kritický nedostatek vlastních skutkových a právních závěrů,
- chybí závěr o skutkovém stavu,
- nebylo uvedeno, z jaké právní úpravy bylo vycházeno,
- nebyla pochopena přírážka za velikost podniku,
- znalecký posudek APELEN se jeví toliko jako polemika, kdy s jeho závěry se soud nevypořádal,
- soud se nevypořádal s otázkou bezrizikové úrokové míry,
- přírážka za velikost je fakultativně aplikovatelná (viz rozhodnutí Vrchního soudu v Praze ze dne 12. 11. 2024, sp. zn. 14 Cmo 81/2024).

Ke skutkovému stavu

7. **Zjištěný skutkový stav je následující:**

1. Skutkový stav před 1. rozhodnutím soudu I. stupně ve věci samé (tedy před rozsudkem ze dne 27. 8. 2020, č.j. 71 Cm 74/2016-168)
8. Soud I. stupně učinil **před prvním rozhodnutím ve věci samé** následující skutková zjištění:
9. *Z výpisu operací vedených FIO bankou, č. účtu xxx, a to výpisu č. 7/2016, ke dni 31. 7. 2016, vedeného pro společnost GPW s.r.o., soud mimo jiné zjistil, že došlo k odepsání cenných papírů, a to na základě převodu v množství 13 977 ks. Je zde uvedeno datum 15. 7., resp. 18. 7. 2016. Dále že došlo po odepsání cenných papírů ke vložení částky 5 729 172,30 Kč (tedy 409,90 Kč/akcii vynásobeno počtem akcií 13 977 ks).*
10. *Z výpisu z obchodního rejstříku společnosti UniCredit Bank Austria AG ke datu 14.11.2016, že se jedná o výpis, vedený pod č.j. FN 150714 p s tím, že tento výpis byl doložen pouze v německém jazyce. Tato listina je pro soud nesrozumitelná (překlad nebyl dodán), kdy však soud má za to, že nebylo potřeba dodávat překlad dané listiny, když pro rozhodnutí ve věci samé bylo možné dostatečně vyjít z jiných důkazů. Daná listina měla být výpisem žalované z německého obchodního rejstříku, kdy však soud má existenci žalované za prokázanou z jiných dokumentů (např. z notářského zápisu ohledně vytěsnění atd.). Dané listiny tak není pro rozhodnutí ve věci samé potřeba.*
11. *Z výpisu z účtu majitele k zadanému datu, včetně zástav a PPN, vedeného Centrálním depozitářem cenných papírů o majiteli, tedy společnosti GPW s.r.o., ke datu 1. 6. 2016, soud zjistil, že společnost GÚW s.r.o. byla k datu 1. 6. 2016 majitelem celkem 13 977 ks akcií UniCredit o JH 46 Kč.*
12. *Z notářského zápisu NZ 1656/2016, N 973/2016, sepsaného dne 9. 6. 2016, notářem JUDr. Bobdanem Haladou, soud zjistil, že se notář zúčastnil řádné valné hromady UniCredit konané dne 1. 6. 2016. Notář zde zkonstatoval, že valná hromada byla usnášeníschopná, byly zde zaznamenány protesty jednotlivých akcionářů, když se jednalo o protest akcionáře Ing. R. M. a společnosti MERCES s.r.o., s tím, že se jednalo o subjekt odlišný od žalobkyně. Notář následně vydal osvědčení o rozhodnutí řádné valné hromady UniCredit s tím, že bylo konstatováno, že hlavním akcionářem je společnost UniCredit Bank Austria AG a bylo rozhodnuto o nuceném přechodu vlastnického práva ke všem ostatním akciím banky, tedy ke kmenovým akciím na jméno o jmenovité hodnotě 46 Kč, na hlavního akcionáře (UniCredit Bank Austria AG) a dále bylo určeno, že hlavní akcionář poskytne všem ostatním akcionářům banky protiplnění ve výši 409,90 Kč za každou kmenovou akcií na jméno o jmenovité hodnotě 46 Kč. Dále se zde konstatuje, jaké postupy volil znalec, jakým*

Shodu s prvopisem potvrzuje M. J.

způsobem určil výši protiplnění s tím, že pokud jde o protiplnění, toto bude ve smyslu § 388 odst. 1 z. o. k. zvýšeno o úroky ve výši obvyklých úroků podle § 1802 o. z., a dále je zde určení, že hlavní akcionář poskytne protiplnění spolu s odpovídajícím úrokem na své náklady prostřednictvím pověřené osoby, a to nejpozději do 30 dnů ode dne přechodu akcií na hlavního akcionáře. Přílohou notářského zápisu je rovněž listina přítomných na valné hromadě, když pro potřeby tohoto řízení soud zkonstatoval, že jako akcionář je zde uveden i Ing. R. M. se jmenovitou hodnotou akcií 9 660 Kč.

13. *Ze znaleckého posudku zpracovaného společností E & Y Valuations s.r.o., vyhotoveného dne 5. 4. 2016, pod č.j. 8/34636572/16, soud zjistil, že se jedná o posudek o stanovení výše přiměřeného protiplnění za jednu akcii UniCredit o jmenovité hodnotě 46 Kč (jiné druhy akcií minoritní akcionáři k datu ocenění nevlastní) s tím, že závěrečný výrok tohoto posudku zní tak, že na základě podkladů, předpokladů, omezení, vlastních analýz a metodických postupů ocenění v tomto posudku je znalec názoru, že výše přiměřeného protiplnění v penězích za jednu kmenovou akcii společnosti na jméno, v zaknihované podobě, se jmenovitou hodnotou 46 Kč, kterou vlastní minoritní akcionáři společnosti k datu ocenění, činí po zaokrouhlení částku 409,90 Kč.*
14. Soud dále provedl důkaz *znaleckým posudkem České znalecké, a.s., č. 5 529-01-2019, který byl vypracován zpracovatelem Česká znalecká, a.s. dne 25. 4. 2019 na základě rozhodnutí soudu (viz č.l. 62 spisu). Zásadní dotaz, který měl znalecký ústav vyřešit v rámci znaleckého zkoumání, bylo stanovení výše přiměřeného protiplnění za jeden kus akcie na jméno o jmenovité hodnotě 46 Kč, tedy reálné hodnoty v souvislosti se stanovením výše protiplnění v návaznosti na rozhodnutí valné hromady UniCredit ze dne 1. 6. 2016 o nuceném přechodu vlastnického práva k akciím UniCredit na hlavního akcionáře (UniCredit Bank Austria AG), a to ke dni přechodu vlastnického práva k akciím, tj. ke dni 13. 7. 2016. Výsledkem znaleckého zkoumání pak byl závěr, že výše přiměřeného protiplnění za jeden kus akcie na jméno ve jmenovité hodnotě 46 Kč ke dni 13. 7. 2016 činila částku 402 Kč, když účetní hodnota jednoho kusu akcie na jméno ve jmenovité hodnotě 46 Kč ke dni 13. 7. 2016, činila částku 325 Kč. Pokud jde o otázku, kdy měl znalecký ústav Česká znalecká a.s. zaujmout stanovisko ke znaleckému posudku č. 8/34636572/17 od společnosti E & Y Valuations s.r.o. ze dne 5. 4. 2016, pak výsledkem tohoto zkoumání byl závěr, že výsledné ocenění hodnoty předmětných akcií UniCredit považuje Česká znalecká a.s. na základě vlastního ocenění za plně relevantní a vysoce odborně zpracovaný výsledek ocenění respektující standardní znalecké postupy. Ocenění je hodnoceno jako transparentní, veškeré kroky znalce jsou doloženy podklady a řádně odůvodněny a samotné ocenění je provedeno způsobem znalecky přezkoumatelným s tím, že výsledek stanovené výše protiplnění v částce 409,90 Kč hodnotí Česká znalecká a.s., jako nejlépe reprezentující hodnotu předmětných akcií UniCredit – tento výsledek je srovnatelný s hodnotou 402 Kč/akcií, kterou stanovila Česká znalecká a.s.*
15. Soud přistoupil rovněž *ke výsledku znalce Ing. Vladimíra Krupky, jakožto zástupce České znalecké a.s. s tím, že se v rámci odpovědi na jemu kladené otázky věnoval problematice důvodů zařazení UniCredit mezi středně velké banky. Znalec v této souvislosti vysvětlil, jaký význam má řazení té, které banky, mezi středně velké, případně velké banky. Je to zásadní v té fázi, kdy je vytvářen plán, to znamená výhled banky do budoucna a její rozvojový potenciál. Pro výsledné ocenění není rozhodující velikost bilanční sumy. Důležitá je rentabilita, to znamená to, jaké výnosnosti banka dosahuje. Znalec uvedl, že UniCredit se v roce 2015, pohybovala na pomezí mezi skutečně velkými bankami a středními bankami.*

Shodu s prvopisem potvrzuje M. J.

Znalec zdůvodnil, že ve všech možných kritérii, které hodnotili, pak UniCredit u nich zaujala pozici největší ze středních bank. Znalec se dále zaměřil na otázku, tzv. bezrizikové úrokové míry, **když vzali ve svém posudku za relevantní průměr za 10 let dozadu přede dnem ocenění** s tím, že odůvodnil tento postup tím, že se jedná o praxi existující a dlouhodobě užívanou. **Znalec odůvodnil tento přístup i přístupem centrální banky, když v souvislosti s její striktní, restriktivní politikou vůči bankám byly v této době nízké úrokové sazby.**

16. V průběhu řízení soud rovněž provedl důkaz *znaleckým posudkem č. 763-91/2019, který byl zpracován znaleckým ústavem APELEN Valuation a.s., znaleckým ústavem z oboru ekonomika, dne 10. 10. 2019 (viz č.l. 91 spisu – soud ho však vytiskl i do přílohy obálky pro přehlednost)* s tím, že se jedná o revizi a posouzení znaleckého posudku znaleckého ústavu E & Y Valuations s.r.o., a rovněž tak znaleckého posudku Česká znalecká a.s. V závěru tohoto znaleckého posudku se pak nalézá tabulka s tím, že z této tabulky vyplývá, že hodnota jednoho kusu akcie v nominální hodnotě 46 Kč je stanovena na částku 977 Kč. **K tomuto znaleckému posudku rovněž soudem ustanovený znalec Česká znalecká a.s., provedl rozbor a vyjádřil se k postupům a metodám, které byly v tomto znaleckém posudku zvoleny.** Pokud jde o metodu, tzv. DCF entity pak znalec uvedl, že se jedná o metodu standardní a je použita ve všech třech znaleckých posudcích, kterými soud prováděl důkaz. Znalec České znalecké a.s., se pozastavoval nad bezrizikovou úrokovou mírou, která byla stanovena znaleckým ústavem APELEN Valuation a.s., na hodnotu 0,93 % s tím, že měl za to, že tato hodnota byla zjištěna pouze u jednoho z dluhopisů, které byly vydány těsně před vlastním oceněním a vzhledem k tomu, že se jednalo pouze o jeden cenný papír, nemůže být tento závěr pro znalce úplně vypovídající, neboť dluhopisy mají určitý rozkmit. Výnosnost uvedeného cenného papíru vychází skutečně na hodnotu 0,93 %, ovšem pokud by mělo být přihlíženo k průměru ostatních dluhopisů, které byly vydány v tomto období, je zřejmé, že výnosnost není stejná, má poměrně značný rozptyl a jde dokonce až do mínusu. Oponentní vyjádření, učiněné Českou znaleckou, dne 25. 11. 2019, k posudku APELEN Valuation a.s., pak soud zkonstatoval shodně, jako *na č.l. 109 – 110 spisu*. Znalec Ing. Krupka dále zkonstatoval, že metoda DCF entity je výnosovou metodou ocenění, když odlišnost v přístupu jednotlivých znalců spočívá pouze ve vstupech, které do těchto metod používají, a to jednak v tom finančním plánu a jednak, pokud jde o znalecký posudek APELEN Valuation a.s., pak se zde výrazně odlišuje diskontní sazba a v důsledku toho, že vychází výrazně nižší diskontní sazba, než v posudku E & Y Valuations s.r.o., pak dojde ke zvýšení hodnoty jedné akcie.
17. V průběhu řízení soud rovněž *vyslechl znalce Ing. Petra Tůmu, který byl zpracovatelem oponentního znaleckého posudku od APELEN Valuation vůči již k důkazu provedeným shora citovaným posudkům.* Znalec konstatoval, že **oni neprováděli žádné vlastní analýzy, ani finanční, ani strategickou, neboť s těmito analýzami byli ztotožnění,** ať už se jednalo o posudek Ernst & Young Valuations s.r.o., či Českou znaleckou a.s., s tím, že pokud by oni vypracovávali ve znaleckém posudku finanční analýzu, udělali by úplně stejnou. Znalec zkonstatoval, že se však **liši v interpretaci závěrů, dále pak se liší v názoru, jestli se jednalo o banku velkou, středně velkou nebo střední a dále pak se lišili v diskontní míře. Odlišnosti tedy nejsou v metodě, když totožně byla použita výnosová metoda diskontovaných peněžních toků u všech zmiňovaných posudků. Rozdílnost spočívá v některých položkách finančního plánu a dále pokud jde o výši diskontní míry.** To pak způsobuje výrazně rozdílný výsledek ocenění. Znalec se vymezil k použité metodě, ať

už České znalecké a.s. či Ernst & Young Valuations s.r.o., s tím, že nepovažuje za správný přístup, kdy byl použit desetiletý průměr nebo průměrná výnosnost státních dluhopisů za deset let před oceněním s odůvodněním, že to je bezriziková úvěrová míra. Není možné poměřovat desetiletý průměr, je třeba vycházet z průměrné výnosnosti dluhopisů ke dni ocenění. Znalec má za to, že správná metoda ocenění je zvolit aktuální výnosnost státních dluhopisů, když odkazuje na oceňování majetku, tak jak jej provádí prof. Mařík. Má za to, že přístup, který byl zvolen oběma shora uvedenými znaleckými ústavy, je zcela ojedinělý. V průběhu řízení pak se znalec ještě podrobněji zabýval rozbořením posudku České znalecké a.s., a posudku Ernst & Young Valuations s.r.o., ke kterým tedy zaujal ve svém posudku oponentní stanovisko. Zároveň připustil, že pokud jde o spory uvedeného typu, tedy tím má na mysli squeeze-out, tak v těchto sporech bývá obvyklé veliké množství posudků a vyskytují se i situace, kdy v jednom soudním řízení je i 17 posudků. Disputace obou znalců, jak Ing. Krupky, tak Ing. Tůmy je zachycena ve spise (*sbodně jako na čl. 133 – 136*).

2. Skutkový stav před 2. rozhodnutím soudu I. stupně ve věci samé (tedy před usnesením ze dne 25. 1. 2024, č.j. 71 Cm 74/2016-349)

18. Soud I. stupně na základě provedeného dokazování učinil **před druhým rozhodnutím ve věci samé** následující skutková zjištění (vyšel přitom i z dřívějších skutkových zjištění soudu):
19. *Česká znalecká ve svém dodatku znaleckého posudku (žadáno soudem, viz čl. 246 spisu) dospěla k závěru 1) ohledně přiměřeného protiplnění za jeden kus akcie na jméno ve jmenovité hodnotě 46 Kč ke dni 13. 7. 2016 představovala částku 468,87 Kč českých; 2) účetní hodnota VK a připadající na jeden kurz akcie na jméno ve jmenovité hodnotě 46 Kč ke dni 13. 7. 2016 činila částku 324,91 Kč; 3) hodnota přiměřeného protiplnění za jeden kus akcie na jméno V jmenovité hodnotě 46 Kč ke dni 13. 7. 2016 stanovená s použitím přírážky za velikost byla 402,43 Kč; 4) použití přírážky za velikost na hodnotě jednoho ks akcií na jméno v jmenovité hodnotě 46 Kč ke dni 13. 7. 2016 se projevilo rozdílem 66,44 Kč na akci; 5) výnosová hodnota UniCredit k 13.7.2016 s použitím přírážky za velikost toho ocenění byla v minulém znaleckém posudku stanovena na 76 589 600 000 Kč; 6) výnosová hodnota UniCredit k 13. 7. 2016 bez použití přírážky za velikost ocením byla v dodatku posudku vyčíslena na 89 325 185 000 Kč; 7) použití přírážky za velikost se na hodnotě UniCredit ke dni 13.7.2016 projevilo rozdílem 12 645 558 000 Kč. Uvedený doplněk znaleckého posudku představoval doplnění původního znaleckého posudku, když zde v souladu s rozhodnutím odvolacího soudu bylo znalci uloženo nepoužít přírážku za velikost. Ke zpracování dodatku znaleckého posudku soud provedl dokazování *výslechem znalce, když z jeho výslechu bylo zjištěno, že pokud jde o přírážku za velikost jedná se v podstatě o určitý druh slevy, za „bezpečnou“ nebo „bezpečnější“ investici. Uvedené se projevuje například u velkých firem, kde je nízké riziko neúspěchu. Znalec pak svůj znalecký posudek obhájil jako celek ve výslechu provedeném před soudem a zároveň v konfrontaci s ostatními znalci. Na tomto místě soud také odkazuje na skutečnost, že uvedený znalecký posudek je „velice blízko“ drahému znaleckému posudku č. 8/ 34636572/ 17 znaleckého ústavu E & Y ze dne 5. 4. 2016 (prokázáno dodatkem ke znaleckému posudku).**
20. Z dalšího provedeného dokazování bylo zjištěno, že „matka“ žalované patří mezi dvacet největších bankovních ústavů, kde se konkrétně nachází na šestnáctém místě, když žalovaná samotná se na tomto seznamu ani nenachází (*prokázáno webovou stránkou představující přehled největších bank*). Zároveň byl proveden důkaz *týkající se přehledu opcí státních dluhopisů*, kde jsou vymezeny výše průměrných výnosů těchto dluhopisů.

Shodu s prvopisem potvrzuje M. J.

3. Skutkový stav před 3. rozhodnutím soudu I. stupně ve věci samé

21. Soud prvního stupně před **třetím rozhodnutím ve věci samé** učinil následující skutková zjištění a skutkové závěry:
22. Soud nejprve provedl rekapitulaci dosavadního řízení v souladu s § 119 odst. 3 zák. č. 99/1963 Sb., občanský soudní řád (dále i jako „o. s. ř.“), kdy **z rekapitulovaných důkazů učinil skutková zjištění tak, jak jsou uvedena výše** a tato zjištění následně doplnil o nové poznatky zjištěné z rekapitulovaných důkazů (viz dále). Poté soud I. stupně **provedl i důkazy nové, a to konkrétně následující důkazy:**
23. *Z knihy **Metody oceňování podniku: proces ocenění základní metody a postupy** od prof. Miloše Maříka a kol. (viz str. 255 knihy) se podává, že bezriziková úroková míra by měla být určena na základě výnosu do doby splatnosti státních dluhopisů se zbývajících splatností minimálně deset let, raději však dvacet a třicet let. Za bezrizikovou výnosovou míru měl být dosazen výnos do doby splatnosti, který byl dosahován na kapitálovém trhu k datu, ke kterému oceňujeme podnik, a pokud jde o dlouhodobost, pak je důležitá doba do splatnosti, nikoliv celková doba splatnosti. Je tak potřeba zvolit dluhopis s co nejvyšší dobou splatnosti, který je ještě v rozumné míře obchodován. Jako pramen je vhodné použít výnosy do doby splatnosti u státních dluhopisů z dat ČNB či Patria Finance. Z knihy **Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy** od pana Miloše Maříka a kol. (viz str. 276-279 knihy) se podává, že **bezrizikovou úrokovou míru lze určit i na základě prognózy minulých výnosností státních dluhopisů a na základě prognózy přímého pohledu do budoucnosti.** Prognóza na základě minulých výnosností státních dluhopisů se stanoví jako průměr výnosností za minulost, kdy je na znalci, aby určil: (i) za jak dlouhé období minulosti průměr počítat, (ii) z jakých údajů vycházet, které dluhopisy do výpočtu zahrnout a (iii) jaký průměr počítat, tj. geometrický nebo aritmetický, kdy však tyto parametry mohou zásadně ovlivnit výši bezrizikové míry a jsou toliko na uvážení znalce (bezriziková míra se může klidně lišit i o 1,5 % jen dle zvoleného období). Výhodami má být, že průměr nachází časté použití v praxi jak u nás, tak v zahraničí, dále že jsou tímto vyloučeny jednorázové výkyvy ve výnosnosti a že průměr za minulost je odrazem skutečnosti, kdy za dostatečně dlouhé období se jeví jako objektivní veličina. Nadto jejich použití je podporováno i praxí soudů v Německu. Nevýhody spočívají v tom, že s bezrizikovou mírou může být poměrně snadno manipulováno ze strany oceňovatele, dále že historický průměr nemusí být dobrým způsobem odhadu budoucnosti (hodnota podniku se odhaduje směrem do budoucnosti), dále se nejedná o alternativní investici (neboť do historických dluhopisů investovat nelze). **Dle autorů knihy tak negativa prognózy bezrizikové úrokové míry dle historických průměrů převládají nad pozitivy** a daná metody by se tak neměla používat, zejména ne pro tržní ocenění. Z dalších pasáží (viz str. 53-54 knihy) je patrné, že **je vždy zapotřebí provést kontrolu skrze metodu tržního porovnání, neboť i výnosové ocenění je závislé na porovnání. Pokud porovnání nelze provést, pak nelze použít výnosové ocenění.***
24. Právní zástupce žalobkyně předal krátkou cestou (skrže e-mail) na jednání dne 14. 11. 2025 důkazy (*ty jsou nyní obsahem spisu na CD, vyjádření z 22. 2. 2016 je i vytištěno – CD se nachází u něj*), k prokázání toho, že nelze použít přírážku za velikost. Soud z těchto důkazů provedl k důkazu *vyjádření z 22. 2. 2016 od TPA Hornath*, ze kterého je patrné, že přírážka za velikost byla v průměru použita v 33 % případů znaleckých posudků pro účely vytěsnění, které schvalovala Komise pro cenné papíry. V případě znaleckých posudků pro účely nabídky převzetí to bylo 23 % případů. Soud ostatní důkazy (*viz důkazy na CD k vyjádření z 22. 2.*
- Shodu s prvopisem potvrzuje M. J.

2016) neprovedl, neboť ty směřovaly opět k odborné polemice, zda při oceňování je možné či potřeba vycházet i z přírážky za velikost či nikoliv. Soud je toho názoru, že bylo již dostatečně prokázáno, že se jedná o odbornou otázku, na které se členové akademické obce a osoby z praxe nemohou shodnout (existuje široké množství argumentů pro a proti). Pro soud, resp. pro rozhodnutí ve věci samé tak další dokazování v tomto ohledu není relevantní, neboť názorové rozpory v rámci akademické obce a praxe v této oblasti byly prokázány a je nyní na soudu, aby si danou přírážku posoudil (neodborně, tedy toliko z logiky věci) sám – soud je zde vázán rozhodnutím odvolacího soudu, který v tomto ohledu odkázal na závěry Vrchního soudu v Praze sp. zn. 14 Cmo 81/2024, kde je uvedeno: „V rámci ocenění společnosti (závodu) pro účely přezkoumání přiměřenosti protiplnění za účastnické cenné papíry, které přešly na hlavního akcionáře v rámci procesu vytěsnění, lze aplikovat přírážku za menší tržní kapitalizaci (tzv. velikostní přírážku). Otázka její aplikace je otázkou odborného posouzení, a tudíž otázkou skutkovou. Jedná se o přírážku na úrovni celého podniku, nikoli na úrovni akcionáře, a tudíž její použití není vyloučeno jako použití tzv. přírážky za likviditu či za minoritu. Použití velikostní přírážky není v rozporu s požadavkem, aby hodnota investice minoritního akcionáře zůstala zachována, neboť tento požadavek neznamená, že minoritnímu akcionáři náleží nejvyšší zjištěná hodnota, resp. umožnit mu získat na úkor hlavního akcionáře plnění, jehož výši nelze ekonomicky odůvodnit. **Důvodem pro neaplikaci velikostní přírážky nemůže být ani to, že její použití není univerzálně přijímáno v odborných kruzích.**“

25. Soud uzavřel, že pro rozhodnutí ve věci samé je zapotřebí v souladu s § 120 odst. 2 o. s. ř. provést i další důkazy, a to informace týkající se velikosti bank na českém trhu, počtu úvěrových subjektů na českém trhu atd. Soud proto založil do spisu následující důkazy:
26. Ze seznamu měnových finančních institucí v ČR ze stránek ČNB bylo zjištěno, že ke konci let byly počty úvěrových institucí v ČR následující: 2015 počet 60, 2016 počet 59, 2025 počet 48. Počet bank je pak i v posudku E & Y (viz str. 56 posudku).
27. Z výroční zprávy a účetní závěrky za rok 2015 UniCredit bylo zjištěno, že banka zaujímá téměř 8 % podíl na trhu s velikostí bilanční sumy více než 547 mld. Kč. (nekonsolidovaný údaj) a je čtvrtou největší bankou v ČR a největší na Slovensku.
28. Ze zprávy o vývoji finančního trhu v roce 2015 od Ministerstva financí ČR bylo zjištěno, že mezi velké banky jsou řazeny banky s bilanční sumou nad 250 mld. Kč. Mezi střední banky jsou řazeny banky s bilanční sumou mezi 250 a 50 mld. Kč a mezi malé banky jsou řazeny banky s bilanční sumou pod 50 mld. Kč.
29. Z článku „Které banky v Česku byly v roce 2016 největší?“ je patrné, že dle celkové výše aktiv patřily mezi největší banky: ČSOB, Česká spořitelna, Komerční banka a UniCredit, kdy ostatní banky za nimi značně zaostávají (je to patrné vizuálně z grafu). UniCredit je sice nejslabší z těchto bank, ale stále má jasně blíže k největším bankám než k menším – aktiva UniCredit jsou na úrovni více než 50 % největší banky – ČSOB, kdy Raiffeisen bank (která je velikostně v rámci hodnoty aktiv hned za UniCredit) má aktiva přibližně toliko na úrovni 25 % vůči největší bance.
30. Z článku „Hospodářské výsledky bank v roce 2016. Zisk velkých bank zlepšil prodej podílů v karetní společnosti VISA“ je patrné z následující tabulky:

Banky / Ukazatelé v mld. Kč	Čistý zisk	Bilanční suma	Úvěry	Vklady
-----------------------------	------------	---------------	-------	--------

Shodu s prvopisem potvrzuje M. J.

	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015
Česká spořitelna	15,5	14,3	1 066,5	959,6	577,5	532,5	786,9	709,8
ČSOB	15,1*	14,0	1 085,5	956,3	618,3	581,7	752,3	700,0
Komerční banka	13,7**	12,8	922,7	891,6	595,4	548,2	699,4	656,3
UniCredit Bank	5,3	5,0	615,6	547,2	367,3	329,1	371,3	364,2
MONETA Money Bank	4,1	4,5	149,4	140,0	109,7	105,3	116,3	108,7
Raiffeisenbank	2,6	2,5	318,0	246,0	214,0	189,0	227,0	184,0
J&T Banka	1,0	1,9	133,1	154,9	76,1	74,7	103,1	121,8
mBank	0,3	0,3	?,?	?,?	20,3	17,8	34,5	27,5
Sberbank	0,3	0,0	72,0	76,6	55,6	50,8	59,1	61,5
Expobank	0,3	0,1	22,8	21,8	12,1	13,0	18,2	17,9
Air Bank	0,2	0,5	86,8	76,4	32,6	27,0	78,9	69,4
Fio banka	0,2	0,1	80,5	57,6	13,8	13,3	77,9	55,3
Equa bank	0,1	-2,8	44,3	37,0	31,7	26,9	39,9	33,5

že UniCredit je rozhodně svou bilanční sumou, výší úvěrů a vkladů blíže největším bankám, neboť banky, které jsou za ním (Raiffeisenbank, Moneta Money Bank a J&t banka) převyšuje několikanásobně co se týče právě bilanční sumy, výše úvěrů a vkladů (většinou 2 až 4 násobně). **Z pohledu soudu tak co se týče bilanční sumy a výše úvěrů a vkladů (což vypovídá o stabilitě banky na trhu) je jednoznačné, že UniCredit je velkou bankou a nikoliv nejsilnější ze střední bank** (což tvrdí žalovaná a znalci Ernst & Young a České znalecké). Spíše je otázkou, zda Raiffeisenbank řadit jako nejsilnější velkou banku nebo nejsilnější střední, kdy z pohledu soudu se Raiffeisenbank nachází někde mezi velkými bankami a středními bankami, nicméně UniCredit patří na základě výše uvedených ukazatelů jednoznačně mezi velké banky. **Jiná je situace, co se týče zisku, kde je patrné, že je UniCredit blíže spíše středním bankám.** Tato tabulka se nachází rovněž v posudku od Česká znalecká (viz str. 51 posudku).

31. Z článku „Největší banky v Česku. Nové žebříčky podle klientů i peněz.“ je patrné, že na pozici UniCredit se dotahují jiné banky, zejména Raiffeisenbank a Moneta Money Bank. Nicméně toto jsou údaje z roku 2023 a 2024, které nejsou pro rozhodnutí ve věci samé relevantní (soud tak na tomto důkazu své rozhodnutí ve věci samé nezaložil) – je to spíš pro dokreslení situace, že UniCredit je stále stabilní bankou na trhu a patří mezi největší v ČR.

32. *Z printscreenů z kurzy.cz je patrné, že akcie UniCredit po ISIN CZ0008041274 jsou stále (i ke dni vydání tohoto rozsudku, tedy k 14. 11. 2025) vedeny jako zaknihované cenné papíry v nominální hodnotě 46 Kč, vydané množstvím 106 563 ks.*
33. *Z úplného výpisu UniCredit z veřejného rejstříku je patrné, že banka je zde stále zapsána, a to včetně údajů o vytěsnění minoritních akcionářů.*
34. Soud dále provedl i důkazy, které nebyly soudem dříve provedeny, byť byly již založeny do spisu (pokud snad byly již dříve provedeny, pak nebyly v odůvodnění předchozích rozhodnutí soudu I. stupně uvedeny):
35. *Z výročních zpráv za roky 2016-2019 je patrné, že rentabilita průměrných aktiv (ROAA) se zvyšovala každý rok od roku 2015 do roku 2019 následovně: 1 %, 1 %, 1,2 %, 1,3 %, 1,5 %.*
36. *Z rozhodnutí o regulácii cien z 23. 7. 2018 od Úradu pre reguláciu elektronických komunikácií a poštových služieb odboru ekonomickej regulácie je patrné, že zde byl vysloven názor, že přírážka za velikost by neměla do vzorce WACC vstupovat, kdy podle empirických studií byly výnosy menších společností vyšší než předpovídal CAPM model.*
37. *Ze znaleckého posudku č. 1553-82/2023, který oceňoval spravedlivou cenu za akci (fair value) společnosti Česká spořitelna a.s. v procesu tzv. squeeze-out, je patrné, že přírážka za malou společnost by neměla být v případě vytěsnění použita (viz str. 25). Kdy navíc velikostní efekt se uplatní toliko pro nejmenší společnosti, a to s tržní hodnotou do 80 000 000 Kč, jinde se neuplatní (dle článku „The disappearing size effect“ od Horowitz a kol.).*
38. *Z článku „Vliv velikosti podniku na transakční násobitele“ je patrné, že bylo potvrzeno, že osoby jsou ochotny zaplatit za investice do větších podniků vyšší částky, než je tomu v případě menších podniků. V případě ČR by se však mělo postupovat obezřetně, jelikož zveřejněných dat o transakcích v ČR je poměrně málo.*
39. *Výňatek z JARAF, 2010 volume 5 issue I soud nic podstatného nezjistil. Článek je sice v angličtině, ale je pro soud srozumitelný, jelikož soud anglicky rozumí (stejně tak strany, kdy nikdo nepožadoval, aby byl článek přeložen do češtiny). Je zde toliko pojednáváno o tom, že se objevují názory zpochybňující přírážku za velikost, resp. její aplikaci ve výpočtech, nic konkrétnějšího zde uvedeno není. Z pohledu soudu tato listina není důležitá pro rozhodnutí ve věci samé (soud proto rozhodnutí ve věci samé na této listině nezaložil).*
40. *Z rozhodnutí ČNB ze dne 22. 10. 2020, č.j. 2020/130962/CNB/570 je patrné, že ČNB uvádí, že ohledně přírážky za velikost není situace zcela vyjasněná, kdy toto však nebrání (je-li alespoň částí odborné veřejnosti přijímána) její aplikaci v ocenění.*
41. *Z části publikace (není patrné, ze které je strany, mělo by se jednat o knihu Metody oceňování podniku: proces ocenění základní metody a postupy od pana Miloše Maříka a kol., kapitola týkající se nákladů vlastního kapitálu, viz čl. 193 spisu) je patrné, že přírážka pro malé společnosti je orientačně do 3 %.*
42. *Z rozhodnutí soudu ve státu Delaware (USA) sp. zn. 186448-NC z 10. 2. 2004 je patrné, že nejvíce se výpočty znalců při použití metody DCF liší ve 4 proměnných, z nichž jedna je hodnota přírážky za velikost, kdy tato přírážka se přidává z toho důvodu, že menší společnosti mají větší výnosy a tedy větší náklady na vlastní kapitál (přeloženy do češtiny jsou toliko určité pasáže, jinak je rozhodnutí dodáno v angličtině, uvnitř spisu jsou jen části rozhodnutí – viz*

č.l. 274-275 – v přílohových obálkách je dodáno **celé** rozhodnutí – i tak je ale přeložena toliko určitá pasáže; přední strany rozhodnutí jsou pak ještě založeny mezi č.l. 295 a 296 spisu).

43. Z rozhodnutí soudu ve státu Delaware (USA) sp. zn. 5233-VCP z 30. 4. 2012 je patrné, že největší odlišnost v oceněních provedených stranami lze přisoudit dvěma aspektům, z nichž jeden je přírážka za velikost malé společnosti, kdy investoři většinou u malých společností kvůli vyššímu riziku požadují vyšší výnos (přeloženy do češtiny jsou toliko určité pasáže, jinak je rozhodnutí dodáno v angličtině, uvnitř spisu jsou jen části rozhodnutí – viz č.l. 276-277 spisu) v přílohových obálkách je dodáno **celé** rozhodnutí – i tak je přeložena toliko určitá pasáže; přední strany rozhodnutí jsou pak ještě založeny mezi č.l. 295 a 296 spisu).
44. Z článku „Velké téma malých společností“ je patrné, že nelze automaticky přírážku za velikost používat na všechny české společnosti, kdy naopak existuje zřejmý trend v soudní judikatuře k nepoužívání této přírážky.
45. Z printscreenu z banksdaily.com je patrné, že skupina, jejíž je UniCredit součástí, patří mezi 20 největších bank na světě.
46. Z článku „Soudy, informace po datu ocenění a znalecký posudek“ se podává, že soudy mohou používat jako důkaz vše, tedy i informace vzniklé po datu ocenění.
47. Z přehledu dluhopisů se podává, že dluhopisy měly výnosnost v roce 2016 do 1 %, kdy výnosnost dále postupem času narůstala do intervalu mezi 1 % a 2 %, kdy v roce 2018 se pak dostala do intervalu mezi 1 % a 3 %.
48. Z článku „Squeeze-out a spravedlivá hodnota“ vyplývá, že přírážky za velikost a za likviditu by měly být zohledněny bez ohledu na účel ocenění, neboť nezohledňují postavení minoritních akcionářů vůči majoritním akcionářům (viz č.l. 198-203 spisu).
49. Z článku „Aplikovatelnost velikostní přírážky při stanovení spravedlivé hodnoty akcií a výše přiměřeného protiplnění“ vyplývá, že velikostní přírážka je přírážkou na úrovni společnosti a nikoliv na úrovni akcionáře, kdy zohledňuje zcela jiné a českými i delawarskými soudy „aprobované“ faktory.

4. Skutkové závěry

50. Soud na základě výše uvedeného učinil následující **skutkové závěry**:
51. Žalovaná přistoupila k vytěsnění minoritních akcionářů v UniCredit (dle zákona - § 375 a násl. z. o. k.), kdy za tímto účelem si nechala zpracovat znalecký posudek společností E & Y Valuations s.r.o., vyhotovený dne 5. 4. 2016, pod č.j. 8/34636572/16, který určil hodnotu přiměřeného protiplnění na jednu akcií UniCredit o jmenovité hodnotě 46 Kč ve výši 409,90 Kč (prokázáno zejména znaleckým posudkem).
52. Na základě tohoto znaleckého posudku následně učinila žalovaná potřebné kroky ke svolání valné hromady za účelem vytěsnění, kdy o vytěsnění **valná hromada rozhodla dne 1. 6. 2016**, tak že „Hlavní akcionář poskytne všem ostatním akcionářům Banky protiplnění ve výši 409,90 Kč (slovy čtyři sta devět korun českých a devadesát haléřů) za každou kmenovou akcií na jméno o jmenovité hodnotě 46,- Kč v zaknihované podobě vydanou Bankou. Přiměřenost výše protiplnění je v souladu s § 376 zákona o obchodních korporacích doložena znaleckým posudkem č. 8/34636572/16 ze dne 05.04.2016, zpracovaným znaleckým ústavem E & Y Valuations s.r.o., se sídlem Na Florenci 2116/15, 110 00 Praha 1 Nové Město, IČO 161 90 581, přičemž tento znalecký posudek byl

zpracován s datem ocenění ke dni 31.03.2016.“ **Toto bylo zapsáno do obchodního rejstříku dne 13. 6. 2016** (a vymazáno 5. 1. 2017) (*prokázáno zejména zápisem v OR a notářským zápisem*).

53. Žalobkyně byla ke dni 1. 6. 2016 vlastníkem 13 977 ks akcií UniCredit o jmenovité hodnotě 46 Kč. **Následně došlo k odepsání cenných papírů, a to na základě převodu v množství 13 977 ks. Je zde uvedeno datum 15. 7., resp. 18. 7. 2016.** Dále došlo po odepsání cenných papírů ke vložení částky 5 729 172,30 Kč (tedy 409,90 Kč/akcií vynásobeno počtem akcií 13 977 ks) (*prokázáno zejména výpisy z evidence cenných papírů a bankovních účtů*). Na žalovanou tak přešlo z žalobkyně vlastnictví všech akcií UniCredit o jmenovité hodnotě 46 Kč. **Vlastnické právo k akciím přešlo na žalobkyni dne 13. 7. 2016** (tedy měsíc po zápisu rozhodnutí valné hromady o vytěsnění do obchodního rejstříku, viz § 385 odst. 1 z. o. k.) – toto je již potvrzeno Vrchním soudem v Praze (*viz odst. 15 na čl. 214 spisu*).
54. Žalobkyně [dříve i s původním žalobcem a)] uplatnily skrze dopisy ze dni 22. 7. 2016 a 8. 8. 2016 u žalované právo na dorovnání, a to řádně a včas (viz § 390 odst. 1 z. o. k.) – toto je již rovněž potvrzeno Vrchním soudem v Praze (*viz odst. 15 na čl. 214 spisu*).
55. Žalobkyně [dříve i s původním žalobcem a)] následně podala žalobu na určení výše přiměřeného protiplnění, neboť jí přiměřené protiplnění nebylo vyplaceno. Vlastní znalecký posudek soudu nedoložila.
56. Soud následně nechal zpracovat znalecký posudek od Česká znalecká a.s., kdy tento posudek se přiblížil závěrům posudku od E & Y. Žalovaná následně nechala zpracovat posudek od APELEN Valuation, kdy ten se od závěrů posudků od E & Y a České znalecké významně odlišil, kdy stanovil hodnotu přiměřeného protiplnění za jednu akcií UniCredit o jmenovité hodnotě 46 Kč na více než dvojnásobku hodnot uvedený v posudcích od E & Y a od České znalecké. Hlavními nesoulady mezi posudky jsou:
- UniCredit je řazena v posudcích od E & Y a České znalecké mezi střední banky, kdy APELEN Valuation ji bere jako velkou banku.
 - APELEN Valuation předpokládá rychlejší dosažení poměru bankovních aktiv vůči HDP než posudky od E & Y a České znalecké.
 - Výše bezrizikové úrokové míry, kdy tato byla stanovena v posudcích od E & Y a České znalecké na úrovni 3,51 %, zatímco APELEN Valuation ji stanovil na 0,93 %.
 - Aplikace přírážky za velikost, kdy posudky od E & Y a České znalecké pracují s přírážkou ve výši 1,07 %, zatímco APELEN Valuation tuto přírážku zcela odmítá.
 - (prémie za riziko trhu byla ve finále ponechána na úrovni posudků od od E & Y a České znalecké, byť APELEN Valuation uvádí, že by mohla být vyšší).
- Soud zde uvádí toliko základní rozdíly. Podrobnější analýza bude provedena dále.
57. Co se týče kvality znaleckých posudků, pak tato není u všech posudků stejná. Posudek od E & Y je zpracován velmi kvalitně, kdy je zde obsáhlé zkoumání samotné banky (UniCredit), sektoru, kde banka působí, transakcí u podobných společností, jednotlivých přírážek a dalších součástí výpočtu atd. Podobná kvalita zpracování je u posudku od České znalecké, kdy tento posudek je rovněž poměrně obsáhlý. Posudek sice odkazuje místy na závěry posudku od E & Y, kdy však toto z pohledu soudu není na závadu, jelikož je patrné,

Shodu s prvopisem potvrzuje M. J.

že zkoumání zásadních skutečností (tedy opět je zde obsáhlé zkoumání samotné banky, sektoru, kde působí, transakcí u podobných společností, jednotlivých přírůžků a dalších součástí výpočtu). Pokud se znalec dostatečně podrobně věnoval zkoumání dané problematiky a dospěl ke shodným závěrům jako jiný znalec, pak z pohledu soudu lze v dílčích závěrech odkázat na závěry jiného znaleckého posudku. Jinak je to v případě APELEN Valuation. Zde je posudek zpracován ve výrazně menším rozsahu, kdy se soustředí spíše na polemiku s posudky od E & Y a České znalecké. Přímo v posudku od APELEN Valuation je totiž uvedeno (viz str. 11 posudku): „*S ohledem na účel našeho posudku se nebudeme zabývat finanční ani strategickou analýzou, která byla důkladně provedena v Posudku EY, případně posudku ČZ s tím, že se budeme vyjadřovat pouze k problematickým položkám finančního plánu nebo jiných generátorů hodnoty.*“. Základní hodnocení UniCredit, sektoru, kde působí atd. tedy zcela chybí, což posudek sám otevřeně přiznává. Zde se tedy nejedná o občasné přiklonění se k dílčím závěrům, ale o přiklonění se k celému postupu, kdy je patrné, že UniCredit nebyla ze strany APELEN Valuation podrobněji zkoumána. Posudek se tak otevřeně soustředí spíše na polemiku s posudky od EY a České znalecké – **nejedná se tak o posudek v pravém slova smyslu ale spíše o odbornou kritiku** posudků od E & Y a České znalecké. Rozhodně se nemůže v případě posudku od APELEN Valuation jednat o revizní znalecký posudek, když ten může zadat toliko soud (viz usnesení Nejvyššího soudu ze dne 17. 6. 2008, sp. zn. 22 Cdo 1290/2007 či ze dne 19. 6. 2012, sp. zn. 29 Cdo 2214/2010). Je tak patrné, že posudek APELEN Valuation není revizním znaleckým posudkem a že má velké rezervy v rámci náležitostí, které stanovuje pro posudky zákon o znalcích, a to například v rámci „nálezu“ [viz § 28 odst. 2 písm. d) zák. č. 254/2019 Sb.], kdy nález by měl vyplývat z vlastního znaleckého zkoumání a neměl by být odbyt úplným odkazem na závěry jiného znalce (Česká znalecká podrobně zkoumala UniCredit, sektor, kde působí, náklady vlastního kapitálu atd. a odkázala na posudek EY pouze v dílčích částech, což je dle názoru soudu přípustné. APELEN Valuation na téměř jakékoliv vlastní zkoumání rezignoval). Soud nicméně zohlednil odbornou kritiku, která byla obsažena v posudku od APELEN Valuation a vypořádává se s ní níže. Soud má za to, že tímto zhodnocením znaleckých posudků vyhověl kritice Vrchního soudu v Praze v této oblasti v rámci předchozího rozhodnutí soudu I. stupně ve věci samé, kdy bylo kritizováno (mimo jiné) právě nedostatečné vypořádání se s hodnocením kvality provedení znaleckých posudků (viz odst. 26 na č.l. 393 spisu).

58. Z důkazů týkající se velikosti bank soud uzavírá, že co se týče velikosti (bilanční sumy, vkladů, úvěrů) patří UniCredit zjevně mezi velké banky – větší banky mají sice hodnoty bilanční sumy, vkladů a úvěrů oproti UniCredit vyšší o desítky procent, ale nikoliv o více než 100 %, zatímco UniCredit má oproti menším bankám (mezi největší banky, které jsou menší než UniCredit patří: Reiffeisenbank, Moneta Money Bank a J & T bank) tyto hodnoty **v násobcích** (tedy více než 100 %, kdy často se jedná o 200 %, 300 % či 400 % procent). Zároveň jak Ministerstvo financí ČR, tak ČNB řadí tuto banku mezi velké banky dle bilanční sumy. Bilanční suma pak představuje objem prostředků, se kterými daný subjekt hospodaří, což má rozhodně vliv na jeho celkovou velikost a stabilitu na trhu. Soud se v tomto ohledu neztotožňuje s názory znalců od E & Y a České znalecké. Je patrné, že jediným kritériem, u kterého lze UniCredit řadit mezi střední banky je zisk (zde mají velké banky oproti UniCredit několikanásobný náskok, zatímco střední banky jsou jejímu zisku velmi blízko). **Pokud tedy znalci řadili banku mezi střední v rámci výpočtu ziskovosti, pak tomuto nelze nic vytknout, neboť, co se zisku týče, pak UniCredit je blíže středním bankám. Co se však velikosti v absolutních číslech (velikost**

majetku, se kterým je bankou hospodařeno) a stability na trhu týče, pak UniCredit patří beze sporu mezi velké banky. Tyto závěry pak mají vliv na posuzování znaleckých posudků, kdy, co se týče predikce ziskovosti učiněné na úrovni středních bank, pak na tom soud ničeho závadného neshledává. Co se však týče posouzení přírážky za velikost, pak je nutné zařadit UniCredit mezi velké banky (viz dále), když přírážka za velikost se týká právě velikosti/stability společnosti na trhu, kdy UniCredit v tomto ohledu patří mezi velké a stabilní banky na českém trhu – není zde důvod používat přírážku za velikost, která má zobrazovat určité tržní riziko odrážející to, že společnost je menší než ostatní společnosti na trhu (což vede k vyššímu požadavku na zisk z pohledu investora a nákladnějšímu financování provozu). Je dále potřeba si uvědomit i to, že banky mají na trhu specifické postavení, kdy velké banky v případě krize (na rozdíl od jiných společností) často může zachraňovat i stát (pokud je banka tzv. „too big to fail“, tedy „příliš velká na to, aby mohla padnout“ – její pád by v podstatě zasáhl ekonomiku takovým negativním způsobem, že je vhodnější ji zachránit. Tyto banky jsou tzv. systémovými bankami). Pokud tedy znalci snad uvádí, že u bank je nutné zohlednit i přírážku za velikost, tak pak je potřeba zohlednit i specifickou povahu bank, kdy stát často může u větších bank zasáhnout na jejich podporu, což u jiných subjektů dost dobře nelze. UniCredit patří mezi největší banky v ČR (mezi 4 největší), tedy stát by zde rozhodně v případě krize zvažoval její záchranu. Dále je potřeba si uvědomit, že úvěrových institucí bylo mezi roky 2015 a 2016 na českém trhu přibližně okolo 50. Bylo by rozhodně nelogické řadit banku s bilanční sumou nad 500 mld., která je 4. největší bankou v ČR, hned mezi střední banky, a to z celkového počtu 50 úvěrových institucí (tedy vyjma 3 největších bank by 47 ostatních subjektů patřilo toliko do střední a malé kategorie).

59. Z odborných článků a publikací je patrné, že probíhá diskuze o aplikovatelnosti přírážky za velikost. Tato otázka není jednoznačně vyřešena. Lze poznamenat, že tato otázka není vyřešena ani v rámci judikatury vrchních soudů:
- a. viz **rozhodnutí Vrchního soudu v Olomouci sp. zn. 8 Cmo 127/2019**, v němž soud použití přírážky odmítl pro její „celkovou pochybnost“,
 - b. viz **rozhodnutí Vrchního soudu v Praze sp. zn. 7 Cmo 168/2017 a 14 Cmo 26/2021-212**, v němž soud zrušil rozhodnutí soudu I. stupně s odůvodněním, že soud se v prvním stupni dostatečně nevěnoval úvaze, zda je v daném konkrétním případě použití velikosti přírážky namíste či nikoli, respektive zda ocenění s její aplikací vede k přiměřenému protiplnění.
60. Z rozsudků soudů státu Delaware je patrné, že i zde působí přírážka za velikost (znatelné rozdíly v oceňování).
61. Soud hodnotil důkazy v souladu s § 132 o. s. ř., tedy podle své úvahy, a to každý důkaz jednotlivě a všechny důkazy v jejich vzájemné souvislosti; přitom pečlivě přihlédl ke všemu, co vyšlo za řízení najevo, včetně toho, co uvedli účastníci. Soud z provedených důkazů učinil skutková zjištění a závěry tak, jak jsou uvedena výše. Jiné než výše uvedené důkazy nebyly pro rozhodnutí potřeba.
62. Soud nepovažoval za důležité zpracovat další znalecké posudky či jejich dodatky, kdy znalecké posudky, které jsou založeny ve spisu jsou již dostatečné pro rozhodnutí ve věci samé. To vychází i z toho, že předchozí rozhodnutí soudu I. stupně bylo odvolacím soudem zrušeno zejména kvůli nedostatečnému rozsahu odůvodnění, tedy nedostatku vlastních skutkových a právních závěrů soudu. Soud tak považoval za možné (a vhodné), aby bylo
- Shodu s prvopisem potvrzuje M. J.

po rekapitulaci dosavadního řízení (vč. důkazů) a provedení dalších důkazů rovnou rozhodnuto ve věci samé s tím, že v tomto rozhodnutí by měla být napravena pochybení, která byla soudu I. stupně vytknuta v rozhodnutí odvolacího soudu.

63. Soud na posoudil výše zjištěný skutkový stav **po právní stránce** následovně:

K právnímu posouzení – zákonná ustanovení

64. Dle § 375 z. o. k. Akcionář je oprávněn požadovat, aby představenstvo nebo správní rada svolaly valnou hromadu a předložily jí k rozhodnutí návrh na přechod všech ostatních účastnických cenných papírů na tohoto akcionáře, jestliže vlastní ve společnosti akcie,
 a) jejichž souhrnná jmenovitá hodnota činí alespoň 90 % základního kapitálu společnosti, na něž byly vydány akcie s hlasovacími právy, a
 b) s nimiž je spojen alespoň 90% podíl na hlasovacích právech ve společnosti (dále jen „hlavní akcionář“).
65. Dle § 376 z. o. k. (1) Vlastníci účastnických cenných papírů **mají právo na přiměřené protiplnění v penězích, jehož 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. (2) Společně se žádostí podle § 375 doručí hlavní akcionář společnosti zdůvodnění výše protiplnění nebo znalecký posudek a rozhodnutí České národní banky podle § 391, vyžaduje-li se.
66. Dle § 377 z. o. k. (1) Představenstvo nebo správní rada svolá valnou hromadu do 30 dnů ode dne doručení žádosti podle § 375 společnosti. (2) Pozvánka na valnou hromadu obsahuje také rozhodné informace o určení výše protiplnění nebo závěry znaleckého posudku, je-li vyžadován, výzvu zástavním věřitelům, aby společnosti sdělili existenci zástavního práva k účastnickým cenným papírům vydaným společností, a vyjádření představenstva nebo správní rady k tomu, zda považují navrženou výši protiplnění za přiměřenou.
67. Dle § 378 z. o. k. (1) Výplatu protiplnění provádí pověřená osoba. Pověřenou osobou může být pouze
 a) banka,
 b) obchodník s cennými papíry, nebo
 c) zahraniční osoba, podnikající na území České republiky, jejíž předmět podnikání odpovídá činnosti některé z osob uvedených v písmenech a) a b).
 (2) Hlavní akcionář **předá pověřené osobě před konáním valné hromady peněžní prostředky ve výši potřebné k výplatě protiplnění** a společnosti tuto skutečnost doloží. (3) Pověřená osoba vrátí zbylé peněžní prostředky spolu s úrokem hlavnímu akcionáři bez zbytečného odkladu poté, co uplynula lhůta pro výplatu protiplnění. (4) Převedené peněžní prostředky nejsou součástí majetkové podstaty pověřené osoby, pokud dojde k jejímu úpadku nebo nastane obdobná situace podle právního řádu jiného členského státu než České republiky. (5) Převedené peněžní prostředky nejsou součástí majetkové podstaty hlavního akcionáře, pokud dojde k jeho úpadku nebo nastane obdobná situace podle právního řádu jiného členského státu než České republiky po přechodu vlastnického práva k účastnickým cenným papírům společnosti podle § 385.
68. Dle § 379 z. o. k. (1) Společnost zpřístupní ve svém sídle k nahlédnutí každému vlastníku účastnického cenného papíru údaj o osobě hlavního akcionáře a znalecký posudek podle § 376 odst. 1. (2) Společnost, jejíž účastnické cenné papíry jsou přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu, zpřístupní způsobem podle odstavce 1 údaj o osobě

hlavního akcionáře, rozhodnutí České národní banky podle § 391 a zdůvodnění výše protiplnění hlavním akcionářem; informace o postupu podle § 375 uveřejní na svých internetových stránkách. (3) Společnost bez zbytečného odkladu vydá na žádost vlastníka účastnických cenných papírů zdarma kopie listin uvedených v odstavci 1 nebo 2. Na toto právo společnost upozorní akcionáře v pozvánce na valnou hromadu.

69. Dle § 380 z. o. k. Vlastníci zastavených účastnických cenných papírů sdělí společnosti bez zbytečného odkladu poté, co se dozvěděli o svolání valné hromady, skutečnost zastavení a osobu zástavního věřitele; upozornění na tuto povinnost se uvede v pozvánce na valnou hromadu.
70. Dle § 381 z. o. k. 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.
71. Dle § 382 z. o. k. (1) K přijetí rozhodnutí valné hromady je potřebný souhlas alespoň 90 % hlasů všech vlastníků akcií, přičemž vlastníci akcií, s nimiž není spojeno hlasovací právo, a hlavní akcionář mají vždy právo hlasovat. O rozhodnutí valné hromady se pořizuje veřejná listina, jejíž přílohou je znalecký posudek o výši protiplnění v penězích nebo zdůvodnění výše protiplnění. (2) Usnesení valné hromady obsahuje také určení hlavního akcionáře, výši protiplnění určenou podle § 376 odst. 1 a lhůtu pro jeho poskytnutí.
72. Dle § 383 z. o. k. Důvodem pro vyslovení neplatnosti usnesení valné hromady o přechodu účastnických cenných papírů na hlavního akcionáře není skutečnost, že protiplnění není přiměřené.
73. Dle § 384 z. o. k. (1) Představenstvo nebo správní rada **podá bez zbytečného odkladu po přijetí usnesení valné hromady návrh na jeho zápis do obchodního rejstříku.** Současně usnesení valné hromady a závěry znaleckého posudku, je-li vyžadován, uveřejní způsobem určeným tímto zákonem a stanovami pro svolání valné hromady společnosti a uloží veřejnou listinu v sídle společnosti k nahlédnutí; upozornění na toto uložení se v uveřejněném oznámení rovněž uvede. (2) Nevyžaduje-li se znalecký posudek, uveřejní společnost způsobem podle odstavce 1 zdůvodnění výše protiplnění a souhlas České národní banky podle § 391, je-li požadován.
74. Dle § 385 z. o. k. (1) **Uplynutím 1 měsíce od zveřejnění zápisu usnesení do obchodního rejstříku podle § 384 přechází vlastnické právo k účastnickým cenným papírům společnosti na hlavního akcionáře.** (2) Byly-li zástavou účastnické cenné papíry, ke kterým přešlo vlastnické právo, zástavní právo okamžikem přechodu vlastnického práva zaniká. Na zástavního věřitele, který má u sebe zastavený účastnický cenný papír, se přiměřeně použije § 387. Byl-li zástavou zaknihovaný účastnický cenný papír, uvede společnost v příkazu k zápisu změny vlastníků podle § 386 i příkaz k výmazu zástavního práva.
75. Dle § 386 z. o. k. Společnost dá příkaz k zápisu změny vlastníků zaknihovaných účastnických cenných papírů na majetkových účtech osobě oprávněné vést příslušnou evidenci cenných papírů podle jiného právního předpisu **bez zbytečného odkladu po přechodu vlastnického práva na hlavního akcionáře s tím, že podkladem pro zápis změny je rozhodnutí valné hromady podle § 375 a 382 a doklad o jeho zveřejnění.**

76. Dle § 387 z. o. k. (1) Dosavadní vlastníci účastnických cenných papírů je předloží společnosti do 30 dnů po přechodu vlastnického práva; v době prodlení nemohou požadovat protiplnění. (2) Nepředloží-li dosavadní vlastníci účastnických cenných papírů cenné papíry ve lhůtě podle odstavce 1, případně v dodatečné lhůtě určené společností, která nesmí být kratší než 14 dnů, postupuje společnost podle § 346 odst. 1 věty první. (3) Vracené účastnické cenné papíry předá společnost hlavnímu akcionáři bez zbytečného odkladu. (4) Za účastnické cenné papíry prohlášené za neplatné vydá společnost bez zbytečného odkladu hlavnímu akcionáři nové účastnické cenné papíry.
77. Dle § 388 z. o. k. (1) **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.** (2) Právo na úrok podle odstavce 1 nevzniká po dobu, po jakou je oprávněná osoba v prodlení s předáním účastnických cenných papírů společnosti.
78. Dle § 389 z. o. k. (1) Pověřená osoba poskytne oprávněným osobám protiplnění bez zbytečného odkladu po splnění podmínek podle § 388 odst. 1. (2) **Pověřená osoba poskytne protiplnění tomu, kdo byl vlastníkem účastnických cenných papírů společnosti k okamžiku přechodu vlastnického práva,** ledaže je prokázán vznik zástavního práva k těmto cenným papírům, pak poskytne protiplnění zástavnímu věřiteli; to neplatí, prokáže-li vlastník, že zástavní právo ještě před přechodem vlastnického práva zaniklo.
79. Dle § 390 z. o. k. (1) **Vlastníci účastnických cenných papírů se mohou domáhat po hlavním akcionáři práva na dorovnání, není-li 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 uplatnění práva podle odstavce 1 způsobem stanoveným pro svolání valné hromady. Promlčecí lhůta běží ode dne, kdy hlavní akcionář splní oznamovací povinnost. (3) **V soudním rozhodnutí, kterým bylo přiznáno právo na dorovnání, soud určí výši dorovnání ve vztahu ke každému druhu akcie a jinému účastnickému cennému papíru a rovněž celkovou výši dorovnání zvýšenou o částku úroků podle § 388 ode dne přechodu vlastnického práva k účastnickým cenným papírům, o částku úroků z prodlení a o částku předpokládaných účelně vynaložených nákladů spojených s plněním do soudní úschovy.** Vlastníci účastnických cenných papírů, kteří se dovolali práva na dorovnání, mají právo na náhradu v řízení účelně vynaložených nákladů. (4) **Hlavní akcionář ve lhůtě určené soudem splní dorovnání vůči všem vlastníkům účastnických cenných papírů do soudní úschovy a současně do soudní úschovy složí i částku úroků podle § 388 ode dne přechodu vlastnického práva k účastnickým cenným papírům, částku úroků z prodlení a částku předpokládaných účelně vynaložených nákladů spojených s plněním do soudní úschovy.** Soud společně s rozhodnutím podle odstavce 3 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, jakým byla svolána valná hromada, která rozhodla o nuceném přechodu účastnických cenných papírů. (5) Ustanovení zákona upravujícího soudní úschovu o připadnutí předmětu úschovy státu se nepoužije. Uplynula-li lhůta tří let ode dne uveřejnění soudního rozhodnutí společností podle odstavce 4, 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) **Dohodne-li se hlavní akcionář na dorovnání s vlastníkem účastnického cenného papíru mimo soudní řízení, oznámí uzavření této dohody a spolu s ním i výzvu ostatním vlastníkům účastnických cenných papírů, aby se přihlásili o dorovnání u příslušného soudu způsobem, jakým byla svolána valná hromada, která rozhodla o nuceném přechodu účastnických cenných papírů.** Hlavní akcionář bez zbytečného odkladu po uzavření dohody splní dorovnání vůči všem vlastníkům téhož druhu akcie nebo účastnického cenného papíru do soudní úschovy, a složí do soudní úschovy i částku úroků podle § 388 ode dne přechodu vlastnického práva k účastnickým cenným papírům, částku úroků z prodlení a částku předpokládaných účelně vynaložených nákladů spojených s plněním do soudní úschovy; odstavec 5 se použije obdobně. Výše dorovnání vůči ostatním vlastníkům téhož druhu akcie nebo účastnického cenného papíru nesmí být nižší, než je sjednaná výše dorovnání.

K použité právní úpravě

80. S ohledem na to, že k vytěsnění došlo po 1. 1. 2014, pak se uplatní právní úprava uvedená v § 375 a násl. z. o. k. Daná úprava sice byla novelizována v roce 2021, nicméně co se týče výše přiměřeného protiplnění, pak zde ustanovení zákona nebyla nijak zásadně měněna. Změny doznaly především ustanovení procesní povahy – např. § 390 odst. 3 z. o. k., který stanoví, že nově soud určí výši přiměřeného protiplnění a částku, kterou má vůči konkrétnímu žalobci hlavní akcionář zaplatit (k procesní povaze daného ustanovení „*Ust. § 390 odst. 3 věta druhá ZOK upravuje normu procesní povahy.*“, viz usnesení Vrchního soudu v Praze ze dne 18. 12. 2023, sp. zn. 7 Cmo 151/2023). Soud tak musí respektovat procesní povahu těchto ustanovení a v jejich případě rozhodovat dle aktuální úpravy – proto soud určil jak výši přiměřeného protiplnění na jednu akcii (viz výrok I. tohoto rozsudku), tak i částku, kterou má žalovaná celkově zaplatit žalobkyni (viz výrok II. tohoto rozsudku). Soud rovněž rozhodl o tom, že se má do úschovy složit vedle dorovnání protiplnění na každou jednu vytěsněnou akcii i částka připadající na úroky dle § 388 z. o. k., úroky z prodlení atd. (viz novelizovaný § 390 odst. 4 z. o. k.) a náklady na úschovu, jak je uvedeno ve výroku III. tohoto rozsudku.
81. Vrchní soud v Praze již v obou svých rozhodnutích poukázal na to, že by se mělo postupovat dle aktuální právní úpravy a nikoliv dle úpravy účinné před 1. 1. 2014 (viz např. odst. 16 na č.l. 214 spisu), kdy byla připuštěna toliko (přiměřená) aplikace judikatury vydané za účinnosti právní úpravy účinné před 1. 1. 2014.
82. Soud v dané věci rozhodl rozsudkem, neboť od 1. 1. 2014 se jedná v rámci řízení o určení výše přiměřeného protiplnění o řízení sporné (viz např. odst. 16 rozhodnutí Vrchního soudu v Praze na č.l. 214 spisu).

K aktivní a pasivní legitimaci, věcné příslušnosti soudu

83. V rámci řízení dle § 375 a násl. z. o. k. je patrné, že aktivní legitimaci budou mít minoritní akcionáři, kteří byli vytěsněni, a kteří nejsou spokojeni s výší přiměřeného protiplnění, která jim byla vyplacena. Pasivně legitimovaným je hlavní akcionář, na kterého bylo převedeno vlastnické právo k vytěsněným akciím a který zaplatil přiměřené protiplnění na základě rozhodnutí valné hromady společnosti (viz § 390 odst. 1 z. o. k.).
84. Žalobkyně je ve věci aktivně legitimována, jelikož bylo prokázáno, že vlastnila k 1. 6. 2016 13 977 ks akcií UniCredit o jmenovité hodnotě 46 Kč, kdy tyto byly z jejího majetkového účtu převedeny na hlavního akcionáře (žalovanou) za částku přiměřeného protiplnění.
85. Ostatně závěry o tom, že žalobkyně je aktivně legitimována byla již potvrzena i Vrchním soudem v Praze (viz odst. 15 na č.l. 214 spisu).
86. Pasivní legitimace je zde rovněž dána, když žalován je hlavní akcionář, na kterého přešly zbývající akcie UniCredit ve vlastnictví jiných osob.
87. Soud zde ještě poznamenává s ohledem na to, že je žalován zahraniční subjekt, že je dána i „mezinárodní příslušnost“ soudu, a to s ohledem na rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR sp. zn. 29 Cdo 4403/2014 „*Rozhodne-li valná hromada akciové společnosti se sídlem v České republice o přechodu všech ostatních účastnických cenných papírů společnosti na hlavního akcionáře podle § 183i a násl. obch. zák., je k řízení o přezkoumání přiměřenosti protiplnění podle § 183k obch. zák. dána pravomoc (mezinárodní příslušnost) českých soudů podle článku 22 odst. 2 nařízení Brusel I bez ohledu na to, kde má sídlo či bydliště hlavní akcionář.*“. Byť se jedná o rozhodnutí vydané ještě za účinnosti nařízení Brusel I, kdy nyní je již aktuální nařízení Brusel I bis, tak ustanovení, o které se v tomto případě mezinárodní příslušnost opírá, zůstalo zachováno i v Brusel I bis.
88. Co se týče věcné příslušnosti soudu, pak daný spor je sporem mezi společníky, který vyplývá z účasti ve společnosti, je zde tak dána věcná příslušnost krajských soudů v I. stupni – viz § 9 odst. 2 písm. e) o. s. ř.
89. Místní příslušnost je pak určována dle sídla společnosti, jejíž minoritní akcionáři byli vytěsněni (viz rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR sp. zn. 29 Cdo 4403/2014 citované výše), což je v tomto případě v Praze. Případné nedostatky v místní příslušnosti se však zhojí započítáním jednání ve věci samé, což již také proběhlo.

K judikatuře použitelné na určení výše přiměřeného protiplnění

90. Soud konstatuje, že pro rozhodnutí ve věci samé v rámci přiměřeného protiplnění je zapotřebí zohlednit především níže uvedenou judikaturu:
- a. V řízení o přezkoumání přiměřenosti protiplnění dle § 183k odst. 1 obch. zák. jde o přezkum, zda se menšinovým akcionářům plněním ve výši uvedené v usnesení valné hromady (§ 183i odst. 3 obch. zák.) dostane přiměřeného (spravedlivého) protiplnění, a **bude tak zachována hodnota jejich investice do daných účastnických cenných papírů. Soud v takovém řízení není limitován znaleckým posudkem předloženým společností hlavním akcionářem** dle § 183i odst. 6 obch. zák. (viz např. usnesení Nejvyššího soudu ze dne 16. prosince 2009, sp. zn. 29 Cdo 4712/2007, uveřejněné pod číslem 104/2010 Sbírky soudních rozhodnutí a stanovisek, část občanskoprávní a obchodní, dostupné shodně jako další níže uváděná rozhodnutí Nejvyššího soudu na www.nsoud.cz) (srov. obě rozhodnutí odvolacího soudu v tomto řízení).

Shodu s prvopisem potvrzuje M. J.

- b. Přiměřenost značí požadavek **přihlédnout ke všem podstatným okolnostem v souvislosti s nuceným výkupem, to znamená, že je z pohledu zákona vyloučeno, aby byla stanovena subjektivně; cena stanovená nikoli na základě objektivních kritérií by se vymykala soudnímu přezkumu** (*viz náleží Ústavního soudu ze dne 27. března 2008, sp. zn. Pl. ÚS 56/05, dostupný shodně jako další níže citovaná rozhodnutí Ústavního soudu na www.usoud.cz*).
- c. Základem pro stanovení výše přiměřeného protiplnění za účastnický cenný papír společnosti je obvykle hodnota podniku společnosti; její určení je otázkou skutkovou, k jejímuž posouzení jsou nezbytné odborné znalosti (§ 127 o. s. ř.); součástí odborného posouzení znalce je přitom i zvolení metod ocenění s ohledem na poměry dotčené společnosti. Volba metody ocenění při určování hodnoty podniku společnosti pro účely určení výše přiměřeného protiplnění ve smyslu ustanovení § 183k obch. zák. závisí na poměrech posuzované společnosti. **Zásadně proto není možné paušálně a obecně určit, která z metod připadajících v úvahu je pro stanovení hodnoty podniku vhodná, posouzení této otázky je součástí odborného posouzení znalce s ohledem na poměry dané společnosti. Výběr postupu a metody zcela záleží na samotném znalci, přičemž je třeba tyto použité metody řádně odůvodnit společnosti. Z požadavku přiměřenosti (spravedlnosti) mimo jiné plyne, že protiplnění zásadně nesmí být nižší než tržní cena dotčených účastnických cenných papírů v době předcházející vytěsnění, lze-li ji objektivně určit. Určení hodnoty podniku společnosti (jež je otázkou skutkovou) nelze ztotožňovat s určením výše přiměřeného protiplnění (jež je otázkou právní). Jakkoliv při určení výše přiměřeného protiplnění soud zpravidla vychází z hodnoty podniku společnosti, musí současně zohlednit i další v úvahu přicházející skutečnosti. Při přezkoumávání přiměřenosti protiplnění postupem podle § 183k obch. zák. je nutné mít na paměti, že menšinoví akcionáři nemají prakticky žádnou možnost, jak hlavnímu akcionáři zabránit v realizaci jeho práva upraveného v § 183i obch. zák. Jsou-li zbavováni svého podílu ve společnosti s odůvodněním, že s ohledem na akcionářskou strukturu se jejich účast fakticky zúžila na pouhou investici, neboť jejich „vliv na chod společnosti je mizivý a možnost podílet se na zásadních rozhodnutích o směřování společnosti je iluzorní“ (srov. náleží Ústavního soudu ze dne 27. března 2008, sp. zn. Pl. ÚS 56/05, bod 52 odůvodnění), nadále jim zůstává zachována pouze majetková složka jejich účasti ve společnosti, již lze nahradit (nuceně vyměnit) za peníze, musí být garantováno, že poskytované protiplnění v penězích bude odpovídat hodnotě této investice. Jinak řečeno, protiplnění poskytované hlavním akcionářem musí odpovídat hodnotě účastnických cenných papírů, jejichž vlastnictví hlavní akcionář v důsledku nuceného přechodu nabude tak, aby hodnota investice vlastněné minoritním akcionářem zůstala zachována. Za mnohá srov. např. usnesení Nejvyššího soudu ze dne 26. dubna 2018, sp. zn. 29 Cdo 3024/2016, ze dne 29. května 2018, sp. zn. 29 Cdo 2025/2016, ze dne 18. září 2019, sp. zn. 27 Cdo 4585/2018, usnesení ze dne 27. listopadu 2014, sp. zn. 29 Cdo 3359/2012, ze dne 19. června 2012, sp. zn. 29 Cdo 2214/2010, ze dne 31. ledna 2013, sp. zn. 29 Cdo 723/2011. Právě proto, že v případě tzv. vytěsnění nemá akcionář možnost tomuto procesu zabránit, se při určení přiměřeného vypořádání vychází z (tržní) hodnoty podniku společnosti a základem pro určení přiměřeného**

vypořádání je pak podíl na této tržní hodnotě připadající na jednu akcii (účastnický cenný papír). Ve většině případů tento alikvotní podíl převyšuje tržní cenu samotných akcií (za uvedenou částku by zpravidla nebylo možné tyto akcie prodat) a již tím do určité míry reflektuje přiměřenost (spravedlnost) vypořádání mezi hlavním akcionářem a menšinovými (vytěšňovanými) vlastníky účastnických cenných papírů (viz usnesení Nejvyššího soudu ze dne 23. srpna 2018, sp. zn. 29 Cdo 4568/2016, a tam citovaná rozhodnutí). Přiměřené protiplnění za účastnické cenné papíry, které přecházejí na hlavního akcionáře v důsledku postupu podle § 183i a násl. obch. zák., zásadně nesmí být nižší, než činila kupní cena, za kterou hlavní akcionář nabyl účastnické cenné papíry bezprostředně předtím, než požádal o svolání valné hromady podle § 183i odst. 1 obch. zák., a to i tehdy, šlo-li o tzv. prémiovou cenu, zahrnující přírůžku za získání majority (*viz usnesení Nejvyššího soudu ze dne 26. dubna 2018, sp. zn. 29 Cdo 3024/2016, rovněž sp. zn. 27 Cdo 155/2021*).

- d. „hodnota podniku (tak jako např. jiných předmětů, i takových, jako jsou obrazy, známky, drahé kovy atd.) není pouze objektivní kategorií, nýbrž je závislá **jednak na účelu ocenění, jednak na subjektu, z hlediska kterého je určována. Z tohoto důvodu existuje více bází hodnoty podniku (tržní, investiční, objektivizovaná, spravedlivá), jejichž užití modifikuje základní přístup k ocenění, a je tudíž pro konkrétní případ ocenění správné stanovení této báze nezbytné** (srov. Mařík, M., a kol. cit. dílo, s. 23 a násl.). Hodnota podniku by měla být použita jako hodnota celku, nikoliv tedy menšinového podílu, ačkoli ten je sám o sobě předmětem ocenění. Podle Ústavního soudu „**minoritní akcionář musí být hospodářsky odškodněn jak z hlediska jeho vkladové strategie zaměřené na dlouhodobý vklad, tak krátkodobé investiční strategie** (srov. Schön, W. Der Aktonär im Verfassungsrecht. In M. Habersack, P. Hommelhoff, U. Hüffner & K. Schmidt (Eds.). Festschrift für Peter Ulmer. Zum 70. Geburtstag am 2. Januar 2003. Vyd. Berlin, De Gruyter 2003, s. 1371-1383 a nověji Ruthardt, F. Abfindungsbemessung beim Squeeze Out. Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht č. 35, roč. 2014, s. 1389). **V této souvislosti lze hovořit o tzv. spravedlivé hodnotě (fair či přesněji equitable value) v kontrapozici s tzv. (spravedlivou) tržní hodnotou (fair market value)**“, *srov. náleží Ústavního soudu ze dne 27. listopadu 2018, sp. zn. III. ÚS 647/15, či náleží Ústavního soudu ze dne 27. března 2008, sp. zn. Pl ÚS 56/05*.
- e. V (extrémním) rozporu s principy spravedlnosti (či důsledkem svévole soudu) není rovněž, pokud je výsledek dokazování formulován rozpětím ceny akcie (*viz náleží Ústavního soudu ze dne 2. března 2000, sp. zn. III. ÚS 269/99, či náleží Ústavního soudu ze dne 1. dubna 2014, sp. zn. I. ÚS 162/13*).
- f. Určením, že protiplnění má být přiměřené, zákon vyjadřuje požadavek na jeho spravedlnost (*srov. § 183j odst. 2 obch. zák., či rovněž článek 15 odst. 2 Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES ze dne 21. dubna 2004 o nabídkách převzetí*).
- g. Znalecký posudek soud sice hodnotí jako každý jiný důkaz podle § 132 o. s. ř., **odborné závěry v něm obsažené však hodnocení soudem podle § 132 o. s. ř. nepodléhají**. Hodnocení důkazu znaleckým posudkem tedy spočívá v posouzení, zda závěry posudku jsou náležitě odůvodněny, zda jsou podloženy obsahem nálezu,

zda bylo přihlédnuto ke všem skutečnostem, s nimiž se bylo třeba vypořádat, zda závěry posudku nejsou v rozporu s výsledky ostatních důkazů a zda odůvodnění znaleckého posudku **odpovídá pravidlům logického myšlení**. Aby soud mohl znalecký posudek odpovědně hodnotit, nesmí se znalec omezit ve svém posudku na podání odborného závěru, nýbrž z jeho posudku musí mít soud možnost seznat, z kterých zjištění v posudku znalec vychází, jakou cestou k těmto zjištěním dospěl a na základě jakých úvah došel ke svému závěru. (*srov. např. rozsudky Nejvyššího soudu ze dne 21. října 2009, sp. zn. 22 Cdo 1810/2009, či ze dne 3. února 2011, sp. zn. 22 Cdo 4532/2010, rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 10. listopadu 2015, sp. zn. 21 Cdo 4543/2014, rozsudek téhož soudu ze dne 16. října 2019, sp. zn. 27 Cdo 2755/2019 či usnesení téhož soudu ze dne 17. března 2016, sp. zn. 29 Cdo 4153/2015, anebo usnesení Ústavního soudu ze dne 12. ledna 2016, sp. zn. I. ÚS 1054/13.*). Rovněž lze zmínit usnesení Nejvyššího soudu ČR sp. zn. 27 Cdo 3185/2020, ze dne 31. 8. 2021.

- h. Volba příslušné oceňovací metody je věcí znalce (jde o otázku odbornou), jakož i to jakým způsobem bude aplikována. Soudu nepřísluší do této volby jakkoliv zasahovat, tj. soud není povinen rozhodnout, jaká metoda má být pro stanovení hodnoty podniku použita, stejně jako posuzovat správnost jednotlivých metodologických rozhodnutí učiněných v rámci této metody. Je na znalci, aby řádně zdůvodnil volbu své metody; a toto jeho zdůvodnění podléhá posouzení soudu jen co do jeho logiky a úplnosti (*viz za mnohá např. usnesení Nejvyššího soudu ze dne 19. června 2012, sp. zn. 29 Cdo 2214/2010*).
- i. K otázce posuzování znaleckého posudku soud uvádí, že důkaz znaleckým posudkem soud hodnotí jako každý jiný důkaz (§ 132 o. s. ř.), **nemůže však přezkoumávat věcnou správnost odborných závěrů znalce (respektive znalců), neboť soudci k tomu nedisponují potřebnými odbornými znalostmi, popř. je nemají v takové míře, aby takovýto přezkum mohli zodpovědně učinit** (*viz stanovisko Nejvyššího soudu ČR sp. zn. Cpi 41/1979, publikované ve Sbírce soudních rozhodnutí a stanovisek pod R 1/1981 nebo rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 25. dubna 2002 sp. zn. 25 Cdo 583/2001*). Hodnocení důkazu takto provedeného je tak v zásadě omezeno pouze na to, zda posudek znalce má formální náležitosti, zda provedený úkon byl učiněn řádně, tj. zda znalec dodržel soudem uložené zadání, tj. zodpověděl na otázky, resp. **zadání soudu k předmětu znaleckého úkonu s určitě a srozumitelně vyloženým závěrem, který má oporu v podkladových materiálech, netrpí rozpory atd.** (*viz např. usnesení Nejvyššího soudu ze dne 19. června 2012, sp. zn. 29 Cdo 3606/2010, ze dne 19. června 2012, sp. zn. 29 Cdo 2214/2010, ze dne 31. ledna 2013, sp. zn. 29 Cdo 723/2011*). Soudu je samozřejmě známa i rozhodovací praxe Ústavního soudu (*např. plenární náleží Ústavního soudu ze dne 23. září 2008, Pl. ÚS 11/08, rozhodnutí Ústavního soudu ze dne 20. května 2008, sp. zn. I. ÚS 49/06, či rozhodnutí ze dne 30. dubna 2007, sp. zn. III. ÚS 299/06*), která soudům poměrně striktně ukládá hodnotit znalecký posudek podle zásady volného hodnocení důkazů, neponechávat bez povšimnutí též věcnou správnost posudku a kriticky hodnotit i úplnost a bezvadnost podkladových materiálů, které znalec podrobuje svému zkoumání.
- j. Zároveň podle soudu má pro uvedené zásadní význam důraz ústavního soudu na stanovení přiměřené výše protiplnění, když u uvedeného se mají hodnotit pouze ty skutečnosti, které byly známy k rozhodnému dni (tj. ke dni přechodu vlastnického

práva na hlavního akcionáře): „Současně však nelze pominout, že i když se z dnešního pohledu může jevit dané ocenění jako chybné, významovou mít jen ty skutečnosti, které byly známy k datu, k němuž byla hodnota akcií zjišťována. Zde je třeba zdůraznit, že uznávaná zásada komplexnosti znaleckého posudku vyžaduje hodnocení jen toho, co je známo (i s výhledem do budoucnosti) k datu, které bylo pro znalecký posudek rozhodné, tj. 18. 9. 2005 (srov. k tomu Krástek, L. *Znalectví*. Praha: Wolters Kluwer, 2013, s. 71 – „Porušením zásady komplexnosti je i postup znalce, kdy využil informaci, která k danému datu nebyla k dispozici“).“ Soud tak nerefletoval zjištění znalců ve vztahu „k ospravedlnění postupu výpočtu“, která se znalci dozvěděli až po datu vytěsnění.

- k. Ústavní soud dále vyjasnil, že při stanovení hodnoty podniku pro účely určení protiplnění při squeeze-outu (tj. při určení spravedlivé hodnoty/fair value) **není přípustná přírážka (diskont) za minoritu a za sníženou likviditu (omezenou obchodovatelnost) cenného papíru**: „Po stanovení hodnoty podniku jako celku (jež je základnou ocenění) byla tato hodnota korigována (snížena) tzv. diskontem (přírážkou) **za (nízkou) likviditu**, přesněji (omezenou) obchodovatelnost. Jde o tzv. diskont na úrovni akcionáře (mezi které se řadí i diskont za minoritu), sloužící k finančnímu zohlednění obtíží investora s případným prodejem účastnického cenného papíru, jako je časová prodleva při hledání kupce a náklady s tím spojené, které mají negativní dopad na jeho cenu. **Obdobně jako přírážku za minoritu, která zohledňuje stupeň kontroly podniku konkrétního akcionáře a kterou (nejsou-li pro to nějaké mimořádné důvody) v případě vytěsnění menšinových akcionářů uplatnit nelze**, neboť výsledkem by nebyla spravedlivá, ale tržní hodnota menšinového podílu, je třeba posuzovat přírážku za obchodovatelnost příslušného účastnického cenného papíru. **Obchodovatelnost se stupněm kontroly úzce souvisí, neboť míra kontroly zpravidla ovlivňuje obchodovatelnost účastnických cenných papírů, ať již po stránce ekonomické** (jako důsledek jejich velké koncentrace v jedínych rukou), **nebo právní** (jako důsledek rozhodnutí o jejich stažení z veřejného obchodování). V případě vytěsnění menšinových akcionářů jde o nucenou transakci, kde osoby prodávajícího a kupujícího jsou předem známy, **a tudíž není třeba vyhledávat toho, kdo by příslušný cenný papír odkoupil (tou je takto kvalifikovaný vlastník, tedy většinový akcionář), a žádné dodatečné náklady tak v souvislosti s prodejem nevznikají**.“ (*viz rozhodnutí Ústavního soudu ČR sp. zn. III. ÚS 647/15*). Na toto následně navázala *rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR sp. zn. 27 Cdo 4585/2018* „Vychází-li soud při určení přiměřeného protiplnění podle § 183k obch. zák. z **hodnoty podniku společnosti, určené výnosovou metodou**, zpravidla nemůže být při stanovení hodnoty podniku (pro účely určení přiměřeného protiplnění) aplikována (při výpočtu nákladů vlastního kapitálu) **přírážka za nižší likviditu** (omezenou obchodovatelnost) akcií (nejsou-li v konkrétní věci naplněny důvody pro opačný závěr). V projednávané věci žádné okolnosti, svědčící ve prospěch užití přírážky, naplněny nejsou. Naopak, prosadil-li hlavní akcionář (vahou svých hlasů) krátce předtím, než valná hromada rozhodla o vytěsnění, vyřazení akcií z obchodování na regulovaném trhu, bylo by zohlednění nižší likvidity akcií v rozporu s principy spravedlnosti.“ Nebo *rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR ze dne 20. 11. 2019, sp. zn. 27 Cdo 4444/2017* „Má-li být protiplnění poskytované vytěsněným akcionářům spravedlivé (přiměřené), **pak při určení přiměřeného protiplnění zásadně nelze zohlednit přírážku za nižší likviditu akcií**.“ Na

toto následně navázaly i vrchní soud, viz např. rozhodnutí Vrchního soudu v Olomouci ze dne 15. 10. 2024, sp. zn. 5 Cmo 127/2023 „Dílním projevem požadavku přiměřenosti protiplnění a hledání spravedlivé hodnoty akcie v případě nuceného přechodu účastnických cenných papírů je skutečnost, že **nesvědčí-li pro opačný závěr vážné důvody, nelze při stanovení spravedlivé hodnoty akcií použít přírážky za nižší likviditu akcií a za menšinový podíl, a to ani při sestavení diskontní míry v rámci nákladů vlastního kapitálu**. Obě přírážky jsou dle judikatury přírážkou na úrovni „hlavního akcionáře“ vztahující se ke konkrétnímu akcionáři či konkrétní skupině akcionářů, nikoliv ke společnosti jako takové, reflektují práva, privilegia či prvky kontroly obsažené u těchto akcií. **Velikostní přírážka je tzv. přírážkou na úrovni společnosti, tj. zohledňuje systematická rizika vztahující se ke společnosti jako takové, a dopadá stejnou měrou na všechny akcionáře bez ohledu na velikost jejich podílu nebo stupeň kontroly**. Není vůbec relevantní, zda se oceňuje majoritní či minoritní akciový podíl, neboť je zohledňována objektivní skutečnost, kterou je velikost podniku. Je nutno, aby soud rozklíčoval organizační a vlastnickou strukturu společnosti z hlediska zapojení do koncernu. **Pokud jde o jednotlivé přírážky je třeba, aby soud v odůvodnění usnesení uvedl alespoň jejich charakteristiku, obecné předpoklady jejich aplikace, dopady použití na ocenění a vyhodnocení, zda ta která přírážka má být aplikována v konkrétních poměrech projednávané věci (viz rozhodnutí Vrchního soudu v Olomouci, sp. zn. 5 Cmo 127/2023).**

- l. Určité koncepční vychýlení způsobu stanovení výše přiměřeného plnění v případě squeeze-outů, jež nejsou činěny v souvislosti s nabídkou převzetí, přineslo rozhodnutí Nejvyššího soudu ze dne 26. 4. 2018, sp. zn. 29 Cdo 3024/2016, v němž soud dovodil i pro tyto případy relevanci tzv. prémiové ceny, jinak relevantní pro nabídky převzetí: „Nejvyšší soud si je vědom toho, že cena dosažená při nabytí významného podílu ve společnosti (zde dokonce podílu umožňujícího následně realizovat postup podle § 183i a násl. ObchZ) **v sobě může zahrnovat (a v projednávané věci pravděpodobně i zahrnovala) tzv. přírážku za získání majority (za ovládnutí společnosti)**. Nicméně **má-li být protiplnění poskytované následně v rámci vytěsnění spravedlivé, má Nejvyšší soud za to, že je namíste umožnit vytěsněným menšinovým akcionářům, aby na dosažené přírážce participovali**. Současně platí, že za spravedlivý lze požadavek, aby bylo při stanovení protiplnění přihlédnuto k prémiové ceně, považovat zásadně tehdy, bylo-li jí dosaženo v období bezprostředně předcházejícím žádosti hlavního akcionáře podle § 183i odst. 1 ObchZ, obdobně jako je tomu v případech povinné nabídky převzetí (prémiová cena dosažená například několik let před zahájením procesu vytěsnění zpravidla význam pro posouzení přiměřenosti protiplnění mít nebude). Nejvyšší soud proto uzavírá, že přiměřené protiplnění za účastnické cenné papíry, které přecházejí na hlavního akcionáře v důsledku postupu podle § 183i a násl. ObchZ, zásadně nesmí být nižší, než činila kupní cena, za kterou hlavní akcionář nabyl účastnické cenné papíry bezprostředně předtím, než požádal o svolání valné hromady podle § 183i odst. 1 ObchZ; to platí i tehdy, šlo-li o tzv. prémiovou cenu, zahrnující přírážku za získání majority.“
- m. V tomto směru je nepochybně zajímavé rozhodnutí Nejvyššího soudu ze dne 6. 5. 2021, sp. zn. 27 Cdo 2010/2020, v němž soud mimo jiné uvedl, že „smyslem a účelem

právní úpravy přiměřeného protiplnění je zajistit, že menšinovým akcionářům (vytěsněným vlastníkům účastnických cenných papírů) **bude plně nahrazena hodnota jejich investice, nikoli umožnit jim získat na úkor hlavního akcionáře plnění, jehož výši již nelze ekonomicky odůvodnit** (tedy plnění, jež výrazně přesahuje hodnotu jejich investice představované účastnickými cennými papíry, o kterou byli v důsledku realizace práva hlavního akcionáře připraveni). Jinak řečeno, spravedlnost protiplnění je nutné poměřovat ve vztahu ke všem zúčastněným subjektům (nejen z pohledu vytěsněných vlastníků účastnických cenných papírů), tak, aby bylo (jak ostatně plyne již ze samotného pojmu užitého zákonem) přiměřené (proporcionální) všem okolnostem.“.

- n. Zatímco tedy nelze než přijmout závěr, podle něhož znalec zhodnotí přiměřenost protiplnění k okamžiku, kdy posudek zpracovává, neboť jiné řešení není fakticky možné, domníváme se, že **soud v případném řízení o přezkumu přiměřenosti výše protiplnění podle § 183k ObchZ musí vycházet ze stavu, jaký panoval v době přechodu vlastnického práva k účastnickým cenným papírům**. Soud by se tak neměl omezit jen na přezkum posudku na základě informací dostupných jeho zpracovateli. K návrhu vlastníka účastnických cenných papírů, ale i z vlastní iniciativy (viz. § 120 odst. 2 o. s. ř.) by si měl opatřit důkazy o případných změnách v hospodářských poměrech společnosti, jež nastaly do okamžiku přechodu, a které ovlivňují výsledek přezkumu, a při rozhodování k nim důsledně přihlížet.“. (*viz usnesení Vrchního soudu v Praze ze dne 8. 11. 2022, č. j. 7 Cmo 60/2022-1165*)
- o. V usnesení sp. zn. 29 Cdo 2025/2016 (citovaném dovolatelem) pak Nejvyšší soud – uznává, že i závazky, které de iure neexistují (resp. nejde o závazky společnosti) či které se opírají o neplatná právní jednání, mohou mít s ohledem na konkrétní okolnosti vliv na hodnotu podniku společnosti v daném místě a čase, a mohou se tudíž promítnout do (skutkového) závěru o (tržní) hodnotě podniku – vysvětlil, že má-li přiměřené vypořádání v penězích (přiměřené protiplnění) odpovídat požadavku spravedlnosti, je třeba vždy zvažovat, zda a do jaké míry je na místě tyto „sporné“ závazky (zejména jde-li o závazky významné) zohlednit při určení jeho výše (srov. dále např. usnesení Nejvyššího soudu ze dne 18. 9. 2019, sp. zn. 27 Cdo 4585/2018). Právě uvedený závěr se „inverzně“ prosadí i ve vztahu k významným, byť „sporným“ pohledávkám společnosti. Přestože se určitá významná pohledávka společnosti za členy jejího voleného orgánu nemusí pro svoji spornost promítnout ve (skutkovém) závěru o hodnotě podniku společnosti (tato pohledávka nemusí zvyšovat hodnotu podniku společnosti na trhu), soud při posuzování právní otázky přiměřenosti protiplnění zpravidla (jeví-li se tvrzení o právním důvodu a výši této pohledávky racionální) musí posoudit, zda tato pohledávka společnosti svědčí, a pokud tomu tak je, musí ji vzít při přezkoumání přiměřenosti protiplnění v úvahu. V projednávané věci se odvolací soud (jakož i soud prvního stupně) – přes námitky navrhovatele – otázkou existence předmětné pohledávky společnosti ani jejím případným vlivem na výši přiměřeného protiplnění (v rozporu s výše uvedenou judikaturou) nezabýval. Jeho právní posouzení otázky přiměřenosti protiplnění za přechod účastnických cenných papírů je tak neúplné a tudíž nesprávné. (*viz usnesení Nejvyššího soudu ze dne 22. 3. 2022, sp. zn. 27 Cdo 2970/2021*).

- p. Nelze pak ani odhlédnout od zásad uvedených v usnesení Vrchního soudu v Praze ze dne 2. 5. 2022, č.j. 14 Cmo 26/2021-212, vydaného v tomto řízení v odstavci 17 odůvodnění, na což soud toliko dokazuje (rozhodnutí bylo vydáno v tomto řízení).

Shrnutí k judikatuře a zákonné úpravě

91. Soud tak konstatuje, že byť ekonomové a právníci používají jiné výrazy, pak je zde v podstatě shoda na tom, že cílem znaleckého zkoumání je určitá „objektivní hodnota“, kdy tato by měla vycházet z principů ekonomické „tržní hodnoty“, tedy by měla být definována následovně *„Tržní hodnota je odhadovaná částka, za kterou by měl být majetek prodán na otevřeném trhu mezi nezávislým kupujícím a prodávajícím, kteří jednají informovaně a bez nátlaku. Předpoklady pro stanovení tržní hodnoty zahrnují aktivní marketing, dostatek času na transakci a to, že obě strany jednají na základě znalostí a dobrovolně.“*, kdy tato definice akcentuje zejména nezávislost/nestrannost, informovanost a dobrovolnost dané transakce. Jedině taková (nezávislá/objektivní) hodnota odpovídá ocenění, ke kterému může soud přihlídnout. V podstatě stejná definice je aktuálně v § 2 odst. 4 zák. č. 151/1997 Sb.
92. V rámci přiměřeného protiplnění však nezkoumáme tržní hodnotu přímo samotných akcií menšinových akcionářů, neboť tyto akcie jsou většinou velmi nízké hodnoty či na trhu neprodejné, kdy hodnotu určujeme za pomoci určité (umělé) konstrukce **jako tržní hodnotu celé společnosti, resp. alikvótního podílu na této hodnotě**. Z ekonomického pohledu tak neurčujeme tržní hodnotu minoritních akcií, ale určujeme „spravedlivou hodnotu“ minoritních akcií (spravedlivá hodnota = hodnota prodeje **mezi dvěma konkrétními stranami**, která **zohledňuje výhody a nevýhody těchto stran**, viz kniha *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy* od prof. Maříka a kol., str. 41), kterou definujeme jako alikvótní podíl na **tržní hodnotě celého** podniku (viz usnesení Nejvyššího soudu ze dne 26. dubna 2018, sp. zn. 29 Cdo 3024/2016, rovněž sp. zn. 27 Cdo 155/2021).
93. **S určením hodnoty na úrovni celé společnosti může spojena být i tzv. prémiová cena** (pokud uvažujeme cenu na trhu za celou společnost, pak je možné, že by za nabídku 100 % podílu, tedy absolutní kontrolu nad společností, si byli ochotni investoři připlatit). Judikatura protiplnění na úrovni tzv. prémiové ceny nevyklučuje (viz rozhodnutí Nejvyššího soudu ze dne 26. 4. 2018, sp. zn. 29 Cdo 3024/2016), lze tedy určit hodnotu celé společnosti na úrovni i tzv. prémiové ceny.

K hodnocení znaleckých posudků

94. Jak bylo uvedeno výše, soud zkoumá posudky následovně: *„Hodnocení důkazu znaleckým posudkem tedy spočívá v posouzení, zda závěry posudku jsou náležitě odůvodněny, zda jsou podloženy obsahem nálezu, zda bylo přihlídnuto ke všem skutečnostem, s nimiž se bylo třeba vypořádat, zda závěry posudku nejsou v rozporu s výsledky ostatních důkazů a zda odůvodnění znaleckého posudku odpovídá pravidlům logického myšlení“* a *„Volba příslušné oceňovací metody je věcí znalce (jde o otázku odbornou), jakož i to jakým způsobem bude aplikována. Soudu nepřislouží do této volby jakkoliv zasahovat, tj. soud není povinen rozhodnout, jaká metoda má být pro stanovení hodnoty podniku použita, stejně jako posuzovat správnost jednotlivých metodologických rozhodnutí učiněných v rámci této metody. Je na znalci, aby řádně zdůvodnil volbu své metody; a toto jeho zdůvodnění podléhá posouzení soudu jen co do jeho logiky a úplnosti“*. Soud tak hodnotí znalecký posudek především z logického hlediska (nikoliv odborného). Soud tak především hodnotí, zdali závěry znalce dávají logicky smysl, zda jsou

řádně odůvodněny a zda vycházejí z dostatečných podkladů. Byť volba metody a metodologických rozhodnutí učiněných v rámci této metody je věcí znalce, tak nelze přehlédnout, že soudy s ohledem na zákonné požadavky (přiměřenost protiplnění – spravedlivou hodnotu protiplnění) již do ocenění mnohdy zasáhly, resp. ho ve finále modifikovaly, když například vyloučily aplikaci přírážky za minoritu a nižší likviditu (a naopak připustily možnost určení protiplnění na úrovni prémiové ceny). To je způsobeno tím, že znalec určuje hodnotu akcií (což je skutková otázka), zatímco soud určuje hodnotu přiměřeného protiplnění (což je právní otázka). Soud je tak oprávněn korigovat závěry znalce tak, aby byla řádně zjištěna hodnota přiměřeného protiplnění (viz § 388 z. o. k.). Tedy soud nezasahuje do odborného hodnocení a výpočtu znalce, nicméně musí dohlédnout na dodržení zákonných podmínek, které jsou stanoveny pro přiměřené protiplnění – užití parametrů ve výpočtu, které by činily protiplnění rozporné se zákonem (s přiměřeností protiplnění), tak soud může vyloučit.

K posouzení znaleckého posudku od E & Y

95. Soud hodnotí posudek od E & Y následovně:

1. K všeobecným informacím o UniCredit, makroekonomické analýza a analýze bankovního sektoru

1.A. K všeobecným informacím

96. Soud konstatuje, že posudek E & Y se dostatečně zabýval všeobecnými informacemi ohledně UniCredit, kdy zkoumal: jaké služby banka poskytuje, a to i na úrovni skupiny UniCredit (dále i jako „Skupina“), která zahrnuje i dceřiné společnosti UniCredit Factoring Czech Republic and Slovakia, a.s. (dále i jako „UCF“⁴) a UniCredit Leasing CZ, a.s. (dále i jako „UCL“⁴), kdy UniCredit pak vlastní i minoritní podíly v dalších společnostech. Znalec se obecně vyjadřoval jak k UniCredit, tak ke Skupině. Níže jsou uvedeny obecné závěry, které pro UniCredit a pro Skupinu uzavřel znalec (ke struktuře Skupiny podrobněji *viz str. 27 a násl. posudku*).

97. Znalec se zabýval tím, jaké jsou slabé a silné stránky Skupiny. Dále se zabýval i strukturou aktiv UniCredit (nejvíce zde byly „poskytnuté půjčky“ a „pohledávky za klienty“, *viz str. 34 posudku*). **Zaznamenán zde byl především rychlý vývoj u retailového segmentu (14 %), kdy toto je v souladu s dlouhodobým, strategickým směřováním banky a plány managementu, který chce jít tímto směrem** (*viz str. 34 posudku*). **Soudu se tak nejeví, že by snad toto ve svém ocenění E & Y opomenula zohlednit** (žalobkyně uvádí, že znalec opomenul plán UniCredit na větší zaměření se na retailovou klientelu, která je výnosnější, pozn. soudu). V pasivech jsou především „vklady od klientů“, kdy je zde zejména nárůst v rámci korporátní klientely. Výnosy tvoří především čisté úrokové výnosy a poté čisté výnosy z poplatků.

1.B. K makroekonomické analýze

98. Dále byla od E & Y provedena makroekonomická analýza týkající se růstu HDP, kdy ten měl být v roce 2015 na úrovni 4,2 % a dále klesat na 2,6 % a 2,4 %, což by mělo vést k expanzi bankovních úvěrů (jedná se o pozitivní vývoj – *viz str. 45 posudku*). Dále byla zkoumána i fiskální politika státu, vývoj inflace a měnového kurzu, daňové prostředí, a to jak v ČR, tak na Slovensku. Dále byla provedena analýza odvětví finančních služeb.

1.C. Ke zkoumání bankovního sektoru

99. Dále byla od E & Y proveden zkoumání bankovního sektoru se zaměřením na některé ukazatele jako například ROA, RWA na celkovém objemu aktiv. Znalec zde (*viz str. 59*

Shodu s prvopisem potvrzuje M. J.

posudku) uvádí, že velké banky byly ziskovější kvůli tomu, že **byly více soustředěny na retailovou klientelu, která je ziskovější**, a skrze úspory z rozsahu. Střední banky pak byly naopak pod průměrem všech bank, kdy se začaly přibližovat velkým bankám v roce 2015. Jak již soud odůvodnil výše, pak UniCredit je z pohledu ziskovosti spíše střední bankou (z pohledu velikosti nikoliv – zde je jednoznačně velkou bankou, viz výše) – o tom svědčí i to, že se chtěla více zaměřit na retailovou klientelu, kde měla očividně ještě sama rezervy (narozdíl od ostatních velkých bank, kterým se chtěla v tomto ohledu přiblížit).

100. Pokud tedy byla vyšší ziskovost velkých bank zapříčiněna tím, že velké banky byly více angažovány v retailovém sektoru, pak pokud zde měla UniCredit nedostatky (což v podstatě vyplývá z tvrzení všech účastníků řízení a znalců a i z toho, že má zisky podobné spíše středním bankám než velkým), **tak je v souladu s logickými závěry, že se k UniCredit v rámci ocenění, co se ziskovosti týče, přistupovalo jako ke střední bance a nikoliv velké**. Nižší poměr RWA k aktivům pak zde byl dán rovněž tím, že velké banky se soustřeďují spíše na retailovou klientelu, **i v tomto ohledu tak lze na UniCredit nahlížet spíše jako střední banku**. Znalcem pak byla zkoumána i situace na Slovensku.

2. Použitá metodika

101. V rámci posudku od E & Y bylo dále uvedeno, že **byla provedena konzultace s managementem**, kdy byly získány finanční plány pro UniCredit, UCF, UCL i pro Skupinu. Dále je zde uvedeno, že byl zvolen pro ocenění: (i) výnosový přístup, dále (ii) srovnávací přístup se zaměřením na tržní a transakční násobky a dále (iii) přístup vyživající k ocenění hodnoty vlastního kapitálu (*viz str. 72 posudku*).

102. **V rámci výnosového přístupu byla zvolena metoda volných peněžních toků pro vlastníky (DFC Equity), která byla založena na třífázovém modelu**, a to:

- a. první fázi na základě dat od managementu, které byly podrobeny kritické revizi (roky 2016 až 2018).
- b. druhé fázi – konvergenčním období (roky 2019-2028), kdy se mají ukazatele přibližovat předpokládané rovnovážné úrovni.
- c. třetí fázi – terminální hodnoty (perpetuitní efekt – po roce 2028).

103. Pro srovnávací metody byly použity metody analýzy tržních a transakčních násobků (P/B).

104. Management plánoval nárůst úrokových výnosů kvůli nárůstu retailové klientely (*viz str. 80 posudku*). V plánech managementu, které byly znalci předloženy, provedl znalec následující úpravy:

- a. V rozpuštění opravných položek k úvěrům (*viz str. 91 posudku*), kdy došlo k navýšení této položky, a to kvůli pozitivnímu vývoji v ekonomice a s tím spojeného nižšího selhávání v rámci splácení úvěrů – **toto navýšilo plánovaný zisk oproti původnímu plánu managementu** (*viz tabulka na str. 92 posudku*).
- b. V rámci leasingového segmentu byly upraveny odhady čistého zisku, a to s ohledem na pozitivní výsledky v roce 2015 – **toto navýšilo plánovaný zisk oproti původnímu plánu managementu** (*viz tabulka na str. 93 posudku*).
- c. Na základě výše uvedených úprav byly provedeny i úpravy celkových aktiv skupiny UniCredit a RWA (rizikové vážných aktiv – risk weighted assets).

Znalec posoudil i zpoždění projektu MACH (implementace nového bankovního systému), prodeje budov, očekávané přijetí kompenzace od VISA (*viz str. 95 posudku*).

Shodu s prvopisem potvrzuje M. J.

3. K výnosovému ocenění DCF Equity

3.A. K ocenění DCF Equity – fáze I. ocenění FCFE

105. Znalec na základě výše uvedeného upravil plán čistého zisku mezi roky 2016 a 2018 (I. fáze ocenění), kdy zde jsou čisté zisky vyšší oproti původnímu plánu managementu (*viz str. 96-99 posudku, tabulka na č.l. 99*). Navýšila se také odhadovaná celková a rizikově vážená aktiva (*viz str. 100 a tabulka na str. 100 posudku*). Na základě tohoto byly určeny predikce pro volné peněžní toky (FCFE) na str. 104 posudku (*konkrétně viz tabulka na str. 104 posudku*). Zjednodušeně řečeno znalec odhadl za roky 2016-2018 stav aktiv (jejich nárůst/pokles) a k tomu stanovil odhad čistého zisku na základě výnosnosti aktiv, tedy vynásobil odhadovaný stav aktiv s jejich výnosností, čímž dostal odhad čistého zisku [za rok 2016 např. vynásobil stav aktiv 577 249 Kč procentem návratnosti aktiv, tedy 0,0098, čímž získal čistý zisk 5 677 Kč – částky jsou v milionech Kč (zaokrouhlování v průběhu výpočtů může způsobit drobné nepřesnosti ve finálních hodnotách uvedených v posudku – pozn. soudu)]. Znalec dále spočítal potřebu nutnosti navýšení vlastního kapitálu z čistého zisku, o což potom korigoval čistý zisk a získal tak hodnotu FCFE.

3.B. K ocenění DCF Equity – fáze II. ocenění FCFE

106. V rámci konvergenčního období (II. fáze ocenění) – tedy v rámci let 2019-2028 – znalec předpokládal tempo růstu, kdy vycházel z dat za roky 2011 až 2015 a tříletého plánu 2016 až 2018, z čehož vyšla hodnota 1,3 % s tím, že dle dat BMI poměr aktiv k HDP v roce 2018 představoval 0,8 %, proto znalec předpokládal růst do roku 2027 z 0,8 % na 1,3 % – tak byl stanoven odhad výše aktiv, k čemuž následně znalec nastavil ROA (return on assets – návratnost aktiv) a RWA (rizikově vážená aktiva) s tím, že jako vhodná hodnota se jevil průměr těchto hodnot u středních bank za poslední tři roky (*viz str. 109 posudku*). Konvergence měla být z hodnoty 0,97 % v roce 2018 na 1,06 % v roce 2027 (*viz str. 109 posudku*). **Znalec zohlednil nárůst aktiv v sektoru retailu dle plánů managementu z 16 % v roce 2015 na 33 % v roce 2028** (*viz str. 110 posudku*). Zároveň měl postupně klesat podíl RWA na celkových aktivech. Tempo růstu je zobrazeno v grafu na str. 112 posudku. Zjednodušeně řečeno znalec i za období 2019-2028 odhadl stav aktiv (jejich nárůst/pokles) a k tomu stanovil odhad čistého zisku na základě výnosnosti aktiv – tedy vynásobil odhadovaný stav aktiv s jejich výnosností, čímž dostal odhad čistého zisku. Znalec dále spočítal potřebu nutnosti navýšení vlastního kapitálu z čistého zisku, o což potom korigoval čistý zisk do FCFE. Výsledné hodnoty FCFE pak byly za fázi I. i II. diskontovány na aktuální hodnotu (*viz tabulky na str. 115 posudku*).

3.C. K ocenění DCF Equity – fáze III. ocenění FCFE

107. V rámci terminálního období (III. fáze ocenění) – tedy v rámci vývoje hodnoty banky po roce 2028 – znalec uvedl, že je potřeba provádět investice, za čímž je potřeba zadržet část zisku, kdy hodnota UniCredit se stanoví v tomto období skrze vzorec $g = r \times b$, kde „g“ znamená dlouhodobý rovnovážný růst, „r“ je dlouhodobá míra návratnosti investic a „b“ je míra zadrženého zisku. Znalec uvedl, že míra zadrženého zisku se rovná nákladům kapitálu (COE – cost of equity) a že míra dlouhodobé návratnosti investice se rovná míře nákladů vlastního kapitálu společnosti (*viz str. 117 posudku*). Znalec následně odhadl zisk v roce 2029 (skrze výši aktiv v roce 2028, míru růstu a návratnost aktiv). Poté vypočítal terminální hodnotu, kterou diskontoval na současnou hodnotu (*viz tabulka na str. 18 posudku*).

3.D. K ocenění DCF Equity – ocenění neprovozních aktiv

108. Znalec dále ocenil separátně neprovozní aktiva (*viz str. 119-124 posudku*).

3.E. K ocenění DCF Equity – náklady vlastního kapitálu

109. Dále spočítal náklady vlastního kapitálu (COE) (*viz tabulka na str. 119 posudku a příloha č. 10 posudku*), které určil na základě vzorce $COE = rf + BI \times (rm - rf) + CRP + SP$ (názvy a hodnoty zkratk ve vzorci jsou vysvětleny dále v tabulce) následovně:

Náklady vlastního kapitálu (COE)		
Položka vzorce (zkratka)	hodnota	zdroj hodnoty
bezriziková úroková míra (rf)	3,54%	vážený průměr výnosu do splatnosti desetiletých českých a slovenských státních dluhopisů za posledních 10 let do data ocenění navýšený o rozpětí výnosností dvacetiletých a desetiletých dluhopisů s příslušným ratingem (<i>str. 190 posudku</i>)
zadlužený beta faktor (BI)	1	medián zadlužených beta faktorů srovnatelných společností v odvětví finančních služeb (data z databáze S&P Capital IQ, <i>viz str. 191 posudku</i>)
riziková premie trhu (rm - rf)	5%	z analýzy dostupných údajů z vyspělých kapitálových trhů, konkrétně USA, kde je nejvyšší míra likvidity a kde je tento ukazatel dlouhodobě sledován – zdroje Damodaran, Duff & Phelps 2015 (<i>viz str. 191-192 posudku</i>) - 5 % je doporučovaná hodnota společně s normalizovanou bezrizikovou výnosovou úrokovou mírou
přirážka za riziko země (CRP)	0,45%	metoda upraveného rizika selhání země – na základě úvěrového ratingu závazků České republiky v domácí měně (40 bodů) a Slovenské republiky (55 bodů), upraveno o volatilitu akciového a dluhopisového trhu 2,01 (dle Duff & Phelps 2015) a upraveno skrze vážený poměr výnosnosti v ČR a SR (<i>viz str. 193 posudku</i>)
přirážka za velikost (SR)	1,07%	(čím menší společnost tím vyšší přirážka za velikost) - malé společnosti (měřeno např. formou tržní kapitalizace) mají vyšší výnosnost, než implikuje model CAPM. Nelze však vycházet čistě z dat pro trh USA, neboť zde jsou obecně vyšší tržby a vyšší tržní kapitalizace. Znalec vycházel z hodnot Duff & Phelps 2015 pro podniky se střední kapitalizací (<i>viz str. 193-194 posudku</i>). U společností s nízkou kapitalizací není použita přirážka v souvislosti s velikostí společnosti na českém trhu, ale v kontextu s kapitálovými trhy, kde je tato přirážka sledována.
VÝSLEDEK	10,06%	

4. K ocenění metodou tržního porovnání – tržních násobků

110. Znalec dále přistoupil k ocenění skrze metodu tržního porovnání, konkrétně zvolil metodu **tržních násobků**, kdy zkoumal společnosti se stejným: zaměřením (bankovní sektor), charakterem banky, tržní kapitalizací, geografickou působností atd. (*viz str. 125 posudku, příloha č. 6 a 11 posudku*). Znalec zkoumal především P/B ukazatel (Price to book – tedy poměr tržní ceny akcie k její účetní hodnotě). Znalec zde přistoupil i ke zohlednění premie za kontrolu v rozmezí 0 % - 9,7 % (s ohledem na regulaci na bankovním trhu je premie nižší než u nebankovních podniků). Zjednodušeně řečeno znalec zde vzal vlastní kapitál Skupiny k 31. 12. 2015, který vynásobil hodnotou různých P/B (dolní mez, střední mez, horní mez), kdy získal rozpětí čistého obchodního majetku společností mezi 76 037 000 000 Kč a 83 431 000 000 Kč, tedy 399,50 – 438,40 Kč na akcii (*viz str. 128*

Shodu s prvopisem potvrzuje M. J.

posudku a tabulka na str. 128 posudku). **Tato hodnota má sloužit jako kontrolní hodnota pro hodnotu vypočítanou na základě výnosové metody.**

5. K ocenění metodou tržního porovnání – transakčních násobků

111. Znalec dále přistoupil k ocenění skrze metodu **transakčních násobků** (obdobné jako tržní násobky výše, kdy však tržní násobky výše se počítaly dle hodnoty akcií na trhu, zatímco transakční násobky jsou počítány z konkrétních obchodů – kdy se prodávají určité „balíky“ akcií, případně celá společnost). Znalec zde zohledňoval transakce nákupu akcií bank v Evropě s podílem vyšším než 50 % ohlášené od 31. 3. 2013 do 31. 3. 2016 (*viz str. 129 posudku*). Prémie za kontrolu je zde již zahrnuta v transakci (je uvažováno o prodeji podílu vyššího než 50 %, což zaručuje kontrolu), tedy znalec ji již opětovně nezohledňoval. Znalec obdobně jako v případě metody tržních násobků výše vynásobil vlastní kapitál Skupiny k 31. 12. 2015 P/B násobitelem (nyní vypočítaného na základě transakčních násobků), čímž dostala horní, střední a dolní mez, kdy na jednu akcii vyšlo rozpětí 362,90 Kč až 421,80 Kč (*viz str. 129-130 posudku*). **Tato hodnota má sloužit jako kontrolní hodnota pro hodnotu vypočítanou na základě výnosové metody.**

6. K předchozím provedeným transakcím

112. Znalec dále získal od managementu UniCredit informace o předchozích transakcích s akciemi:
- a. V rámci fúze UniCredit Bank Czech Republic a.s. a UniCredit Bank Slovakia a.s. bylo akcionářům nabídnuto přiměřené protiplnění **324,70 Kč za akcii** (rozhodný den fúze **1. 7. 2013**),
 - b. Nevyzvednuté akcie (25 806 ks o JH 46 Kč/akcie) byly oceněny znalcem BDO Appraisal services – znalecký ústav s.r.o. k **31. 7. 2014** na **286,80 Kč za akcii** (*viz str. 132 posudku*). Dražba proběhla dne **19. 1. 2015** a akcie se vydražily za cenu **286,60 Kč/akcii** (*viz str. 133 posudku, protokol o provedené nedobrovolné dražbě je na č.l. 199 posudku*).

7. Závěr ocenění E & Y

113. **Hodnota za jednu akcii na úrovni 409,90 Kč**, která byla vypočtena jako hodnota FCFE za I., II. a III. fázi vydělená (diskontovaná) náklady vlastního kapitálu (COE) navýšená o investice v minoritních podílech, neprovozních projektových společnostech, FCFE za první čtvrtletí roku 2016 a kompenzace za společnosti RCI (tedy celkem 78 018 000 000 Kč, což činí na jednu předmětnou akcii 409,90 Kč, *viz tabulka a text na str. 124 posudku*), **tak zapadá do intervalů, které byly vypočítány skrze hodnotu tržního porovnání (metodou tržních a metodou transakčních násobků)**. Znalec tak usoudil, že hodnota je stanovena správně a přistoupil k ocenění předmětných akcií na úrovni této hodnoty (*viz str. 134-137 posudku*).

K posouzení znaleckého posudku od Česká znalecká (ve znění před dodatkem)

1. **K makroekonomické analýze, strategické analýze, finanční analýze UniCredit a Skupiny a finančním plánům Unicredit a Skupiny**

1.A. Makroekonomická analýza

114. Znalec uvedl, že ekonomika ČR 2015 byla hodnocena jako úspěšná, co se týče růstu, kdy rostl reálný HDP a byl zde i silný meziroční růst do investic. Inflace byla toliko 0,3 %

(druhá nejnižší v historii samostatné ČR). Riziky pro ČR by pak mohla být migrační krize, referendum o setrvání Spojeného království v EU a tlak na zhodnocení kurzu koruny pod hranici 27 CZK/EUR. Dále byly hodnoceny intervence ČNB na různých trzích. Byl hodnocen i vývoj různých druhů úvěrů a vklady do bank. Co se týče Slovenska, pak zde byl nejrychlejší růst ekonomiky za posledních pět let. Byla zde zlepšující se situace na trhu práce, dlouhodobá neexistence inflace a nízké úrokové sazby. Zisk bankovního sektoru se zvýšil v roce 2015 o 11,7 %. Vyrovnaného rozpočtu by mělo Slovensko dosáhnout v roce 2018 (*viz str. 35-40 posudku*).

1.B. Strategická analýza

115. Ke konci roku 2015 tvořilo bankovní sektor celkem 46 bank a poboček zahraničních bank. V sektoru zde měly být 4 velké banky, 8 středních bank a 6 malých bank, dále 5 stavebních spořitelů a 23 poboček zahraničních bank. Čtyři největší banky mají mít 59 % podíl na všech **aktivech** bankovního sektoru. Bilanční aktiva bankovního sektoru dosáhla na konci roku 2015 objemu 5 469 600 000 000 Kč. Převažující model bank působících v ČR je shromažďování vkladů a poskytování úvěrů. Na růstu aktiv se nejvíce podílely velké banky, nevyšším tempem narůstala aktiva malých bank a objem aktiv středních bank se naopak snižoval. Objemově nejvýznamnější část klientských úvěrů představují úvěry poskytnuté domácnostem (především úvěry zajištěné nemovitostmi) a nefinančním podnikům. Pasiva bankovního sektoru představují závazky bank k jiným subjektům a vlastní kapitál bank. Bankovní sektor má přebytek vkladů nad poskytnutými úvěry (*viz str. 41-48 posudku*). I přes nízké úrokové sazby se zvýšil zisk bankovního sektoru o 3,9 % na 174 400 000 000 Kč (z toho čistý úrokový zisk 110 900 000 000 Kč). I přes vykázaný zisk rentabilita aktiv stagnovala, kdy u velkých bank zde byl pokles o 0,02 % a u středních bank zde byl pokles také o 0,02 %. U malých bank došlo ke zlepšení rentability o 0,23 %). Rentabilita kapitálu poklesla u velkých bank o 0,9 %, u středních bank se zlepšila o 0,6 % (*viz str. 49-51 posudku*). **Tabulka na str. 51 posudku** byla zřejmě převzata z článku „*Hospodářské výsledky bank v roce 2016. Zisk velkých bank zlepšil prodej podílů v karetní společnosti VISA*“, kdy tabulka je již v tomto rozsudku citována výše a jsou z ní také vyvozeny soudem závěry (viz výše). **K postavení Unicredit na bankovním trhu** uvádí posudek následující: banka zahájila činnost 5. 11. 2007, kdy vznikla integrací HVB Bank a Živnostenské národní banky. Od roku 2013 poskytuje UniCredit služby pod jednotným obchodním názvem UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s., a to firemním zákazníkům, privátní a retailové klientele. UniCredit je součástí skupiny, která působí v 17 zemích Evropy. V roce 2015 se dařilo UniCredit akvizice nových klientů a také upevnění pozice na trhu malých a středních podniků. Banka si drží vedoucí pozici na poli financování komerčních, retailových a průmyslových nemovitostí. Bance se dařilo získávat nové klienty – rostl například počet retailových klientů. Banka plánuje do tří let významný nárůst v oblasti retailové klientely (*viz str. 51-55 posudku*).

1.C. Finanční analýza UniCredit a Skupiny

116. **Nejprve byla zkoumána UCF (factoring)**. Z účetních výkazů ověřených auditorem vyplývá, že nejvýznamnější majetkové položky představují pohledávky z obchodních vztahů, což odpovídá obchodní činnosti společnosti. U společnosti výrazně kolísala bilanční suma, a to z růstu mezi roky 2011-2013 na pokles v letech 2014-2015 (až na polovinu stavu z roku 2011). Objem krátkodobých závazků v letech 2011 až 2015 kopíroval vývoj pohledávek, kdy závazky v roce 2013 tvořily 93 % pasiv a v roce 2015 toliko 87 % pasiv. Hodnota čistého obchodního majetku (vlastního kapitálu) v období od 2011

Shodu s prvopisem potvrzuje M. J.

do 2015 rovněž kolísala v závislosti na vývoji hospodářského výsledku – tedy v letech 2011 až 2013 růst, v letech 2014 až 2015 pokles (ztráta; nejvyšší ztráta byla v roce 2014). Nejnižší hodnota vlastního kapitálu byla v roce 2015 (224 846 000 Kč). **Kumulované výsledky hospodaření za zkoumané období jsou záporné (- 142 007 000 Kč).** Co se týče **rentability**, tak se s ohledem na ztráty v posledních dvou letech pohybovala **v nevyhovujících hodnotách**. V letech 2011 až 2013 sice byla rentabilita pozitivní, ale **kumulovaně se jedná o negativní rentabilitu, kdy společnost snížila svou hodnotu.** Co se týče **likvidity**, pak běžná likvidita a pohotová likvidita jsou vyhovující, zatímco **okamžitá likvidita nikoliv (a to trvale).** Co se týče **zadluženosti** pak je zde **vyšší zadlužení**, kdy však dochází k mírnému snižování. Výpočet **ukazatelů aktivity** nedává v případě společnosti příliš smysl, **výsledky jsou pro společnost nepříznivé**, nicméně neodrážejí podstatu jejího podnikání (*viz str. 55-72 posudku*).

117. **Dále byla zkoumána i UCL (leasing).** Z účetních výkazů ověřených auditorem vyplývá, že nejvýznamnější majetkové položky představují pohledávky za bankovními subjekty, což odpovídá obchodní činnosti společnosti. Společnost rostla v rámci bilanční sumy s výjimkou v roce 2012. Objem krátkodobých závazků v letech 2011 až 2015 téměř kopíroval vývoj pohledávek vyjma propadu v roce 2012. Nejvyšší zisk měla společnost v roce 2013 (579 074 000 Kč), kdy však **kumulované výsledky hospodaření za zkoumané období jsou záporné (- 2 199 874 000 Kč).** Co se týče **rentability**, tak se pohybovala **v nevyhovujících hodnotách** (resp. v nižších než jsou žádoucí) vyjma roku 2013, kdy byl vykázán nejvyšší zisk. Co se týče **likvidity**, tak ta byla **trvale vyhovující**. Co se týče **zadluženosti** pak je zde **standardní zadlužení**. Výpočet **ukazatelů aktivity** nedává v případě dané společnosti příliš smysl (*viz str 72-83 posudku*).

118. **Dále byla zkoumána i UCB (tedy UniCredit).** Banka vykazuje trvalý růst v letech 2011 až 2015, kdy v letech 2012, 2014 a 2015 dochází k pozvolnému růstu, **zatímco v roce 2013 zde byl výrazný nárůst (46 %).** Pohledávky za klienty v období 2011 až 2015 rostly, ale rostly nižším tempem než bilanční suma. Objem krátkodobých závazků vůči bankám a klientům kopíroval vývoj pohledávek včetně nejvýraznějšího růstu v roce 2013. Nejnižší hodnota vlastního kapitálu byla v roce 2011, zatímco nejvyšší v roce 2015 (1,78násobku hodnoty z roku 2011). Hodnota výsledku hospodaření byla proměnlivá, kdy však byla v průměru za roky 2011 až 2015 rostoucí. Maximální roční zisk byl v roce 2015, kdy byl vytvořen zisk 5 033 000 000 Kč. Hospodářský výsledek je závislý na výnosech z výnosových úroků a na výnosech z poplatků a provizí. Co se týče **rentability**, tak se pohybovala v průměru **v kladných hodnotách**, byť v nižších hodnotách, než jsou žádoucí (z pohledu oborového srovnání). Co se týče **likvidity**, pak běžná likvidita a pohotová likvidita jsou vyhovující. Co se týče **zadluženosti** pak je zde **standardní zadlužení**. Výpočet **ukazatelů aktivity** nedává v případě banky příliš smysl, výsledky neodrážejí podstatu jejího podnikání. Hodnota vlastního kapitálu ve vztahu k nominální hodnotě akcií se zvýšila a dosahuje téměř 7násobku nominálu. **Ekonomická situace UniCredit tak byla po celé období dobrá, stabilní s mírným růstovým potenciálem, kdy v roce 2013 bylo vykázáno mírné snížení tempa růstu, následně veka bylo tempo obnoveno.** Bance se dařilo zvyšovat hospodářský výsledek, růst vlastního kapitálu a podílu na trhu (*viz str. 83-95 posudku*).

1.D. Finanční plány UniCredit a Skupiny

119. Plány UBF (faktoring) vycházely z toho, že začleněním do skupiny UCB se změnila struktura plánu oproti předchozím obdobím, kdy měl být využit potenciál společnosti a synergický efekt v rámci skupiny (*viz str. 97-99 posudku*).
120. Plány UBL (leasing) vycházely z toho, že začleněním do skupiny UCB má být využit potenciál společnosti a synergický efekt v rámci skupiny (*viz str. 100-104 posudku*).
121. Plán UCB (UniCredit) vycházel z toho, že UniCredit je nejvýznamnější součástí Skupiny, tedy její finanční plán je rozhodujícím plánem pro tvorbu plánu celé Skupiny. Ostatní části Skupiny využívají synergických efektů plynoucích z tržního postavení UniCredit. Plán managementu byl následující: průměrný růst čistých úrokových výnosů 5,7 % ročně (úrokové výnosy 7,6 % ročně, neúrokové výnosy 2,5 % ročně), růst provozních nákladů o 2,7 % ročně **s ohledem na předpokládaný růst v oblasti retailového podnikání.**
122. Konsolidovaný plán Skupiny spočíval v průměrném růstu celkových výnosů o 5,7 % ročně, což odpovídá průměrnému růstu předchozích 4 let (u samotné UniCredit to bylo 6 %). Růst nákladů měl být 2,8 % ročně. Plán počítá se zvýšením úrokových sazeb, což by mělo vést k růstu marží. V původním plánu bylo zohledněno:
- Zpoždění implementace společného bankovního systému (zvýšení plánovaných nákladů v roce 2016 o 115 000 000 Kč a v roce 2017 o 38 000 000 Kč, posunutí odpisů nákladů implementace),
 - Prodej budovy v Praze na Náměstí Republiky se zpětným pronájmem (zvýšení plánovaných výnosů o 182 000 000 Kč, snížení odpisů o odpis budovy, zvýšení provozních nákladů o nájemné o 63 000 000 Kč za roky 2016-2018),
 - Prodej budovy v Brně v Divadelní ulici (zvýšení plánovaných výnosů o 40 000 000 Kč v roce 2016),
 - Očekávaná kompenzace s vlastnictvím 2 akcií společnosti VISA Europe Limited, která má být předmětem fúze se společností VISA Inc., což má představovat 626 000 000 Kč a 214 000 000 Kč, což se neprojeví v hodnotě plánu ale v rámci neprovozního majetku (*viz str. 107-114 posudku*).

2. Použitá metodika

123. Znalec se zde přiklonil **ke stanovení hodnoty skrze výnosovou metodu DCF v dvoufázové aplikaci** (*viz str. 115 posudku*). Vychází se z původního plánu managementu Skupiny na roky 2016-2018 s tím, že plán je rozpracován až do roku 2028. Na základě plánu vycházel znalec **pro roky 2016-2018** z následujícího: Podíl Tier 1 a vlastního kapitálu (VK) bez zisku činí 93 % v roce 2016 a postupně se navýší až na 97,9 % v roce 2019, přičemž v následujícím období zůstane stabilní. Kapitálová přiměřenost byla pro rok 2016 stanovena na 14,5 %. V dalších letech je stanovena na 15 %. Znalec vycházel v rámci ocenění z **prognózy vývoje bankovních aktivit, stabilizované ziskovosti i rizikovosti, bottom-up analýzy provedené v posudku E & Y**, protože daná prognóza je tak detailně zpracovaná, odborně odůvodněná a relevantní pro ocenění, že je z ní možné vycházet pro provedení objektivního ocenění Skupiny (*viz str. 116 posudku*). **Pro období 2019-2028** jsou předpoklady následující: bilanční suma vzroste z 643 568 986 000 Kč na 1 150 537 409 000 Kč, ziskovost Skupiny se bude z úrovně ROA 0,94 % zvyšovat postupně až na 1,08 %, podíl RWA se bude z úrovně 66,97 % zvyšovat na 53,03 %, hodnota čistého zisku Skupiny

snížená o vypočtené potřebné navýšení provozního VK představuje hodnotu volného peněžního toku, který je možné na konci daného roku vyplatit akcionářům.

3. Ke stanovení FCFE

124. V tomto ohledu je nutné konstatovat, že znalec se přiklonil k závěrům EY, které považoval za velmi podrobně a odůvodněné. Ke stanovení FCFE tak přistupoval v podstatě totožně (viz str. 115-121 posudku). Byť znalec uvádí na str. 128 posudku, že vycházel v podstatě „jen“ ze dvou období, a to z období 2016 až 2028 a následné perpetuity, tak na str. 115 posudku je uvedeno, že pro roky 2016 až 2018 vychází z plánů managementu, kdy následně tento plán rozvádí na 10 let – to je tedy v podstatě totožné jako posudek EY [ten rozděloval období na tři fáze, a to na: (i) plány managementu, (ii) jejich rozšíření na 10 let a (iii) na perpetuitu]. Vzorec pro II. fázi – zde perpetuitu – je v podstatě stejný jako vzorec použitý EY.

4. Ke stanovení nákladů vlastního kapitálu

125. Při stanovení nákladů vlastního kapitálu vycházel znalec ze vzorce $r = r_f + B \times RPT + R1 + R2 + R3$ (viz str. 120 a 124 posudku – zde zřejmě došlo k překlenu ze strany znalce, kdy na str. 122 uvádí $B + RPT$ zatímco na straně 124 uvádí ve vzorci $B \times RPT$, tedy zaměňuje plus za minus, s ohledem na to, že se jedná v podstatě o stejný vzorec, který používal při ocenění znalec E & Y, pak zde má být zřejmě správně $B \times RPT$ – ostatně jinak by výpočet nákladů na 10,06 % ani nevycházel; zkratky ve vzorci jsou vysvětleny níže v tabulce) a došel k následujícímu výsledku:

Náklady vlastního kapitálu (r)		
Položka vzorce (zkratka)	hodnota	zdroj hodnoty
bezriziková míra výnosu (rf) [odpovídá položce: bezriziková úroková míra (rf) v posudku EY, pozn. soudu]	3,54%	průměr výnosnosti státních dluhopisů s dobou splatnosti odpovídající době cca 20 let, dosažený při aukcích státních dluhopisů v době ocenění. Zjištěná hodnota 0,52 % však není pro investory zajímavá a dlouhodobě neudržitelná. Míra by měla být minimálně na úrovni 3, proto se kloní k míře v posudku EY (str. 120 posudku)
tržní riziko zadlužené společnosti (B) [odpovídá položce: zadlužený beta faktor (Bl) v posudku EY, pozn. soudu]	1	z dat z www.damodaran.com vychází tato hodnota 1,57 %, jelikož posudek EY dospěl k hodnotě 1 % na základě srovnání s podobnými společnostmi (a nikoliv toliko obecným zjištěním z tabulky), pak se závěr EY jeví jako přesnější, tedy se kloní k míře uvedené v posudku EY (viz str. 122 posudku)
riziková prémie kapitálového trhu USA (RPT) [odpovídá položce: riziková prémie trhu (rm - rf) v posudku EY, pozn. soudu]	5%	rozdíl geometrických průměrů výnosností akcií v USA a výnosnosti státních dluhopisů emitovaných vládou USA v letech 1928-2016 - výsledek je na srovnatelné úrovni s poznatky z posudku EY (viz str. 122 posudku)
riziková prémie země (RPZ) [odpovídá položce: přírůžka za riziko země (CRP) v posudku EY, pozn. soudu]	0,45%	z dat z www.damodaran.com vyplývá, že rating ČR je AA, což směřuje k hodnotě 0,55 a rating SR je A+, což směřuje k hodnotě 0,70, nicméně hodnota v posudku EY se jeví jako přesnější, když byla zjištěna na základě srovnání s podobnými společnostmi – tedy se přiklonili k hodnotě v posudku EY (a nikoliv toliko obecně z tabulky) (viz str. 122 posudku)

Shodu s prvopisem potvrzuje M. J.

přirážka pro malé společnosti (R1) [odpovídá položce: přirážka za velikost (SR) v posudku EY, pozn. soudu]	1,07%	přirážka je aprobována odbornou literaturou viz například IBBOTSON ASSOCIATES, Fama a French - v ČR prof. Mařík a kol. Míra pro společnosti se střední kapitalizací je dle IBBOTSON A. 1,3 %. Dle tuzemské literatury je zmiňován model INFA, který uvádí přirážku ve výši 0 %-5 %, dle prof. Maříka by měla být přirážka do 3 %. Znalec zde vycházel ze společností se střední kapitalizací. Jelikož posudek EY vycházel ze stejných zdrojů, avšak bližších k datu ocenění, tak se přiklonili k hodnotě 1,07 % (viz str. 122-123 posudku)
přirážka pro společnosti s nejasnou budoucností (R2)	0,00%	k tomuto se znalec blíže nevyjadřuje, zřejmě tuto přirážku u UniCredit vůbec neuvažuje/nezohledňuje
přirážka za nižší likviditu oceněných společností (R3)	0,00%	k tomuto se znalec blíže nevyjadřuje, zřejmě tuto přirážku u UniCredit vůbec neuvažuje/nezohledňuje
VÝSLEDEK	10,06%	

Je tak patrné, že znalec zde vycházel z odborné literatury a publikací, kdy v těch byly uvedeny obecné hodnoty zjištěné odborníky pro různá odvětví, nicméně se nakonec v podstatě ve všech případech přiklonil k závěrům EY, a to z tohoto důvodu, že znalec EY vycházel z **přímého srovnání s podobnými společnostmi** – tedy nevycházel toliko z obecných, průměrovaných dat od jiných subjektů, ale přesně se zaměřil na konkrétní srovnání daného subjektu s podobnými subjekty, proto se jeho měření zdála přesnější.

5. Závěr

126. S ohledem na to, že posudek se v podstatě v mnoha ohledech ztotožnil s posudkem EY (náklady vlastního kapitálu, způsob výpočtu FCFE, většina hodnot a podkladů pro výpočet FCFE), pak i jejich závěry jsou v podstatě téměř totožné, kdy **z metody výpočtu DCF vyšla cena akcie 402,43 Kč/akcii** (v případě posudku EY to bylo 409,90 Kč/akcii, tedy rozdíl zde představuje cca 2 % - jinými slovy znalci Česká znalecká vyšla hodnota akcie jen o 2 % méně než znalci EY, což nelze brát jako významnou odchylku). Znalec ocenil hodnotu i skrze účetní hodnotu na úrovni 324,91 Kč, je však obecně známo, že účetnictví vychází povětšinou ze starých, neaktuálních hodnot, tedy toto ocenění není z pohledu soudu příliš relevantní. Znalec naopak (na rozdíl od EY) nepřistoupil k ocenění skrze porovnání (tržní násobky – P/E). Znalec pak uzavřel, že posudek EY byl zpracován řádně a na vysoké úrovni odbornosti (viz str. 134-137 posudku). Znalec dále uvedl, že nebylo možné vypracovat posudek přímo k datu ocenění (viz str. 139 posudku). Dále uvedl, že znalec EY měl **optimistický přístup** k finančním plánům UniCredit, který byl řádně podložen (viz str. 141 posudku). Dále uvedl, že je vhodné UniCredit řadit mezi nejsilnější ze středních bank a nikoliv mezi velké banky (viz str. 142-145 posudku). Celkově pak znalec uvedl, že souhlasí i v jiných ohledech s posudkem EY.

127. Soud podotýká, že nelze zpochybnit závěry znalce Česká znalecká toliko skrze tvrzení, že se znalec nemohl ztotožnit se závěry posudku EY, a to ani zčásti, ale měl učinit své (a odlišné) závěry. Je na revizním znalci, aby přezkoumal posudek, který je revidován, s tím, že v případě, kdy revizní znalec shledá, že je revidovaný posudek zpracován zcela v pořádku, tak se k závěrům revidovaného posudku může přiklonit. Přesně to se stalo v tomto případě. Je patrné, že znalec Česká znalecká se věcí zabýval dostatečně podrobně, kdy provedl vlastní analýzu daného odvětví a samotné UniCredit, kdy následně zkoumal posudek EY a nenašel v něm v podstatě žádné pochybení – naopak u mnoha podkladů

uvedl, že tyto jsou zpracovány s takovou podrobností a odborností, že jsou zcela v pořádku a nemá cenu je vypočítávat znovu. Tento závěr revizního znalce je přípustný, neboť revizní znalec může prohlásit „Tyto výpočty a závěry jsou zcela v pořádku, tomuto nelze nic vytknout“. Revizní znalec nemusí vždy (automaticky) nesouhlasit se závěry revidovaného posudku. Soud má za to, že v tomto případě znalec Česká znalecká dostatečně zrevidoval závěry posudku EY, kdy k tomuto neměl, co vytknout. Zpracovávat opětovně dílčí analýzy, když někdo již provedl danou analýzu dostatečně kvalitně, je zcela nadbytečné a soud nevidí důvod, proč by tak mělo být činěno. Revizní znalec má možnost se toliko podívat na výpočet, zkontrolovat ho a říci „Toto je provedeno v pořádku – v souladu s běžnou praxí, na dostatečné úrovni odbornosti a na základě dostatečných podkladů“ (tedy v podstatě *lege artis*, pozn. soudu).

K posouzení znaleckého posudku od APELEN Valuation

128. Soud zde poznamenává, že posudek od APELEN Valuation není z pohledu soudu posudkem v pravém slova smyslu, neboť je patrné, že se věci dostatečně podrobně (na rozdíl od posudků České znalecké a EY) nezabýval – chybí zde podrobná analýza odvětví, kde UniCredit působí, struktury Skupiny apod. Tedy tyto podstatné části znaleckého posudku [viz § 28 odst. 2 písm. d) až f) zák. č. 254/2019 Sb., zákon o znalcích] zde zcela absentují. Ostatně znalec to sám přiznává na *str. 11 posudku*: „S ohledem na účel našeho posudku se nebudeme zabývat ani strategickou analýzou, která byla důkladně provedena v Posudku EY, případně v Posudku ČZ s tím, že se **budeme vyjadřovat pouze k problematickým položkám finančního plánu nebo jiných generátorů hodnoty**“. Jedná se tak v podstatě (s ohledem na stručnost posudku, zaměření se jen na určité položky výpočtu, absenci podrobnějšího zkoumání UniCredit atd.) jen o odbornou polemiku s některými závěry posudků od EY a od České znalecké, nikoliv o samostatný posudek jako takový – soud tak k posudku od APELEN Valuation přistupoval jako k odborné kritice revizního posudku od České znalecké a posudku od EY a nikoliv jako k samostatnému znaleckému posudku (byť tedy ho zmiňuje v textu odůvodnění rozsudku jako „posudek“, neboť daný dokument je tak formálně nazván – je takto nadepsán). Nadto revizní posudek může zadat toliko soud. Ostatně v tomto smyslu se vyjádřil i Vrchní soud v Praze „*Stejně tak nelze pominout nekritický přístup soudu prvního stupně k ZP-APELEN, když v první větě bodu 38. odůvodnění usnesení soud prvního stupně uvádí, že „všechny znalecké posudky byly provedeny kvalitně...“ Soud prvního stupně se žádným způsobem nevypořádal s tím, že ZPAPELEN (o 26 stranách, z toho 11 stranách vlastní posudkové části) se ve své podstatě jeví být (pouze) polemikou se závěry soudního ZP a ZP-EY bez vlastních podkladů znaleckého zkoumání a na ně navazující znalecké analýzy, jak příhodně poukazuje a rozvádí soudní znalec ve vyjádření k ZP-APELEN ze dne 25. 11. 2019, učiněném na výzvu soudu prvního stupně ze dne 20. 10. 2019 na č. l. 107 spisu. Přitom zadání revizního znaleckého posudku je dle § 127 odst. 2 o. s. ř. výlučně v působnosti soudu (viz usnesení Nejvyššího soudu ze dne 17. 6. 2008, sp. zn. 22 Cdo 1290/2007, či ze dne 19. 6. 2012, sp. zn. 29 Cdo 2214/2010).*“ (viz rozhodnutí Vrchního soudu v Praze ze dne 20. 5. 2025, č.j. č. j. 14 Cmo 215/2024-389). Soud nicméně shrnuje polemiku APELEN Valuation s posudky od České znalecké a od EY. APELEN VALUATION v podstatě souhlasí s pasážemi posudků od České znalecké a od EY, vyjma níže uvedeného.

1. K otázce dostatečného zohlednění výnosového potenciálu trhu ČR a SR

129. Dle APELEN Valuation byl poměr celkových bankovních aktiv vůči HDP ve vyspělých členských státech EU 340 % (v roce 2015) oproti 300 % (v roce 2008), zatímco v ČR byl tento poměr 103 % (v roce 2008) oproti 133 % (v roce 2015). Pokud se má ČR a

SR přibližovat vyspělým zemím EU, pak je zde výrazný růstový potenciál, který nebyl z pohledu APELEN Valuation v jiných posudcích dostatečně zohledněn a k tomuto chybí i vyjádření, což činí posudek nepřezkoumatelným.

130. Z pohledu soudu není tento argument relevantní. Posudek od EY zkoumal dostatečně růst bankovních aktiv v rámci celého bankovního sektoru, a to jak v ČR, tak i v SR (a i konkrétně v případě samotné UniCredit). Vycházel přitom z dat týkajících se bankovního sektoru v ČR a SR, kdy dostatečně zkoumal i možnost růstu daného sektoru v budoucnu (*viz str. 56-68 posudku EY*). To, že je vycházeno z trhu v ČR a SR je zcela odpovídající, těžko lze argumentovat hodnotami z vyspělých zemí EU, když bankovní sektory v ČR a SR těchto hodnot očividně nedosahují (pokud je poměr celkových bankovních aktiv vůči HDP v roce 2015 ve vyspělých zemích EU 340 % a v ČR toliko 133 %, pak je patrné, že tyto veličiny jsou zatím v podstatě na zcela jiných úrovních). Nadto je potřeba rozlišovat pojmy „prostor pro růst“ a „možná míra růstu“. Jinými slovy, prostor pro růst zde být může, ale je otázkou, jak rychle vůbec mohou růst banky samotné – rozšiřování klientské základny, sítě poboček a bankomatů a dalších aktivit chce určitý čas, určitou posloupnost apod. Nelze tak opominout, že i pokud je zde výrazný prostor pro růst v rámci daného odvětví, pak rychlost růstu v daném odvětví stále záleží na možnosti růstu samotných jednotlivých bank, což však posudek EY zkoumá dostatečně podrobně. Česká znalecká pak dochází k podobným závěrům jako posudek od EY.
131. Co se týče určité polemiky s možností růstu samotné UniCredit – tedy vývoje jejího FCFE v budoucnu, pak je jasné, že **znalci se zde mohou výrazně odlišovat**, neboť někdo se může přiklonit k optimističtějšímu výhledu, někdo ke „střednímu“ výhledu a někdo k pesimistickému výhledu. Podmínkou zde však je, aby znalec dostatečně své závěry odůvodnil, což v případě posudku od EY a od České znalecké bylo splněno. Znalci EY a České znalecké řádně odůvodnili míru růstu aktiv a z toho vyplývající odhad FCFE. To, že se APELEN Valuation kloní k optimističtějšímu výhledu (nadto bez vlastního podrobnějšího zkoumání daného sektoru, samotné UniCredit atd.) je toliko jeho osobním (odborným) pohledem, který však z pohledu soudu není nijak reálně podložen (nedostatek vlastního zkoumání a kusost dané argumentace APELEN Valuation pak zapříčiňují nepřezkoumatelnost tohoto závěru). Znalci EY a České znalecké přitom zohlednili budoucí orientaci UniCredit směřující více na retailovou (výnosnější) klientelu.
132. Soud se pak neztotožňuje s názorem žalobkyně (byť by se mělo jednat o názor, který vychází z odůvodnění rozhodnutí Vrchního soudu v Praze), že by snad měl být jako relevantnější shledán posudek, jehož závěry se potvrdily v budoucnosti – tedy, pokud se závěry jednoho posudku odrazí v průběhu času přesněji v realitě, pak že se jedná o lepší posudek než v případě ostatních posudků. Takovýto postup by byl v rozporu s několika zásadami, ze kterých vychází občanské soudní řízení a zpracování posudků (obecně):
- a. Soudní řízení by mělo probíhat rychle a hospodárně [soud by měl ideálně rozhodovat na 1. jednání ve věci (pokud je to možné, což občas není)], tedy velmi rychle, je tak vyloučeno, aby soud snad čekal na to, jak se závěry toho či onoho posudku budou v budoucnu shodovat s realitou (nadto, když posudek počítá hodnotu „do nekonečna“ – do perpetuity).
 - b. Nadto, pokud jsou závěry posudků počítány „do nekonečné budoucnosti“, pak není vyloučeno, že by se úspěšnost posudků v čase měnila. Například posudek s optimističtějším výhledem by byl přesnější v době ekonomické expanze, zatímco

Shodu s prvopisem potvrzuje M. J.

posudek s pesimističtějším výhledem by byl přesnější, když následně přijde (po letech) období hospodářské krize. Je tak možné, že v době 4 let od zahájení soudního řízení (když ještě trvá ekonomická expanze) se bude jevit jako „lepší“ (přesnější) posudek ten s optimističtějším výhledem, zatímco 12 let od zahájení řízení (když nastoupí hluboká ekonomická krize) se začne jevit jako „lepší“ (přesnější) posudek s pesimističtějším výhledem. Je dle názoru soudu zcela vyloučeno, aby délka řízení (a ekonomický vývoj v průběhu řízení) v podstatě určovala úspěšnost jedné nebo druhé strany sporu.

- c. Znalec musí vždy vycházet z dat ocenění, která jsou dostupná v okamžiku ocenění, jiná data nesmí brát v potaz. Toto pak musí respektovat soud, neboť budoucnost nelze predikovat. Těžko by například znalec mohl predikovat pokles ekonomik jednotlivých států na základě vzniku a rozšíření nemoci covid-19 [když se navíc ani nejedná o ekonomický faktor – jedná se o nemoc, která náhle (bez varování) vypukla a zasáhla celý svět]. Těžko tak můžeme říci, že pesimistický odhad byl lepší, a to jen proto, že se následně po ocenění udála zčistajasna okolnost, která zasáhla celý svět, o které však znalec k datu ocenění nemohl vůbec vědět (a ani nemohl z ekonomického pohledu na takovou variantu vůbec pomyslet).

Soud tak nepovažuje tuto argumentaci žalobkyně za relevantní, neboť nelze vycházet z toho, co se stalo po ocenění znalcem, resp. po dni, ke kterému je společnost oceňována. Takový přístup je neakceptovatelný.

133. Co se pak týče zahrnutí plánu managementu společnosti do výpočtu znalce, k tomu soud uvádí následující: I pokud snad má management společnosti určitý plán, pak znalec musí zohlednit i pravděpodobnost naplnění daného plánu – pokud například management společnosti uvádí, že společnost poroste další rok o 300 % v rámci tržeb, pak pokud znalec vidí, že takového růstu není společnost reálně schopna, pak nemůže v rámci posudku počítat s 300 % růstem v tržbách, ale musí daná procenta upravit s ohledem na skutečný růstový potenciál společnosti. Navíc vždy je zde riziko, že k naplnění plánů managementu nemusí reálně dojít, a to i když jsou plány managementu založeny na dostatečně kvalitních podkladech a možný růst společnosti je tak v budoucnu reálný [např. je obecně známo (je notoriíou), že je zde plno začínajících společností, tzv. start-upů, které mají podnikatelské plány (a to někdy i na velmi dobré odborné úrovni) týkající se ziskovosti, růstu apod., nicméně ty se poměrně často **nemusí naplnit** a společnost ve finále zanikne. Přitom start-upy spolupracují i s investory, kteří již úspěšně podnikají, a dané plány jsou tak přezkoumávány na dostatečně odborné úrovni apod.]. Pokud tak žalobkyně uvádí (skrze posudek od APELEN Valuation), že management měl určitý plán růstu (zde zejména růst UniCredit v retailovém sektoru, který se vyznačuje vyšší výnosností – viz plán Transform 2019, viz str. 16 posudku APELEN Valuation) a znalci EY a České znalecké ho nedostatečně promítli do výpočtu, pak pomíjí tuto rovinu, tedy to, že plán managementu se nemusí shodovat s růstovým potenciálem společnosti (zde banky), popř. i v rámci dostatečného růstového potenciálu banky nemusí dojít k naplnění tohoto potenciálu v realitě (běžné tržní riziko). To, že se ve finále plán managementu reálně naplnil, nelze však shledat jako vadu posudků od EY a České znalecké. Jak již bylo uvedeno výše, znalec musí vycházet z informací známých před datem ocenění, kdy budoucnost nelze předvídat. Znalec EY dostatečně zkoumal možnost ziskovosti UniCredit, kdy neopomněl to, že ta se chce více soustředit na retailový sektor, který je více ziskový a z pohledu soudu dostatečně odborně a odůvodněně uzavřel, proč se přiklonil k nižší míře růstu než APELEN Valuation, tedy

v tomto ohledu nebyl posudek od EY řádně zpochybněn. Posudek od České znalecké se pak shodl se závěry posudku EY (viz výše).

2. K zařazení UniCredit mezi střední banky

134. K tomuto se soud již vyjadřoval výše, soud na výše uvedené závěry tímto odkazuje, kdy soud zde jen připomíná, že shledal, že co se týče ziskovosti UniCredit (což mělo vliv i na výpočet FCFE), pak je patrné, že ta má zisk na úrovni středních bank (zisky ostatních velkých bank jsou na úrovni násobků zisku UniCredit) a také se narozdíl od velkých bank zatím méně zaměřuje na retailovou klientelu, tedy v tomto ohledu soud zastává názor, že co se týče ziskovosti, pak je přirovnání UniCredit ke středním bankám v pořádku.
135. Co se však týče ostatních parametrů UniCredit (bilanční suma, výše úvěrů a vkladů), pak je patrné, že UniCredit bank se řadí mezi velké banky. Menší banky mají bilanční sumy, výši úvěrů a vkladů na úrovni zlomku těchto hodnot u UniCredit – tedy bilanční suma, výše úvěrů a vkladů u UniCredit je na úrovni **násobně vyšší než u menších bank**. Pokud zde snad je banka na pomezí velkých a středních bank, pak se z pohled soudu spíše jedná o Reiffeisenbank a nikoliv o UniCredit, která má jednoznačně blíže k největším bankám v ČR. **UniCreditbank navíc řadí mezi velké banky jak ČNB, tak Ministerstvo financí ČR** (viz výše). Co se tak týče přírážky za velkou tržní kapitalizaci, pak soud shledává, že **vyšší přírážka toliko za „střední kapitalizaci“** (za velkou kapitalizaci by zde přírážka nebyla, pozn. soudu) uvedená v posudku od EY a od České znalecké (před dodatkem), **zde není namístě, neboť UniCredit je jednoznačně velkou bankou** co se kapitálu týče (bilanční suma, výše úvěrů a vkladů). Vyšší přírážka za tržní kapitalizaci (za velikost společnosti), která byla zohledněna v posudcích EY a České znalecké tak zde nedává smysl. **Bilanční suma (suma aktiv/pasiv) ve výši 547 200 000 000 Kč v roce 2015 je v poměrech ČR jednoznačně velkou kapitalizací.** Jedná se o velkou společnost. Zákon o účetnictví uvádí, že hranicí v rámci aktiv pro velké společnosti je hodnota 600 000 000 Kč [viz § 1b odst. 3 písm. a) zákona o účastnictví], **což UniCredit převyšuje osmkrát.**
136. Co se týče poměru bilanční sumy UniCredit k HDP České republiky (HDP je obecně známé, je tedy norietou, kdy v roce 2015 činil HDP ČR přibližně 4,5 bilionů Kč), pak bilanční suma UniCredit činí více než 12 % HDP ČR, tedy i z tohoto pohledu je patrné, že se jedná o velkou společnost (když 1 společnost má majetek v hodnotě více než 12 % výkonu celé ekonomiky daného státu).
137. Soud se s ohledem na výše uvedené ztotožňuje s výpočtem hodnoty akcií UniCredit uvedeným v dodatku č. 1 k posudku České znalecké, kdy tento s přírážkou za velikost v případě UniCredit nepočítá (viz dále).
138. **Přírážka za velikost se pak musí zohledňovat s ohledem na ekonomiku, ve které společnost působí.** Pokud se tedy bavíme o společnosti, která podniká v ČR, pak její velikost musíme poměřovat k velikosti ekonomiky ČR. Jiný přístup nedává smysl, jelikož pokud bychom srovnávali společnosti působící v ČR se společnostmi působícími například v USA, pak by všechny společnosti v ČR byly malými společnostmi, neboť nemohou dosahovat takových obrátů a zisků jako společnosti, které působí na větších trzích (např. počet obyvatel v USA, a tedy potenciačních spotřebitelů/zákazníků společností, je téměř 350 000 000, zatímco v ČR je to necelých 11 000 000; společnosti působící v USA tak mohou dosahovat úplně jiných zisků a akumulovat tak mnohem více kapitálu). UniCredit by tak v poměrech USA mohla být (dokonce) malou bankou, kdy však v poměrech ČR je

v rámci kapitálu 4. největší bankou a jeví se, že v případě problémů by dokonce mohl stát uvažovat o její podpoře/záchraně **jako systémově důležité banky**, což by v případě USA v rámci bank s kapitalizací toliko 547,2 mld. **Kč** (tedy toliko 27 360 000 000 USD, při kurzu 20 USD/CZK) zřejmě nepřipadalo do úvahy, neboť jsou zde mnohem větší banky a banka s kapitalizací na úrovni UniCredit by tak zřejmě nebyla považována za systémově důležitou.

139. Nelze ani přehlédnout to, že UniCredit je součástí nadnárodní skupiny, kdy v případě krize v ČR by mohla tato skupina UniCredit rovněž kapitálově podpořit. Tedy i s ohledem na tuto skutečnost se jeví pozice UniCredit na trhu jako stabilní (s nízkým rizikem úpadku).

140. Soud se v rámci aplikovatelnosti přírážky za velikost ztotožňuje s názorem, že přírážka za velikost je v případě squeeze-outu obecně fakultativně aplikovatelná – viz rozhodnutí Vrchního soudu v Praze ze dne 20. 5. 2025, č.j. č. j. 14 Cmo 215/2024-389: „Pro úplnost odvolací soud stran přírážky za velikost odkazuje v plném rozsahu na usnesení Vrchního soudu v Praze ze dne 12. 11. 2024, sp. zn. 14 Cmo 81/2024, dostupné např. v právním systému beck-online, z něhož se (mimo jiné) podává, že velikostní přírážka v rámci diskontní míry [resp. přírážka za malou tržní kapitalizaci - obecně menší velikost (tedy nikoliv větší, jak uvažoval soud prvního stupně)] **je při ocenění výnosovým způsobem fakultativně aplikovatelná.**“ Je totiž možné odůvodnit její aplikaci, pokud jsou pro to splněny předpoklady. Prokázání existence důvodů pro aplikovatelnost této přírážky jsou z pohledu soudu na žalobci – žalobce v tomto ohledu tíží břemeno tvrzení a také důkazní břemeno.

141. V tomto konkrétním případě má soud za to, že se obě strany k aplikovatelnosti přírážky za velikost dostatečně vyjádřily, kdy soud má rovněž za to, že ze strany žalovaného bylo prokázáno, že zde nejsou důvody pro aplikování této přírážky (UniCredit je velkou bankou, je tedy na trhu stabilní) – byl tak prokázán určitý skutkový stav, kdy soud následně nemusel poučovat žalobkyni o tom, že z jí předložených důkazů důvody pro aplikovatelnost přírážky za velikost nevyplývají (viz rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR sp. zn. 32 Cdo 1591/2011).

3. Ke kapitálové přiměřenosti

142. Zde APELEN Valuation uvedl, že kapitálová přiměřenost by měla být u UniCredit v budoucnu nižší, ve finále se však s ohledem na obtížně predikovatelný vývoj v této oblasti rozhodl respektovat závěry posudků od EY a od České znalecké. Soud proto nemusel toto dále zkoumat, když ve finále toto zpochybnění nebylo uplatňováno.

4. K dalším problémům finančního plánu

143. APELEN Valuation zde uvádí, že byla ve finančním plánu zvýšena úroveň podílu na retailu z 16 % v roce 2015 na 33 % v roce 2028, což je však v rozporu s plány managementu. Soud k tomu uvádí, že co se týče promítnutí plánů managementu do posudku a do reality, tak k tomuto se soud již dostatečně vyjadřoval výše, tedy soud na toto odkazuje a zde to již opakovat nebude (pro nadbytečnost).

144. Co se pak týče toho, že měly být v rámci finančních plánů zohledňovány ukazatele větší bank (ROA), pak soud se k tomuto také již vyjadřoval výše, kdy uvedl, že s ohledem na to, že UniCredit co se týče výše zisku i svého zaměření (nižší zaměření na retail na rozdíl od ostatních velkých bank) lze přirovnat spíše ke středním bankám, tedy v tomto ohledu se

jeví zohlednění ukazatelů pro střední banky jako vhodné. Soud v podrobnostech odkazuje na své vyjádření výše.

5. K nákladům vlastního kapitálu

145. APELEN Valuation odhaduje náklady vlastního kapitálu následovně (viz tabulka):

Náklady vlastního kapitálu dle APELEN Valuation		
Položka vzorce (zkratka) dle posudku od EY	hodnota	zdroj hodnoty
bezriziková míra výnosu (rf) [odpovídá položce: bezriziková úroková míra (rf) v posudku EY, pozn. soudu]	0,93% (dle EY 3,54 %)	NESOUHLASÍ s tím, že by snad měla být hodnota určena na základě historických výnosností (do data ocenění) dluhopisů. Daný postup má být zcela ojedinělý, nepřipustný a v rozporu s převažující znaleckou praxí. Vždy musí být respektován stav a očekávání ke dni ocenění , tedy ocenění skrze aktuální tržní úrokové sazby státního dluhopisu se splatností v roce 2030 (dluhopis ISIB CZ 0001004477) (str. 18 posudku od APELEN Valuation)
tržní riziko zadlužené společnosti (B) [odpovídá položce: zadlužený beta faktor (B) v posudku EY, pozn. soudu]	1 (dle EY 1)	SOUHLASÍ, kdy z dat dle www.damodaran.com je patrné že zde jsou hodnoty "Banks - Regional" 0,68 a "Banks - Money Center" 1,57. Byť není patrné, do které skupiny byla UniCredit zařazena, tak s hodnotou na úrovni 1 lze souhlasit (viz str. 19 posudku APELEN Valuation)
riziková prémie kapitálového trhu USA (RPT) [odpovídá položce: riziková prémie trhu (rm - rf) v posudku EY, pozn. soudu]	5,69% (dle EY 5 %)	NESOUHLASÍ, když je potřeba rozlišovat historickou prémii (průměr za minulé roky) a "implied" prémii (zohledňující aktuální dění na trhu). Implied prémie byla vyčíslena v roce 2016 prof. Damodaranem na 5,69 %, tedy je vhodnější použít tuto (viz str. 19 posudku APELEN Valuation)
riziková prémie země (RPZ) [odpovídá položce: přírážka za riziko země (CRP) v posudku EY, pozn. soudu]	0,33% (dle EY 0,45 %)	NESOUHLASÍ, kdy z odborné literatury (Damodaran) vyplývá, že RPZ obsahuje složku dluhopisovou a akciovou, pokud tedy bylo k 31.3.2016 dle www.damodaran.com RPZ na úrovni 1,11 %, kdy dluhopisová složka byla 0,79 %, pak akciová složka musela činit 0,33 % (1,11 % - 0,79 % = 0,33 %), tedy je vhodnější použít hodnotu 0,33 % (viz str. 20 posudku APELEN Valuation)
přírážka pro malé společnosti (R1) [odpovídá položce: přírážka za velikost (SR) v posudku EY, pozn. soudu]	0% (dle EY 1,07 %)	NESOUHLASÍ, kdy prof. Damodaran považuje tuto přírážku za nebezpečnou a odmítá ji. Dále dle Horowitz a kol. by měla být tato přírážka aplikována toliko pro ty nejmenší společnosti. I další odborné publikace se k aplikaci této přírážky staví kriticky. Dále poukázat i na závěry prof. Maříka a doc. Maříkové, kteří uvádí, že v případě squeeze-outu by danou přírážku neaplikovali. Takový závěr měl zastat i Vrchní soud v Olomouci ve svém rozhodnutí ze dne 11. 9. 2019, č.j. 8 Cmo 127/2019 (viz str. 20-24 posudku APELEN Valuation)
VÝSLEDEK	6,95%	

5.1. K bezrizikové míře výnosu (rf)

Shodu s prvopisem potvrzuje M. J.

146. Zde lze konstatovat, že se posudky od EY a od České znalecké nejvíce liší od názoru APELEN Valuation právě v tomto parametru výpočtu, kdy posudky od EY a od České znalecké se přiklonily k tomu, že lze aplikovat **historickou míru** výnosnosti státních dluhopisů, a to z doby **přede** dnem ocenění, kdy toto APELEN Valuation odmítá a přiklání se k tomu, že by měl být zohledněn státní dluhopis (jeden, pozn. soudu) **aktuální (existující ke dni ocenění)** se splatností do roku 2030.
147. Soud uvádí, že hodnocení tohoto není jednoduché, a to ani z hlediska logického (soud nemůže danou věc hodnotit z odborného hlediska, viz judikatura výše). Soud však vychází z toho, že, pokud není stanoveno zákonem či judikaturou, že je zapovězeno používat určité parametry/postupy pro daný výpočet (viz například není možné používat přírážku za nízkou likviditu, viz judikatura výše), pak lze daný parametr/postup použít, pokud:
- a. Daný postup připouští odborná literatura,
 - b. Znalec si daný postup řádně odůvodní.
148. Soud tak s ohledem na výše uvedené shledal, že znalci EY a Česká znalecká pro zvolení dané bezrizikové míry výnosu tyto podmínky dodrželi, kdy:
- a. **Daný postup připouští odborná literatura**, a to konkrétně publikace od prof. Maříka, která uvádí, že takovýto přístup ke stanovení bezrizikové míry výnosu je možný. Prof. Mařík uvádí, že vyjma přístupu skrze zohlednění aktuálních dluhopisů (existujících ke dni ocenění) se splatností např. 20 let, lze použít i metody používající hodnoty z historických dat a také metody používající hodnoty z odhadované budoucnosti. Prof. Mařík uvádí, že každá z metod má své výhody a nevýhody, kdy sice ve finále se kloní k tomu, že v případě metody určování hodnoty bezrizikové míry výnosu skrze historické hodnoty, převažují dle jeho názoru zápory nad klady, a tedy on by tuto metodu nepoužíval, nicméně zároveň připouští, že tuto metodu akceptují například německé soudy. **Z pohledu soudu je však důležité, že daná metoda je zakotvena v odborné literatuře jako možný postup pro stanovení bezrizikové míry výnosu** a dokonce je akceptována i v praxi (např. německými soudy). To je z pohledu soudu v tomto ohledu dostačující.
 - b. **Znalec si daný postup řádně odůvodnil**, když uvedl, že daná úroková míra je z jeho pohledu až příliš nízká a neodpovídá míře, za kterou chtějí investoři investovat apod. V tomto ohledu totiž nelze přehlédnout, že ocenění akcií UniCredit proběhlo v roce 2016, tedy na konci velké recese, která započala v letech 2007/2008 a zapříčiněna byla (mimo jiné) prasknutím americké hypoteční bubliny a pádem americké banky Lehman Brothers (což je notorií). Krize se vyznačovala propadem světové ekonomiky, na což se snažily státy a jejich centrální banky reagovat skrze přijímání různých opatření. Ke konci krize pak docházelo k poklesu úrokových sazeb, což mělo za cíl „rozpohybovat“ ekonomiku (opět notorií). Pokud tak znalec uvádí, že úrokové sazby v roce 2016 byly na nestandardních hodnotách kvůli různým opatřením centrálních bank apod., pak tomuto lze přisvědčit, když ekonomika se nacházela ve stavu krátce po skončení krize, kdy ještě platila opatření na potlačení krize, a to vč. snižování zájmových úrokových sazeb apod. **Tedy v tom ohledu, že se jednalo o nestandardní úrokové/výnosové sazby lze znalci přisvědčit.** Pokud tak znalec vychází

z výnosnosti dluhopisů, která zahrnuje ještě předkrizové (historické) období, kdy lze (logicky) očekávat že po krizi se hodnoty výnosnosti dluhopisů vrátí zpět na původní (předkrizové) hodnoty, tak tomuto nelze nic vytknout. Znalec tak z pohledu soudu řádně odůvodnil, že se jedná o nestandardní sazby dluhopisů s tím, že standardní požadavky investorů na výnosnost státních dluhopisů jsou jiné (vyšší). Lze ještě dodat, že byť tedy oceňujeme k určitému (konkrétnímu) datu a jsou zde dluhopisy s určitou výnosností k danému datu, tak samotné ocenění je prováděno „do nekonečna“ (perpetuita), tedy pokud jsou nyní dluhopisy na určité nestandardní výši výnosnosti, pak s ohledem na to, že oceňuji „do nekonečna“ není důvod proč je nekorigovat na obvyklou úroveň. Pokud by znalec ve výpočtu použil nestandardní výnosovou míru dluhopisů, která zde bude velmi pravděpodobně jen několik let a následně bude jiná (vyšší), tak by tímto mohl být výpočet „do nekonečna“ negativně ovlivněn a mohl by být vadný. Zde tedy dává (logicky) větší smysl korigovat míru výnosnosti na obvyklou úroveň než donekonečna počítat s neobvyklou mírou výnosnosti.

Lze tak shrnout, že zákon ani judikatura nestanovují, že by snad stanovení bezrizikové míry výnosu skrze metodu historických dat bylo zapovězeno, kdy odborná literatura toto naopak výslovně připouští a znalec si použití metody řádně odůvodnil. Soud proto nemohl závěry znalce shledat jako nepřipustné, vadné apod. Nelze pak přehlédnout, že APELEN Valuation určil ve svém posudku bezrizikovou míru výnosu na základě toliko jednoho dluhopisu, což je dosti rizikové, neboť výnosnost daného dluhopisu se může výrazně lišit od průměru.

5.2. K tržnímu riziku zadlužené společnosti (B)

149. Zde neměl APELEN Valuation nakonec v podstatě žádné výtky, tedy toto není sporováno a soud se k tomuto nebude dále vyjadřovat (bylo by to nadbytečné).

5.3. K rizikové prémii kapitálového trhu USA (RPT)

150. Zde se znalec APELEN Valuation přiklonil dokonce k hodnotě **vyšší** než znalci EY a Česká znalecká. Hodnoty ve znaleckých posudcích byly určeny následovně:

- a. **EY:** z analýzy dostupných údajů z vyspělých kapitálových trhů, konkrétně USA, kde je nejvyšší míra likvidity a kde je tento ukazatel dlouhodobě sledován – zdroje Damodaran, Duff & Phelps 2015;
- b. **Česká znalecká:** rozdíl geometrických průměrů výnosností akcií v USA a výnosnosti státních dluhopisů emitovaných vládou USA v letech 1928-2016;
- c. **APELEN Valuation:** Implied premie byla vyčíslena v roce 2016 prof. Damodaranem na 5,69 %, tedy je vhodnější použít tuto hodnotu.

Je tak patrné, že znalci vycházeli z dat zahraničních autorů/ekonomik, kdy APELEN Valuation zvolil jinou hodnotu než znalci EY a Česká znalecká. V podstatě jsou však přístupy znalců podobné, kdy, pokud někdo vychází z jedné publikace (Damodaran) a druhý z jiné (Duff & Phelps), kdy hodnoty v daných odborných publikacích se od sebe tolik neliší (hodnoty 5,63 % a 5 % jsou si blízké), tak nelze nic vytknout ani jednomu ze znalců. Nelze tak zde zpochybnit ani jak závěry EY či České znalecké, tak ani APELEN Valuation. **Je patrné, že znalecké posudky nebudou vždy zcela totožné**, kdy parametry pro výpočet se budou lišit. Zde však není významný rozdíl a ani zde soud nemá, co logicky hodnotit – to, že někdo použije hodnotu z určité odborné zahraniční publikace a někdo jiný vezme danou hodnotu (mírně odlišnou) z jiné odborné publikace, tomu nelze z logicky věci nic vytknout.

5.4. rizikové premii země (RPZ)

Shodu s prvopisem potvrzuje M. J.

151. Zde se znalec APELEN Valuation přiklonil k hodnotě nižší (byť toliko o 0,12 %) než znalci EY a Česká znalecká. Hodnoty ve znaleckých posudcích byly určeny následovně:
- a. **EY:** byla použita metoda upraveného rizika selhání země - na základě úvěrového ratingu závazků České republiky v domácí měně (40 bodů) a Slovenské republiky (55 bodů), upraveno o volatilitu akciového a dluhopisového trhu 2,01 (dle Duff & Phelps 2015) a upraveno skrze vážený poměr výnosnosti v ČR a SR;
 - b. **Česká znalecká:** vycházelo se z dat z www.damodaran.com, kde je uvedeno, že rating ČR je AA, což směřuje k hodnotě 0,55 a rating SR je A+, což směřuje k hodnotě 0,70, nicméně hodnota v posudku EY se jeví jako přesnější, když byla zjištěna na základě srovnání s podobnými společnostmi;
 - c. **APELEN Valuation:** z odborné literatury (Damodaran) vyplývá, že RPZ obsahuje složku dluhopisovou a akciovou, pokud tedy bylo k 31.3.2016 dle www.damodaran.com RPZ na úrovni 1,11 %, kdy dluhopisová složka byla 0,79 %, pak akciová složka musela činit 0,33 % ($1,11 \% - 0,79 \% = 0,33 \%$), tedy je vhodnější použít hodnotu 0,33 %.

Je tak patrné, že znalci zde rovněž (obdobně jako v případě rizikové prémie kapitálového trhu) vycházeli z dat zahraničních autorů, kdy zvolili trochu jiné hodnoty. Byť jsou jejich postupy do jisté míry odlišné, pak je patrné, že bylo vycházeno z odborné literatury a údajů publikovaných renomovanými institucemi, tedy soud má za to, že i zde nelze nic vytknout ani jednomu ze znalců. Nelze tak zde zpochybnit ani jak závěry EY či České znalecké, tak ani APELEN Valuation. Jak bylo uvedeno výše, znalecké posudky nebudou vždy zcela stejné a je zde opět toliko minimální odchylka.

5.5. přírážce pro malé společnosti (R1)

152. Odborná literatura k této přírážce uvádí následující: „*Důvodem pro aplikaci velikostní přírážky je proces zjištění diskontní sazby. Jedním z východisek jsou databáze údajů z amerických veřejných trhů, na kterých jsou, ve srovnání s českým kapitálovým trhem, obchodovány akcie velmi velkých společností (malými společnostmi jsou dle aktuální úzance společnosti, jejichž tržní kapitalizace činí méně než cca 3,6 mld. USD). Ekonomickou podstatou velikostní přírážky jsou empirická pozorování, že **menší společnosti představují z hlediska investorské veřejnosti rizikovější investici než společnosti velké, a tudíž při investici do menší společnosti investoři požadují vyšší výnos** (z důvodu vyššího rizika spojeného s danou investicí). Analogicky, **menší společnosti mají vyšší náklady na financování z cizích zdrojů (např. úvěry, dluhopisy) než velké společnosti s tím nejlepším ratingem.** Touto optikou je např. investice v podobě koupě akcií Coca-Coly na americkém regulovaném trhu (NYSE, NASDAQ) méně rizikovou investicí než např. investice do tuzemské Kofoly či, pro účely tohoto článku, do třebíčského výrobce limonád „ZON“. Z věcného hlediska nicméně uvedené společnosti působí v zásadě na stejném či podobném relevantním trhu. Velikostní přírážka tak reaguje na systematické rizikové faktory, které na společnosti působí. Uvedený a dlouhodobým empirickým sledováním zjištěný tzv. velikostní efekt (size effect) byl historicky vypořádan na amerických akciových trzích, avšak celá řada odborných studií pozoruje působení velikostního efektu, který je důvodem pro použití velikostní přírážky, **i pro společnosti působící na evropských trzích, včetně ČR.** Aby měly údaje z amerického kapitálového trhu vypovídací hodnotu pro českou „realitu“, používají znalci pro ocenění českých společností velikostní přírážku, a to **i když se v rámci českého trhu mohou jevit oceňované společnosti jako poměrně velké, neboť z pohledu amerického trhu, ze kterého jsou používány ekonomické vstupní, jsou oceňované společnosti naopak společnostmi velmi malými.** Velikostní přírážka je současně tzv. přírážkou na úrovni společnosti, tj. zohledňuje systematická rizika **vztahující se ke společnosti jako takové a dopadá stejnou měrou na všechny akcionáře bez ohledu na velikost jejich podílu nebo stupeň kontroly.** Při aplikaci velikostní přírážky tedy*

není vůbec relevantní, zda se oceňuje majoritní či minoritní akciový podíl, neboť je zohledňována objektivní skutečnost, kterou je velikost podniku. O tom, že velikostní přírážka zohledňuje riziko vztahující se k celé společnosti, tedy ke 100% podílu, není v odborné literatuře sporu.“ (DĚDIČ, Jan, LASÁK, Jan, BUCHTA, Filip. Aplikovatelnost velikostní přírážky při stanovení spravedlivé hodnoty akcií a výše přiměřeného protiplnění. Právní rozhledy, 2021, č. 23-24, s. 801-809).

153. Soud tak podotýká, že v daném případě je sporné, zda danou přírážku vůbec aplikovat (výše přírážky jde v tomto ohledu v podstatě stranou) s tím, že soud se přiklonil k možné aplikaci dané přírážky v případě squeeze-outu, což však musí být řádně odůvodněno, resp. pro uplatnění přírážky musí být relevantní důvody (rovněž viz rozhodnutí Vrchního soudu v Praze č. j. 14 Cmo 215/2024-389 uvedené výše). Soud shledává, že pokud dané riziko je spojeno s tím, že investice do menších společností je riziková (viz článek od autorů: Dědič, Lasák a Buchta uvedený výše) a s tím, že menší společnosti si zajišťují kapitál za vyšší náklady, pak lze shledat, že v případě UniCredit není důvod danou přírážku aplikovat, neboť, jak již bylo uvedeno výše, se jedná o velkou banku – UniCredit je totiž na poměry ČR velkou bankou, a to jak z pohledu ČNB, tak Ministerstva financí ČR, v podstatě se jedná o systémovou banku (lze podotknout, že systémové instituce uvádí veřejně ČNB, viz <https://www.cnb.cz/cs/financi-stabilita/makroobezretnostni-politika/seznam-jinych-systemove-vyznamnych-instituci/>). Jedná se tak o stabilní instituci, u které je velmi nízké riziko úpadku, a která má velký kapitál a zaujímá přednostní místo na trhu. Navíc je součástí nadnárodní skupiny, která působí v několika zemích EU. **Nelze tak říci, že by se jednalo o střední nebo malou společnost, popř. že by měla problém si levně zajistit své financování** (ostatně banky si obecně zajišťují kapitál především skrze vklady svých klientů, tedy obecně nemají se zajištěním kapitálu větší problémy). Není tak důvod pro aplikaci dané přírážky.
154. Z pohledu soudu nelze však souhlasit s výše uvedeným článkem od autorů Dědič, Lasák a Buchta, co se týče toho, že by snad měla být každá společnost srovnávána s americkými společnostmi, co se velikosti týče. Pokud je zde obecně pozorován jev, kdy investoři požadují u menších společností vyšší výnos kvůli vyšší rizikovitosti investice s tím, že toto je pozorováno na většině trhů jednotlivých států, pak není důvod srovnávat vše s trhem v USA. Český investor do zajista bude poměřovat investici v ČR optikou trhu v ČR, tedy UniCredit pro něj bude stabilní, velká banka a bude se tak jednat v podstatě o bezrizikovou investici (a to i s ohledem na to, že u systémových bank v případě problémů zasahuje stát, popř. ČNB tak, aby instituci pomohla a uchránila ji před úpadkem a také s ohledem na možnou podporu ze strany nadnárodní skupiny, již je UniCredit součástí) – nedává tak smysl, aby v případě UniCredit investor požadoval vyšší výnos za rizikovou investici. Není důvod pro aplikace přírážky za velikost.
155. Soud ještě dodává, že přírážka za velikost není přírážkou, za kterou by snad minoritní akcionáři „nemohli“. Zatímco přírážka za nízkou likviditu a přírážka za minoritu se z pohledu soudu neuplatní i z toho důvodu, že minoritní akcionáři se dostanou do nezáviděníhodné situace tím, že majoritní akcionář vykoupí ostatní akcie do té míry, že se jejich akcie často stanou v podstatě neobchodovatelnými/bezcennými, pak v případě přírážky za velikost se jedná o přírážku, na kterou nemá jednání majoritního akcionáře vliv. Velikost společnosti se totiž odkoupením většiny akcií majoritním akcionářem nijak nemění. Nemění se tím ani jiné parametry investice minoritních akcionářů. Minoritní akcionáři totiž při své investici již na začátku dobře věděli, do jaké společnosti investují,

tedy za do velké či malé a jaké riziko je s tímto spojeno. Automatické odhlédnutí od dané přírážky by tak z každé investice minoritních akcionářů v podstatě činilo investici do velké, bezrizikové společnosti, čemuž nelze přisvědčit. V případě squeeze-outu tak nelze přírážku za velikost automaticky neaplikovat, neboť to by již zvýhodňovalo minoritní akcionáře nad rámec jednání majoritního akcionáře, které vedlo k výkupu akcií (squeeze-outu). Obdobně se na danou věc dívá i některá judikatura: „*Velikostní přírážka je tzv. přírážkou na úrovni společnosti, tj. zohledňuje systematická rizika vztahující se ke společnosti jako takové, a dopadá stejnou měrou na všechny akcionáře bez ohledu na velikost jejich podílu nebo stupeň kontroly. Není vůbec relevantní, zda se oceňuje majoritní či minoritní akcionářský podíl, neboť je zohledňována objektivní skutečnost, kterou je velikost podniku*“ (viz rozhodnutí Vrchního soudu v Olomouci, sp. zn. 5 Cmo 127/2023).

156. Co se pak týče přírážky pro společnosti s nejasnou budoucností (R2) a přírážky za nižší likviditu oceněných společností (R3), pak s těmto se APELEN Valuation nijak nevyjadřuje (ostatně i Česká znalecká je ponechala ve finále „bez povšimnutí“). Soud se proto k tomuto nevyjadřoval, neboť to nebylo aplikováno a ani sporováno.

K posouzení dodatku č. 1 k posudku od České znalecké (k ZP Č. 5 529-01-2019)

157. Dodatek byl zpracován na základě zadání soudu (viz usnesení č.j. 71 Cm 74/2016-246 ze dne 16. 11. 2022), tedy znalec odpovídal na otázky mu zadané soudem, kdy stanovil hodnotu akcií bez přírážky za velikost ve výši 1,07 % (viz str. 26 dodatku) na hodnotu 468,87 Kč, což tedy oproti původnímu odhadu (s přírážkou za velikost ve výši 1,07 %) činilo o 66,44 Kč/akcii více (viz str. 38 dodatku). Soud má za to, že se k posudku od České znalecké již podrobně vyjádřil výše, kdy dodatek je v podstatě stejný a jen v jeho výpočtu absentuje přírážka za velikost ve výši 1,07 %, což snížilo náklady kapitálu (čímž došlo ke zvýšení ceny akcií). Soud se proto zde již podrobněji (nad rámec výše uvedeného) k výpočtu nebude vyjadřovat, neboť je to s ohledem na výše uvedené nadbytečné.

158. Soud se přiklonil k závěrům tohoto dodatku, neboť posudek od České znalecké **ve znění dodatku** se soudu jevil jako správně zpracovaný. Soud totiž přezkoumal znalecké posudky co se logiky jejich závěrů týče a dospěl k závěru, že původní posudek České znalecké (před dodatkem) nelogicky odůvodnil aplikaci přírážky za velikost ve výpočtu, kdy označil UniCredit co do velikosti za střední banku, což bylo v rozporu s důkazy a s logikou věci. Soud proto s ohledem na to, že soud musí určit výši přiměřeného protiplnění (viz § 388 a § 390 z. o. k.), kdy se původní závěry znalce (Česká znalecká) jevily v rozporu se zákonnými požadavky na výši přiměřeného protiplnění, rozhodl korigovat výpočet znalce a to tak, že nemá být aplikována v tomto konkrétním případě přírážka za velikost. **Výsledek uvedený v dodatku k ZP Č. 5 529-01-2019, tedy částka 468,87 Kč za 1 akcii UniCredit o jmenovité hodnotě 46 Kč, tak soud považoval za správný, resp. za výši přiměřeného protiplnění, která měla náležet vytěsněným akcionářům dle § 388 z. o. k.** Na tomto základě vyhlásil soud výrok I. tohoto rozsudku, tedy určil, že přiměřené protiplnění dle § 388 z. o. k. určené soudem skrze postup dle § 390 z. o. k. je rovno 468,87 Kč za 1 akcii UniCredit o jmenovité hodnotě 46 Kč. Přesná výše doplatku (824 223,69 Kč) přiměřeného protiplnění uvedená ve výroku II. tohoto rozsudku vyplývá z toho, že akcionářům bylo před podáním žaloby poskytnuto protiplnění ve výši 409,90 Kč/akcii, kdy správně však mělo být poskytnuto 468,87 Kč/akcii – rozdíl je tedy 58,97 Kč/akcii. Částka 824 223,69 Kč uvedená ve výroku II. tohoto rozsudku je vypočtena jako součin 13 977 akcií a 58,97 Kč/akcii (13 977 x 58,97 = 824 223,69).

159. K částce 824 223,69 Kč pak náleží i úroky a úroky z prodlení (srov. § 390 odst. 3 z. o. k.), kdy se strany shodly (skrže argumentaci žalované a následný návrh na změnu předmětu řízení, viz výše), že úroky z prodlení jsou ve výši 2,30 % p.a. Úroky z prodlení byly určeny v souladu s § 2 odst. 1 nař. vlády č. 351/2013 Sb.
160. Úroky jsou uloženy k zaplacení za období od 14. 7. 2016, kdy 13. 7. 2016 mělo dojít k převodu vlastnického práva k předmětným akciím na žalovanou – tedy úroky jsou uloženy k zaplacení ode dne následujícího po dni, kdy došlo k převodu vlastnického práva k akciím žalobkyně na hlavního akcionáře (žalovanou).
161. Úroky z prodlení jsou uloženy k zaplacení od 15. 7. 2016, kdy 13. 7. 2016 došlo k převodu vlastnického práva k předmětným akciím na žalovanou, další den 14. 7. 2016 mohla být učiněna výzva k plnění (k dorovnání protiplnění ze strany žalované vůči žalobkyni) a od následujícího dne (tedy od 15. 7. 2016) byla žalovaná v prodlení s plněním své povinnosti (zaplacením dorovnání). Výzva k vyššímu protiplnění vyjádřená zde i skrže nesouhlas s výší původního protiplnění byla učiněna z pohledu soudu ještě před přechodem vlastnického práva k akciím, tedy přiznání úroku z prodlení od 15. 7. 2016 je v tomto ohledu souladné se zákonem.
162. Soud zde ještě poukazuje na to, že posudky (i dodatek) hodnotil toliko dle logiky věci a nezasahoval jakkoliv do odborné části posouzení. Je například zjevné, že na samotné aplikaci přírážky za velikost v rámci výpočtů nákladů vlastního kapitálu panuje mezi znalci neshoda, kdy však soud nemohl hodnotit, který názor je z odborného hlediska relevantnější. Soud toliko z logiky věci (a na základě závazného právního názoru odvolacího soudu ohledně možnosti fakultativního uplatnění přírážky za velikost) dospěl k závěrům, že přírážku za velikost nelze (z logiky věci) v případě výpočtu přiměřeného protiplnění automaticky vyloučit (kvůli zákonným požadavkům na přiměřenost/spravedlivost protiplnění), nicméně v tomto konkrétním případě ji není vhodné aplikovat, neboť se v případě UniCredit jedná (z logiky věci) o velkou banku (co se stability/velikosti týče – viz velikost bilanční sumy, vkladů atd.). Stejně tak soud odborně nehodnotil, jaký přístup pro vypočtení jednotlivých přírážek je vhodnější (zda údaje převzaté od p. Damodarana či z publikace Duff & Phelps, atp.), kdy z pohledu soudu (z logického hlediska) výpočet přírážek u jednotlivých znalců (vyjma přírážky za velikost) obstál a není patrné, že by snad odborná literatura dané postupy vylučovala. Soud tak má za to, že dostal i právnímu názoru obsaženému v rozhodnutí Vrchního soudu v Praze č. j. 14 Cmo 215/2024-389: „...soud **přitom nepřezkoumává (nemůže přezkoumávat) věcnou správnost odborných závěrů znalce, nicméně posuzuje přesvědčivost posudku co do jeho úplnosti ve vztahu ke zadání, logické odůvodnění jeho závěrů a soulad s ostatními provedenými důkazy.** Hodnocení důkazu znaleckým posudkem tedy spočívá v posouzení, zda závěry posudku jsou náležitě odůvodněny, zda jsou podloženy obsahem nálezu, zda bylo přihlédnuto ke všem skutečnostem, s nimiž se bylo třeba vypořádat, zda závěry posudku nejsou v rozporu s výsledky ostatních důkazů a zda odůvodnění znaleckého posudku odpovídá pravidlům logického myšlení.“.
163. Jeví se jako vhodné zde zopakovat, že soud sice nemůže hodnotit postupy znalce z odborného hlediska, nicméně z logiky věci daný výpočet přezkoumává a následně v rámci právního hodnocení je oprávněn zkoumat, zda není některá část výpočtu v rozporu s požadavky na určení výše přiměřeného protiplnění (např. požadavek na spravedlivé vypořádání apod.), kdy v tomto ohledu je schopen uzavřít, že některá část výpočtu tyto zásady porušuje a výpočet je tak nutné korigovat (soudy tak již v minulosti toto učinily u

přirážky za likviditu a za minoritu, kdy shledaly, že tyto jsou v rozporu se zákonem a nemohou být zahrnuty do výpočtu přiměřeného protiplnění, resp. přiměřené protiplnění je nesmí zohledňovat). Zde přirážka za velikost v tomto ohledu neobstála, neboť její zahrnutí do výpočtu v tomto konkrétním případě se jeví v rozporu s logikou věci a v rozporu se zásadami spravedlivého vypořádání v rámci přiměřeného protiplnění dle § 388 z. o. k. – výše přiměřeného protiplnění tak nemůže být založena na výpočtu, který ji obsahuje.

164. Soud v rámci shrnutí obsahu jednotlivých posudků odkazuje v odůvodnění především na části jejich písemných pasáží, ze kterých dané údaje vyplývají, kdy však nelze pominout to, že znalci byli i vyslýcháni na jednání. Znalecké výpovědi však toliko dokreslovaly údaje uvedené v písemných znaleckých posudcích, kdy zcela nová zjištění nepřinášely. Proto z pohledu soudu stačí uvést toliko odkaz na konkrétní pasáž písemného posudku a není potřeba odkazovat na číslo listu spisu, kde se k dané části posudku vyjadřuje i znalec ústně.

165. Soud zde ještě poznamenává, že prof. Mařík uvádí ve své publikaci, že výnosové ocenění je potřeba ověřit i skrze tržní porovnání. Tržní porovnání v tomto případě bylo z pohledu soudu provedeno v posudku EY, kde bylo uvedeno, že hodnota akcií na základě tržního porovnání se pohybovala v intervalech 399,50 Kč – 438,40 Kč a 362,90 – 421,80 Kč. Byť hodnota přiměřeného protiplnění za 1 akcii uvedená ve výroku I. tohoto rozsudku horní hranice těchto intervalů přesahuje, pak ale zároveň není od těchto horních hranic příliš vzdálená, což poukazuje na reálnost ocenění (468,87 Kč je toliko o 7 % vyšší než hodnota 438,40 Kč a o 11 % vyšší než hodnota 421,80 Kč, což není zásadní rozdíl v ocenění). Tedy z tohoto pohledu hodnota uvedená ve výroku I. tohoto rozsudku ob stojí (jedná se o přípustnou odchylku, kdy odchylky mezi znaleckými oceněními jsou běžné – žádné výsledky znaleckých ocenění společností nejsou zcela stejné). Tržní porovnání pak poukazuje spíše na nepřiměřenost částky 977 Kč za akcii, kterou stanovil APELEN Valuation (*viz str. 26 posudku APELEN Valuation*), neboť tato hodnota přesahuje horní hranice intervalů několikanásobně. Částka 977 Kč/akcii se pak jeví jako zcela nepřiměřená (na rozdíl od částky uvedené ve výroku I. tohoto rozsudku) i v porovnání s částkami poskytnutými:

- a. v rámci fúze UniCredit Bank Czech Republic a.s. a UniCredit Bank Slovakia a.s., kdy bylo akcionářům nabídnuto přiměřené protiplnění 324,70 Kč za akcii (rozhodný den fúze 1. 7. 2013),
- b. v rámci nedobrovolné dražby nevyzvednutých akcií (25 806 ks o JH 46 Kč/akcie), kdy dražba proběhla dne 19. 1. 2015 a akcie se vydražily za cenu 286,60 Kč/akcii (za cenu odhadnutou znalcem),

neboť i tyto částky několikanásobně převyšuje. Byť v rámci nedobrovolné dražby se jeví, že daná cena byla velmi pravděpodobně realizována na úrovni pod tržní hodnotou daných akcií (daná realizační cena transakce je hluboce pod spodní hranici intervalů určených v posudku EY – tedy pod 362,90 Kč a 399,50 Kč).

166. Lze rovněž shledat, že posudek zpracovaný pro ocenění akcií minoritních akcionářů pro vytěsnění dle § 376 z. o. k. nebude nikdy zpracován k datu, kdy akcionářům vznikne právo na přiměřené protiplnění dle § 388 z. o. k. (přechod vlastnického práva k akciím na hlavního akcionáře). Zákon tak předvídá, že zde bude znalecký posudek pro hlasování na valné hromadě (jako podmínka a zároveň podklad pro konání valné hromady), a to proto, aby bylo zaručeno, že minoritní akcionáři dostanou hodnotu protiplnění v určité

(pravděpodobně správně) výši, nicméně je patrné, že ke dni vzniku práva na přiměřené protiplnění může být hodnota akcií jiná (datum zpracování posudku a datum vzniku práva na přiměřené protiplnění budou měsíce od sebe). Nelze však zřejmě v rámci squeeze-outu zajistit jiný vhodný postup, neboť valná hromada musí být svolána s tím, že bude vyplacena určitá výše protiplnění (výše musí být známa dopředu, aby o ní mohlo být na valné hromadě hlasováno), kdy však zároveň je v rámci ochrany minoritních akcionářů nutné jim přiznat hodnotu akcií ke dni ztráty vlastnického práva. Určitým řešením by mohlo být zpracování dodatku posudku ke dni přechodu vlastnického práva k akciím na hlavního akcionáře, nicméně toto zákon neukládá, tedy v tomto ohledu nelze říci, že by hlavní akcionář tuto povinnost měl a musel tak činit. Na odlišnost data zpracování posudku a vzniku práva na přiměřené protiplnění poukazuje i judikatura: „*Zatímco tedy nelze než přijmout závěr, podle něhož znalec zhodnotí přiměřenost protiplnění k okamžiku, kdy posudek zpracovává, neboť jiné řešení není fakticky možné, domníváme se, že soud v případném řízení o přezkumu přiměřenosti výše protiplnění podle § 183k ObchZ musí vycházet ze stavu, jaký panoval v době přechodu vlastnického práva k účastnickým cenným papírům.*“ (viz usnesení Vrchního soudu v Praze ze dne 8. 11. 2022, č. j. 7 Cmo 60/2022-1165).

K výroku III. rozsudku

167. Co se týče výroku III. tohoto rozsudku pak ten vychází ze znění § 390 odst. 3 z. o. k. účinného ke dni vyhlášení tohoto rozsudku, kdy soud musí určit výši přiměřeného protiplnění ke každému druhu akcie. V tomto případě se jednalo toliko o jeden druh akcie, a to o jmenovité hodnotě 46 Kč/akcii, kdy však soud nevěděl, kolik vytěsněných akcionářů s těmito akciemi zde je, a proto určil, že žalobkyně je povinna složit do úschovy částku 58,97 Kč/akcii vůči „všem dosavadním vlastníkům účastnických cenných papírů Společnosti – akcií o jmenovité hodnotě 46,00 Kč, vydaných jako zaknihovaný cenný papír, ISIN: CZ0008041274“, čímž bylo myšleno složení částky přiměřeného protiplnění ve výši **součinu počtu všech akcií** UniCredit s jmenovitou hodnotou 46 Kč **od všech vytěsněných akcionářů vyjma žalobkyně a hodnoty 58,97 Kč/akcii**. K tomu náleží úrok, úroky z prodlení a náklady na složení do úschovy. Co se týče výše úroků a úroků z prodlení a období, za které mají být placeny, pak soud odkazuje na argumentaci, která je v tomto směru uvedena výše (k výroku II. rozsudku).

K výroku IV. rozsudku (náhrada nákladů řízení mezi účastníky řízení)

168. O náhradě nákladů řízení mezi žalobkyní a žalovanou soud rozhodoval podle ust. § 142 odst. 1 o. s. ř., neboť žalobkyně byla v řízení plně úspěšná – pokud je shledáno, že poskytnuté protiplnění nebylo přiměřené, pak má žalobkyně plný úspěch ve věci jak uvádí judikatura: „*Jelikož navrhovatelé v řízení podle § 183k obch. zák. nejsou povinni v návrhu na zahájení řízení specifikovat svou představu o výši přiměřeného protiplnění na jednu akcii, a učiní-li tak, soud není v tomto rozsahu jejich návrhem vázán, je třeba navrhovatele považovat za úspěšné vždy, kdy soud jejich návrhu vyhoví, a to bez ohledu na to, jak vysoké přiměřené protiplnění navrhovatelé požadovali. Jinak řečeno, navrhovatelé budou pro účely rozhodování o nákladech řízení úspěšní i tehdy, přizná-li jim soud nižší protiplnění, než jaké v návrhu požadovali.*“ (viz rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR sp. zn. 27 Cdo 1966/2018, ze dne 28. 8. 2019). S ohledem na to, že soud byl v tomto řízení (dle obsahu spisu) od počátku toho názoru, že plnění není potřeba ze strany žalobců přesně vyčíslit (v žalobě je uvedeno v rámci petitu, aby soud určil výši přiměřeného protiplnění a přiznal částku rovnající se součinu nezaplacené části přiměřeného protiplnění a počtu akcií u každého žalobce – toto z pohledu soudu nebylo nikdy upřesněno na určitou částku k zaplacení), pak je nutné tuto judikaturu vztáhnout i na toto řízení.

Shodu s prvopisem potvrzuje M. J.

169. Žalobkyni vznikly **do 25. 1. 2024** (tedy do vyhlášení rozhodnutí ve věci samé – usnesení č.j. 71 Cm 74/2016-349) **následující** náklady za právní zastoupení dle vyhlášky č. 177/1996 Sb., advokátní tarif (dále pouze „AT“), a to za 10 úkonů právní služby (§ 11 AT):

- převzetí a příprava zastoupení,
- odvolání do zastavení řízení ze dne 24. 7. 2015,
- podání ze dne 26. 9. 2017, „
- podání ze dne 2. 3. 2020,
- účast na jednáních ve dnech 5. 3. 2020, 6. 5. 2021, 16. 9. 2021 a 2. 12. 2021,
- vyjádření k názoru účastnic ze dne 13. 9. 2021,
- závěrečný návrh ze dne 22. 11. 2021,

kdy hodnota jednoho úkonu v rámci sporu byla určena dle § 9 odst. 4 písm. c) AT v návaznosti na § 7 AT ve výši 3 100 Kč za jeden úkon právní služby (v době provedení úkonů ještě nebyla známa výše požadovaného plnění, kdy přesná výše v podstatě není známá ani nyní – v závěrečném návrhu je toliko odkazováno na to, aby soud postupoval dle závěrů v posudku APELEN Valuation, nicméně přiznání přesné výše protiplnění zde nebylo požadováno), dále 10 režijních paušálů po 300 Kč dle § 13 odst. 4 AT, to vše navýšeno o 21% DPH dle § 137 odst. 3 o. s. ř. 7 140 Kč a náklad za zaplacený soudní poplatek za návrh 1 000 Kč a za odvolání ve výši 2 000 Kč (*viz čl. 183 spisu*), **celkem 44 140 Kč k rukám právního zástupce žalobkyně** (§ 149 odst. 1 o. s. ř.).

170. **Od 25. 1. 2024** (tedy od vyhlášení druhého rozhodnutí ve věci samé soudem I. stupně, a to usnesení č.j. 71 Cm 74/2016-349, **vznikly** žalobkyni následující náklady za právní zastoupení dle AT za tyto konkrétní úkony právní služby:

- Podání odvolání ze dne 8. 4. 2024 (*viz čl. 307a a násl. spisu*) – zde náleží náhrada za 1 úkon ve výši 3 100 Kč,
- Účast na jednání dne 14. 11. 2025 (*viz čl. 397 a násl. spisu*) – jednání trvalo přes 4 hodiny, tedy zde náleží náhrada nákladů řízení za 3 úkony, kdy za jeden úkon zde je přiznáno 5 620 Kč (neboť od 1. 1. 2025 došlo ke zvýšení tarifní hodnoty daného úkonu), tedy za 3 úkony toto činí 16 860 Kč.

za 4 výše uvedené úkony tak soud přiznal 19 960 Kč (3 100 Kč + 16 860 Kč). Dále soud přiznal 4 režijní paušály – jeden za 300 Kč a 3 za 450 Kč (kvůli zvýšení od 1. 1. 2025) – v celkové hodnotě **1 650 Kč**. Částku za úkony spolu s paušály ve výši 21 610 Kč soud navýšil o DPH 21 % **na částku 26 148,10 Kč**. K částce 26 148,10 Kč pak soud připočítal doplatek soudního poplatku ve výši **41 212 Kč** za odvolání (*viz čl. 372, 375 spisu*), kdy mu následně vyšla částka **67 360,10 Kč**.

171. Celkem tak soud v rámci náhrady nákladů řízení do 25. 1. 2024 přiznal žalobkyni částku 44 140 Kč a od 25. 1. 2024 částku 67 360,10 Kč, k čemuž je potřeba připočítat zaplacenou zálohu na provedení důkazu – znaleckého posudku – ve výši 75 000 Kč (*viz čl. 240 a 242 spisu*), **dohromady 186 500,10 Kč**, jak je uvedeno ve výroku IV. tohoto rozsudku.

K výroku V. rozsudku (náhrada nákladů řízení státu)

172. O náhradě nákladů řízení státu soud rozhodl dle § 148 odst. 1 o. s. ř., kdy má stát podle výsledku řízení proti účastníkům právo na náhradu nákladů řízení, které platil, pokud u nich nejsou předpoklady pro osvobození od soudních poplatků. V tomto konkrétním případě má stát nárok na náhradu nákladů, které zaplatil za:

- zpracování znaleckého posudku od Česká znalecká č. 5 529-01-2019, za které soud přiznal znaleckému ústavu odměnu usnesením č. j. 71 Cm 74/20016-75 ze dne 3. 5. 2019 ve výši **179 806 Kč** (*vyplaceno na čl. 139 spisu*) a
- doplnění posudku č. 5 529-01-2019 (dodatek č. 1), za což přiznal soud znalci odměnu dle usnesení č. j. 71 Cm 74/2016-254 ze dne 3. 5. 2023 ve výši **108 900 Kč**.

173. Dané celkové znalečné ve výši 288 706 Kč (179 806 Kč + 108 900 Kč = 288 706 Kč) je nutné ponížít o výši zálohy na zpracování znaleckého posudku ve výši 75 000 Kč, kterou složila žalobkyně (*viz čl. 240 a 242 spisu*) **na částku 213 706 Kč**. Soud tak zavázal žalovanou, která byl v řízení zcela neúspěšná (viz výše), k zaplacení této částky ve výroku V. tohoto rozsudku.

Závěr

174. Soud tak má za to, že tímto rozhodnutím bylo dostatečně vyhověno výtkám, které ve svém rozhodnutí č. j. 14 Cmo 215/2024-389 vznesl v tomto řízení Vrchní soud v Praze (VSP), a to skrze to, že:

- a. Bylo dáno poučení dle § 119a o. s. ř. (poučení dle § 118b o. s. ř. nemohlo být dáno, protože ho lze dát toliko na prvním jednání ve věci samé, které již proběhlo) a byla dodržena správná forma rozhodnutí – rozsudek (viz odst. 18 odůvodnění rozhodnutí VSP),
- b. Byla dodržena provázanost výroku se záhlavím rozsudku (viz odst. 19 odůvodnění rozhodnutí VSP),
- c. Bylo rozhodnuto o nákladech státu (viz odst. 20 odůvodnění rozhodnutí VSP),
- d. Bylo dostatečně popsáno, jaký zde byl zjištěn skutkový stav a jaká právní úprava byla použita (viz odst. 24 odůvodnění rozhodnutí VSP),
- e. Soud se dostatečně vyjádřil k přírážce za velikost a nepřekročil míru, s jakou může hodnotit znalecké posudky (nesmí zasahovat do odborné stránky) (viz odst. 25 odůvodnění rozhodnutí VSP, kdy nedostatky v odůvodnění týkající se přírážky za velikost byly vytýkány soudu I. stupně i v rozhodnutí VSP č. j. 14 Cmo 26/2021-212),
- f. Soud zaujal stanovisko k tomu, zda se v případě posudku od APELEN Valuation jedná skutečně o znalecký posudek či zda se jedná toliko o polemiku (viz odst. 26 odůvodnění rozhodnutí VSP),
- g. Soud se vypořádal s argumentací účastníků ohledně bezrizikové úrokové míry (viz odst. 27 odůvodnění rozhodnutí VSP),
- h. Soud zohlednil rozhodnutí Vrchního soudu v Praze ze dne 12. 11. 2024, sp. zn. 14 Cmo 81/2024 (viz odst. 28 odůvodnění rozhodnutí VSP).

175. Soud konstatuje, že v daném případě nebylo potřeba provádět další významnější dokazování, neboť předchozí rozhodnutí soudu I. stupně bylo zrušeno hlavně kvůli nedostatečnému odůvodnění. Soud pak konstatoval, že strany měl již dostatek času se v řízení vyjádřit, a to v podstatě ke všemu, co jimi bylo sporováno, proto soud neposkytoval další lhůty pro vyjádření a po provedení menšího množství důkazů (které se mělo vztahovat zejména k tomu, zda je UniCredit velkou bankou či nikoliv) ve věci opětovně rozhodl.

Poučení:

Proti tomuto rozsudku lze podat odvolání do 15 dnů ode dne doručení jeho písemného vyhotovení k Vrchnímu soudu v Praze prostřednictvím soudu zdejšího.

Nebudou-li povinnosti stanovené tímto rozsudkem splněny dobrovolně, lze se jejich splnění domáhat podáním návrhu na soudní výkon rozhodnutí nebo nařízení exekuce.

Praha 14. listopadu 2025

Mgr. Ing. Tomáš Černý
samosoudce