



ČESKÁ REPUBLIKA  
**ROZSUDEK**  
**JMÉNEM REPUBLIKY**  
(anonymizovaný opis)

Vrchní soud v Praze jako soud odvolací rozhodl v senátu složeném z předsedkyně JUDr. Lenky Grollové a soudkyň JUDr. Vladislavy Riegrové, Ph.D. a Mgr. Kateřiny Horákové ve věci

žalobců: a) [jméno] [příjmení], narozený dne [datum]

bytem [adresa], [PSČ] [obec a číslo]

b) [jméno] [příjmení], narozený dne [datum]

bytem [adresa]

oba zastoupení advokátem JUDr. [jméno] [příjmení]

sídlem Korunní 810/104, 101 00 Praha

proti

žalovaným: 1) DRENCAN LIMITED, reg. číslo 10322979

sídlem CP HOUSE [příjmení] [příjmení]

WD 25 8 JJ WATFORD, [příjmení] [jméno]

zastoupený advokátem JUDr. [jméno] [příjmení], Ph.D.

sídlem Jungmannova 745/24, 110 00 Praha 1

2) Léčebné lázně Mariánské Lázně a.s., IČO 45359113

sídlem Masarykova 22/5, 353 01 Mariánské Lázně

zastoupená advokátkou Mgr. Ing. [jméno] [příjmení]

sídlem Jungmannova 745/24, 110 00 Praha 1

o přezkoumání přiměřenosti protiplnění, o odvolání žalobců do rozsudku Krajského soudu v Plzni ze dne 26. 4. 2021, č. j. 41 Cm 6/2019-997, ve spojení s usnesením Krajského soudu v Plzni ze dne 1. 2. 2022, č. j. 41 Cm 6/2019-1052,

**takto:**

- I. Rozsudek Krajského soudu v Plzni ze dne 26. 4. 2021, č. j. 41 Cm 6/2019-997, ve spojení s usnesením Krajského soudu v Plzni ze dne 1. 2. 2022, č. j. 41 Cm 6/2019-1052, se potvrzuje.
- II. Žalovaný 1) je povinen zaplatit žalobci a) na náhradu nákladů odvolacího řízení 22 990 Kč, která mu bude vyplacena z prostředků složených žalovaným 1) do soudní úschovy.
- III. Žalovaný 1) je povinen zaplatit žalobci b) na náhradu nákladů odvolacího řízení 11 761,20 Kč, která mu bude vyplacena z prostředků složených žalovaným 1) do soudní úschovy.
- IV. Ve vztahu mezi žalobci a žalovanou 2) nemá žádný z nich právo na náhradu nákladů řízení před soudy obou stupňů.

**Odůvodnění:**

1. Žalobci se žalobou doručenou soudu dne 16. 1. 2019 domáhají vydání rozhodnutí, jímž by soud stanovil žalovanému 1) povinnost uhradit jim dorovnění, které se rovná rozdílu mezi přiměřeným vypořádáním ve výši stanovené soudem za 3 382 ks akcií žalobce a) a za 502 ks akcií žalobce b) vydaných žalovanou 2) a částkou, která jim byla dosud žalovaným 1) vyplacena v souvislosti s nuceným přechodem akcií všech ostatních akcionářů žalované 2) na žalovaného 1) jakožto hlavního akcionáře. Uvedli, že nucený přechod akcií žalovaný 1) prosadil na valné hromadě žalované 2) konané dne 15. 5. 2018. Žalobci jsou přesvědčeni, že poskytnuté protiplnění ve výši 4 088 Kč za každou přecházející akcií není přiměřené, a že správná výše protiplnění je vyšší.

2. O žalobě rozhodl Krajský soud v Plzni jako soud prvního stupně rozsudkem ze dne 26. 4. 2021, č. j. 41 Cm 6/2019-997 tak, že uložil žalovanému 1) zaplatit žalobci a) dorovnění ve výši 791 388 Kč s 9 % úrokem z prodlení od 17. 7. 2018 do zaplacení, které mu bude vyplaceno z prostředků složených žalovaným 1) do soudní úschovy (výrok I.). Dále rozhodl, že žalovaný 1) je povinen zaplatit žalobci a) plnou náhradu nákladů řízení ve výši 290 338 Kč, která mu bude vyplacena z prostředků složených žalovaným 1) do soudní úschovy (výrok II.). Soud prvního stupně uložil žalovanému 1) povinnost zaplatit žalobci b) dorovnění ve výši 114 164 Kč s 9 % úrokem z prodlení od 17. 7. 2018 do zaplacení, které mu bude vyplaceno z prostředků složených žalovaným 1) do soudní úschovy (výrok III.). Dále byla uložena žalovanému 1) povinnost zaplatit žalobci b) plnou náhradu nákladů řízení ve výši 161 594 Kč, která mu bude vyplacena z prostředků složených žalovaným 1) do soudní úschovy (výrok IV.). Žalovanému 1) bylo uloženo složit do soudní úschovy částku ve výši 4 047 782 Kč představující dorovnění pro všechny dosavadní vlastníky účastnických cenných papírů a částku rovnající se součtu nákladů řízení, k jejichž náhradě byl ve výroku II. a IV. tohoto rozsudku zavázán, s 3,67 % úrokem z částky 3 595 850 Kč od 17. 7. 2018 do zaplacení, s 9 % úrokem z prodlení z částky 791 388 Kč přiznaným žalobci a) ve výroku I. tohoto rozsudku od 17. 7. 2018 do zaplacení a s 9 % úrokem z prodlení z částky 114 164 Kč přiznaným žalobci b) od 17. 7. 2018 do zaplacení, a to do 1 měsíce od právní moci tohoto rozsudku (výrok V.). Dále soud rozhodl, že předmětem samostatného rozhodnutí bude stanovení povinnosti žalovanému 1) nahradit náklady řízení státu (výrok VI.).

3. Soud prvního stupně vyšel z tohoto skutkového stavu:

Žalobci byli akcionáři žalované 2) (dále též i, společnost“). Žalobce a) vlastnil 3 382 ks akcií a žalobce b) 502 ks akcií této společnosti. Žalovaný 1) byl hlavním akcionářem žalované 2) vlastníci

407 375 ks akcií na jméno v zaknihované podobě z celkového počtu 422 756 ks akcií, každá o jmenovité hodnotě 1 000 Kč. Na valné hromadě společnosti konané dne 15. 5. 2018 byl schválen přechod vlastnického práva ke všem akciím vydanými společností vlastněných akcionáři společnosti odlišnými od hlavního akcionáře („minoritní akcionáři“) na hlavního akcionáře s tím, že hlavní akcionář poskytne minoritním akcionářům za akcie společnosti peněžitě protiplnění ve výši 4 088 Kč za každou 1 akcií, tedy za kmenovou zaknihovanou akcií na jméno o jmenovité hodnotě 1 000 Kč. K osvědčení obsahu rozhodnutí valné hromady žalované 2) došlo formou notářského zápisu sepsaného dne 17. 5. 2018. K přechodu vlastnického práva ke všem akciím vydaným žalovanou 2) na žalovaného 1) došlo dne 17. 6. 2018. Přiměřenost navržené výše protiplnění, která byla projednána předmětnou valnou hromadou, byla doložena znaleckým posudkem č. 521-19/ 2018 ze dne 29. 3. 2018 zpracovaným obchodní společností NSG Morison znalecký ústav s.r.o. (dále též jen, „NSG Morison“), v němž znalecká společnost dospěla k následujícímu závěru: „Výši protiplnění stanovenou tímto znaleckým posudkem, tj. protiplnění ve výši 4 088 Kč za 1 akcií na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 1 000 Kč, považujeme dle § 375 a násl. ZOK v platném znění pro účely vypořádání menšinových akcionářů společnosti LLML (2. žalovaná) při nuceném přechodu jejích účastnických cenných papírů za přiměřenou hodnotě účastnických cenných papírů k datu 31. 12. 2017 a odpovídající provedeným oceňovacím analýzám a závěrům znaleckého posudku“. Tento znalecký posudek tvořil přílohu výše uvedeného notářského zápisu. Dle závěrů znaleckého posudku znaleckého ústavu APELEN Valuation a.s. (dále též jen, „APELEN“), který si nechali zpracovat žalobci, není částka 4 088 Kč za 1 kmenovou akcií na jméno v zaknihované podobě o jmenovité hodnotě 1 000 Kč společnosti ve smyslu § 375 a násl. ZOK přiměřeným protiplněním. Byl proveden přepočet hodnoty akcie pro účel přiměřeného protiplnění s tím, že zásadní rozdíl názorů oproti posudku NSG Morison se týká zejména výše nákladů vlastního kapitálu, konkrétně bezrizikové úrokové sazby a rizikové prémie trhu i země. Po korekci vychází při respektování metody diskontovaných peněžních toků na 1 akcií žalované 2) o jmenovité hodnotě 1 000 Kč přiměřené protiplnění na bázi spravedlivé hodnoty na částku 6 003 Kč APELEN pro ocenění mateřské společnosti (žalované 2) za principiálně výchozí považoval finanční plán použitý ve znaleckém posudku NSG Morison, který byl použit ke dni zpracování znaleckého posudku pro účel tzv. procesu squeeze-out. Znalecký ústav plán považuje za konzistentní, byl respektován hlavním akcionářem i společností, není vhodné tento plán jakkoliv měnit. Hodnota cizího úročeného kapitálu je respektována konzistentně s posudkem NSG Morison, stejně tak jako náklady na cizí úročený kapitál. Rovněž znalecký ústav souhlasí s kvantifikací hodnot neprovozních aktiv provedenou v posudku NSG Morison, pokud jde o neprovozní nemovitý majetek. Znalecký posudek NSG Morison ocenil společnost, resp. akcie pro účely přiměřeného protiplnění, ke dni 31. 12. 2017, datum přechodu akcií na hlavního akcionáře pak ale preferuje pro výpočet výše protiplnění současná soudní praxe u revizních posudků. Je třeba vzít v potaz, že znalec zpracovávající posudek pro účel přiměřeného protiplnění nemohl mít k dispozici údaje ke dni přechodu akcií. Stejně tak ani hlavní akcionář a minoritní akcionáři neměli pozdější informace po dni konání valné hromady rozhodující o vytěsnění. Za optimální způsob APELEN považuje respektování výchozích informací a výchozích finančních plánů na základě posledních výkazů, které měl NSG Morison k dispozici, nicméně finanční toky je třeba diskontovat k pozdějšímu datu. NSG Morison pochybil, pokud diskontoval peněžní toky zpětně ke dni 31. 12. 2017, diskontovány měly být co nejbližší k odhadovanému dni přechodu akcií návazně na zákonné lhůty, což ale samozřejmě nelze přesně odhadnout, anebo alespoň ke dni zpracování posudku. Relevantním je diskontování peněžních toků ke dni konání valné hromady rozhodující o vytěsnění, tedy ke dni 15. 5. 2018. Úkolem znalecké společnosti E & Y Valuations s.r.o. (dále též jen, „E & Y“) k požadavku žalované 2) bylo revidovat diskontní míru stanovenou ve znaleckém posudku vypracovaném APELEN, stanovit vyšší diskontní míry vhodné pro ocenění žalované 2) a společnosti S liečebné kúpele Piešťany, a.s., provést přepočet hodnoty 1 akcie žalované 2) za použití diskontní míry stanovené znalcem a vyjádřit se k celkové vyšší diskontní míry stanovené ve znaleckém posudku

vypracovaném NSG Morison. Dle závěrů E & Y je diskontní míra v posudku znaleckého ústavu APELEN stanovena v nesprávné výši. Znalecký ústav aplikoval v mnoha směrech nestandardní metodiku, dopustil se různých pochybení, případně některé části jeho posudku jsou neověřitelné. Výsledná diskontní míra je tak, „příliš nízká, což má za následek značné nadhodnocení výsledné hodnoty 1 akcie“. E & Y provedla vlastní nezávislý odhad výše diskontní míry, která podle ní činí 8,6 % pro žalovanou 2) a 8,2 % pro společnost S liečebné kúpele Piešťany, a.s. Dále na základě této diskontní míry ocenila žalovanou 2) a od její hodnoty pak odvodila hodnotu 1 akcie tak, že jako východisko použila peněžní toky, resp. finanční plán stanovený v posudku NSG Morison. Výsledná hodnota 1 akcie pro daný účel (určení přiměřenosti protiplnění) pak činí 3 924 Kč NSG Morison ke znaleckému posudku zpracovanému APELEN a k závěrům v tomto posudku uvedeným vyhotovil odborné vyjádření, z jehož závěrů vyplývá, že NSG Morison provedl ocenění žalované 2) pro účely squeeze-outu k datu ocenění (31. 12. 2017), k tomuto okamžiku byly také reflektovány dostupné informace. Dle předběžné účetní závěrky za rok 2018 je patrné, že skutečná výkonnost roku 2018 byla slabší oproti výhledu a předpokladům managementu na konci roku 2017. Posudek APELEN nemůže představovat relevantní a důkazní materiál z důvodů elementárních, kdy znalecký ústav neprovedl své vlastní šetření a pouze využil odlišný způsob stanovení diskontní míry ke stanovení hodnoty 1 akcie. Jednotlivé změny, které znalecký ústav v přístupu ke stanovení diskontní míry provedl, lze považovat vesměs za chybné, a to zejména ve vztahu k vymezenému účelu ocenění. Z provedených analýz je navíc zřejmé, že stanovení diskontní míry znaleckým ústavem postrádá racionalitu a hlubší smysl i ve vztahu k porovnání rizikovosti investice do společnosti a potencionální investice do americké obchodované společnosti pohybující se ve stejném odvětví. Z těchto důvodů se znalecký ústav NSG Morison se závěry předloženého znaleckého posudku neztotožňuje. V replice k vyjádření NSG Morison znalecký ústav APELEN mimo jiné uvedl, že se ztotožnil s některými zásadními parametry jako je strategická analýza, finanční analýza a finanční plán, není pravdou, že by jejich posudek nebyl úplný. Neseznali žádné rozpory, pokud jde o finanční analýzu a finanční plán a tento respektovali. Parametry diskontní míry, se kterými se neztotožnili, jsou nezávislé na výše uvedeném. Pro stanovení nákladů vlastního kapitálu znalecký ústav vycházel z dlouhodobých tuzemských dluhopisů, což je zcela běžnou praxí. Dle profesora [příjmení] je namístě vycházet z aktuální výnosnosti 10letých českých dluhopisů, případně i z českých dluhopisů s dlouhodobější splatností. Rovněž pokud jde o rizikovou prémii země, postup není neobvyklý, je doložen odbornou literaturou a jakkoliv existují jiné postupy stanovení RPZ, za zcela minoritní lze naopak jednoznačně doložit postup NSG Morison. Tento rozdílný postup je klíčový pro rozdíl v ocenění. Znalecký ústav zvolil konzervativní přístup k ocenění a rozdíl hodnot je dán víceméně pouze chybnou konstrukcí nákladů vlastního kapitálu v rozporu s běžnou a převažující oceňovací praxí. Nelze akceptovat ani argumentaci pozdějšími výsledky hospodaření, které zjevně nebyly očekávatelné ke dni ocenění. Takový postup není přijatelný, znalec musí vycházet z informací, které byly známy nebo očekávatelné ke dni ocenění. V rámci svých výpovědí zástupci APELEN, E & Y a NSG Morison setrvali na svých postupech a závěrech ve zpracovaných znaleckých posudcích. Dle závěrů revizního znaleckého posudku zpracovaného na pokyn soudu znaleckým ústavem RSM CZ a.s. (dále též jen, „zhotovitel či RSM“) posudek NSG Morison se vzhledem k použitému datu ocenění nezabýval skutečným hospodářským vývojem společnosti v roce 2018 ani možnou změnou očekávání oproti konci roku 2017 k 17. 6. 2018. Stanovené diskontní míry použité v rámci výnosové metody ocenění přibližně odpovídají hodnotám odhadnutým zhotovitelem. Chybně nebyl aplikován diskont za nelikviditu minoritního podílu ve společnosti S liečebné kúpele Piešťany, a.s. a v rámci ocenění společnosti nebylo uvažováno s nutnými finančními náklady (bankovní výlohy, pojistné). Posudek NSG Morison proto nestanovuje správnou výši přiměřeného protiplnění k 17. 6. 2018. Volba data ocenění na 31. 12. 2017 nevedla k podhodnocení výše stanoveného protiplnění a identifikované odchylky nevysvětlené možnými odlišnostmi ve znaleckých postupech jsou dílčího charakteru. Posudek APELEN spolu s na něj navázaným posudkem E & Y se nezabýval skutečným hospodářským vývojem společnosti v roce

2018 ani možnou změnou očekávání oproti konci roku 2017. Přitom ale de facto používá datum ocenění 15. 5. 2018. Za nejvíce problematické zhotovitel považuje následující parametry ocenění – nepoužití přírážky za velikost společnosti, s tím související nízká výše diskontní míry, přičemž nebyla vyhodnocena udržitelnost narůstajícího převisu rentability vložených zdrojů nad náklady kapitálu v situaci, kdy bez zdůvodnění byl oproti posudku NSG Morison použit Gordonův vzorec, a ne parametrický vzorec ve výpočtu pokračující hodnoty. Posudek APELEN je tak založen na předpokladu, že se žalované 2) podaří trvale zhodnocovat v narůstající míře zdroje společnosti více, než jsou požadavky investorů, přičemž se posudek APELEN nezabýval tím, zda je to při tlaku zdražování nákladových vstupů a zhoršujících se makroekonomických podmínek z pohledu exportu služeb (posilování kursu Kč) udržitelné. Posudek APELEN proto nestanovuje správnou výši přiměřeného protiplnění k 17. 6. 2018. V posudku E & Y není provedeno stanovení výše přiměřeného protiplnění při vytěsnění menšinových akcionářů žalované 2). Rozsah posudku E & Y je limitovaný. RSM přiměřené protiplnění za 1 akcii ke dni 17. 6. 2018 stanovil ve výši 4 322 Kč. Pro stanovení hodnoty akcie byl uplatněn stejný standard hodnoty a postupy jako v případě stanovení výše přiměřeného protiplnění. Hodnota 1 akcie byla stanovena ve výši 4 322 Kč. Uvedená částka je bez DPH.

4. Soud dále konstatoval, že dle žalobců v ocenění RSM a APELEN zcela zásadní rozdíl činí použití či nepoužití tzv. rizikové přírážky za menší velikost podniku. Velikostní přírážka není jednoznačně akceptována ekonomickou vědou, naopak významná část ekonomické vědy ji odmítá, resp. zpochybňuje, ze zcela zásadních ekonomických i statistických důvodů. Žalobci odkázali na četné odborné studie a publikace uvedené v jejich písemném vyjádření ze dne 2. 11. 2020, podle nichž empirická porovnání nepotvrdila vyšší výnosy menších společností a tím pádem ani existenci rizikové přírážky. Dále žalobci poukázali na judikaturu vyšších soudů, která se touto problematikou zabývala a dospěla k závěru o jejím nepoužití v řízeních o přezkoumání protiplnění (viz např. rozhodnutí Vrchního soudu v Praze sp. zn. 14 Cmo 260/2019, rozhodnutí Vrchního soudu v Olomouci sp. zn. 8 Cmo 127/2019). Žalobci rovněž poukázali na skutečnost, že dva ze čtyř znalců, kteří podali v této věci svůj odborný názor, přírážku nepoužili. Přírážku použil znalecký ústav E & Y, který však někdy oceňuje i bez této přírážky (viz jeho posudek č. 21/12424877/05 ze dne 22. 7. 2005 na ocenění společnosti Živnostenská banka a.s. a posudek č. 16/1108625/05 ze dne 4. 7. 2005 na ocenění společnosti W, cihlářský průmysl a.s.).

5. Oproti tomu žalovaní předložili rozhodnutí ČNB ze dne 23. 10. 2020 č. j. 2020 /130962 CNB/570 sp. zn. S-SP- 2020 /00068 CNB/572, kde se použití přírážky za velikost odůvodňuje. Dále žalovaní poukázali na názor Ing. [jméno] [příjmení], Ph.D., soudního znalce k jeho publikovanému článku, kde vyjadřuje svoji hypotézu týkající se aplikace přírážky za tržní kapitalizaci pro podniky České republiky, ke kterému uvádí, že pro tuto hypotézu se však nenašly dostatečné důkazy, které by umožňovaly její použití v praxi, doporučuje proto vycházet ze standardu pro oceňování podniků v České republice a z odborné literatury, např. publikace prof. [příjmení], která tuto problematiku obsáhle řeší (viz e-mail Ing. [jméno] [příjmení], Ph.D., ze dne 17. 12. 2020). Žalovaní taktéž uvedli příkladný výčet odborných publikací včetně zahraničních, poukázali zejména na články z poslední doby, které se věnují výslovně tématu přírážky za velikost i co se týká aplikace v rámci sporů o přezkoumání přiměřenosti protiplnění.

6. Znalecký ústav RSM po předložení námitek účastníků uvedl, že pro zpracování posudku byl v souladu s metodikou OCE vydanou ČNB použit standard fair value dle definice uvedené ve standardech IFRS. Princip spravedlivého přístupu ke všem akcionářům byl respektován tak, že 1 akcie žalované 2) byla oceněna na bázi alikvotního podílu. Nebyly použity diskonty respektující akcionářskou strukturu společnosti. V případě ocenění jmění společnosti pak byly respektovány všechny složky diskontní míry, které znalecký ústav považuje za relevantní. Co se týče problematiky tzv. přírážky za velikost společnosti uvažované v rámci diskontní míry, znalecký ústav dlouhodobě používá výstupy z literatury dříve zpracované skupinou Morningstar a nyní skupinou Duff & Phelps, která zpracování příslušných statistických řad převzala a

implementovala do jejího softwarového nástroje. Znalecký ústav tedy konzistentně používá statistické řady zpracovávané srovnatelnou metodikou. Obdobně pro stanovení tzv. rizikové přírážky kapitálového trhu používá znalecký ústav historické řady a odhady implicitních premií prezentované na stránkách [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com) opět s cílem použít konzistentní časové řady. Je možné poukázat na to, že např. v posudku NSG Morison byl použit stejný datový zdroj pro stanovení rizikové přírážky kapitálového trhu a výsledné hodnotové parametry byly odlišné. Rozdíly v odhadech jednotlivých složek diskontní míry existují i mezi poskytovateli zdrojových údajů. Cílem znaleckého ústavu je dlouhodobá konzistence v oblasti vstupů používaných pro zpracování znaleckých posudků. Přírážka za velikost společnosti je odvozena prostřednictvím porovnávání skutečné výnosnosti akciových portfolií s teoretickými odhady nákladů kapitálu zpracovanými na základě CAPM. Přírážku za velikost považuje znalecký ústav za podloženou empirickým zkoumáním, je si vědom toho, že se vedou diskuse ohledně příčin jejího vzniku. Za podstatné znalecký ústav považuje právě odvození rizikové přírážky za velikost z empirického zkoumání a zpracování příslušných časových řad renomovanými institucemi. Použití přírážky za velikost v rámci diskontní míry pro ocenění společnosti považuje znalecký ústav za dostatečně prokázané pomocí závěrů renomovaných subjektů vycházejících ze skutečného vývoje cen akcií. Charakteristiky mikrolokality Mariánské Lázně (včetně léčivých pramenů) jsou podstatné pro to, aby bylo možné podnikatelskou činnost společnosti provozovat, nicméně společnost čelí silné konkurenci obdobně zaměřených společností působících v Karlovarském či blízkých krajích. Důvod k dosažení zvýšené rentability vložených prostředků s ohledem na lokalitu tedy znalecký ústav nespatřuje. Pokud by přírážka za velikost nebyla použita, tak hodnota společnosti by vzrostla asi o desítky procent při použití stejného finančního plánu a stejné konstrukce pokračující hodnoty. Pokud by byl použit parametrický vzorec pro pokračující hodnotu, tak by ten dopad byl nižší. Znalecký ústav však použil klasický vzorec, takže by to mělo významný dopad jak na hodnotu společnosti, tak na hodnotu akcie. Žalovaná 2) má výrazně menší kapitalizaci, než je kapitalizace společností, které se pohybují v prestižním indexu standardem +500, které jsou obchodované na americkém trhu, a veškeré parametry diskontní míry, které se běžně přebírají z velkých amerických trhů, vycházejí z tohoto vysoce kvalitního indexu. Bylo vysledováno historickými statistikami, že výnosnost menších společností se liší od teoretické hodnoty stanovené modelem CAPM, takže z toho znalecký ústav dovozuje, že pro menší společnosti, a žalovaná 2) je z pohledu kapitálových trhů menší společností, je mikrospelečností, je namísto přírážky za velikost použít.

7. Na zjištěný skutkový stav aplikoval soud prvního stupně kromě ustanoveních uvedených níže § 390 odst. 1, 2, 3, 4 ZOK.

8. Poté soud na základě provedeného dokazování dospěl k závěru, že ke dni konání valné hromady žalované 2) dne 15. 5. 2018 o vytěsnění byli žalobci akcionáři společnosti. Žalobce a) držel 3 382 ks akcií a žalobce b) 502 ks akcií společnosti o jmenovité hodnotě 1 000 Kč. Vlastnické právo k akciím žalobců přešlo na žalovaného 1) jako hlavního akcionáře uplynutím 1 měsíce od zveřejnění zápisu usnesení valné hromady do obchodního rejstříku, tj. dne 17. 6. 2018 (§ 385 ZOK). Žalobci předložili akcie společnosti v zákonem stanovené lhůtě 30 dnů po přechodu vlastnického práva (§ 387 odst. 1 ZOK) a uplatnili právo na dorovnání u žalovaného 1) včas podle § 390 odst. 1 ZOK. Žalobou se žalobci domáhali přezkoumání přiměřenosti výše protiplnění, když přiměřenosti protiplnění se rozumí, že jeho výše bude odpovídat hodnotě účastnických cenných papírů a bude v tomto smyslu spravedlivou náhradou za investici, které jsou menšinoví vlastníci účastnických cenných papírů zbavováni. S účinností od 1. 1. 2014 jsou spory mezi společníky obchodních korporací, vyplývající-li z účasti na obchodní korporaci, a tedy i spory o dorovnání, projednávány v režimu sporného řízení (§ 9 odst. 2 písm. e) o. s. ř.), účastníky řízení o dorovnání jsou tudíž dosavadní vlastníci účastnických cenných papírů jako žalobci a hlavní akcionář jako žalovaný. Žalobci mezi účastníky řízení zahrnuli i žalovanou 2), což není výslovně v rozporu s rozhodnutím Nejvyššího soudu sp. zn. 29 Cdo 2551/2016, dle kterého se

akciová společnost řízení o dorovnání zpravidla účastnit nebude. Žaloba podle § 390 odst. 3 ZOK je žalobou na plnění, již se oprávněná osoba (dosavadní vlastník) domáhá zaplacení dorovnání, nicméně podle § 376 a § 390 ZOK soud při rozhodování o žalobě není vázán tím, jak žalobce v tzv. petitu žaloby zformuloval svou představu o výši dorovnání. Základem přiznaného práva ve smyslu § 390 odst. 3 věty první ZOK je nutno rozumět závěr o tom, kolik činí přiměřené protiplnění a jaká je výše dorovnání připadající na jeden účastnický cenný papír. Žalobci, kterým svědčí věcná aktivní legitimace, podali žalobu v zákonem stanovené prekluzivní lhůtě. V procesu vytěsnění je určení přiměřeného protiplnění rozhodujícím momentem. V situaci, kdy jsou minoritní akcionáři zbavováni svého podílu ve společnosti, se jejich účast fakticky zužuje na pouhou investici, neboť jejich vliv na chod společnosti je mizivý. Nadále tak zůstává zachována pouze majetková složka jejich účasti, již lze nahradit, resp. nuceně vyměnit, za peníze, a proto musí být garantováno, že poskytovaná peněžitá náhrada bude odpovídat hodnotě této investice (viz právní názor prezentovaný v nálezu Ústavního soudu sp. zn. Pl. ÚS 56/2005). Zákon nestanovuje jednotlivá kritéria pro hodnocení přiměřenosti. V praxi se při určování přiměřeného protiplnění obvykle vychází z hodnoty závodu společnosti určené znalcem, přičemž výše protiplnění připadající na účastnický cenný papír se určí jako podíl na hodnotě závodu společnosti odpovídající podílu (jmenovité hodnoty) účastnického cenného papíru na základním kapitálu společnosti. Určení hodnoty podniku společnosti, jež je obvykle základem pro stanovení výše přiměřeného protiplnění za jednu akcií společnosti, je otázkou skutkovou, k jejímuž posouzení jsou nezbytné odborné znalosti. Součástí odborného posouzení znalce je přitom i zvolení jedné nebo více metod ocenění s ohledem na poměry dotčené společnosti. Určení, jaká metoda ocenění podniku je s ohledem na poměry společnosti vhodná, předpokládá odborné znalosti, jimiž disponuje znalec, ne soud. Paušálně není možné určit, která metoda je vhodná. Soud hodnotí přesvědčivost a logičnost argumentů znalce k odůvodnění volby určité metody. Soud nepřezkoumává věcnou správnost odborných závěrů znalce, posuzuje, zda jsou závěry logicky odůvodněny (viz právní názor Nejvyššího soudu prezentovaný v jeho rozhodnutí sp. zn. 29 Cdo 4568/2016). V daném případě předmětem přezkoumání přiměřenosti protiplnění byl znalecký posudek zpracovaný NSG Morison, na základě kterého byla stanovena výše protiplnění, jež poskytl hlavní akcionář (žalovaný 1)) vytěsňovaným vlastníkům účastnických cenných papírů, dále přezkoumání závěrů znaleckého ústavu APELEN a na něj navázaného revizního znaleckého posudku vypracovaného E & Y. Znaleckým úkolem byl soudem pověřen znalecký ústav RSM. Revizní znalecký posudek tohoto znaleckého ústavu splňuje předpoklady stanovené v ustanovení § 127a o. s. ř. a soud v rámci meritorního posouzení z tohoto posudku vycházel z následujících důvodů. Rozhodným datem pro stanovení výše přiměřeného protiplnění je den přechodu vlastnického práva na hlavního akcionáře, tj. 17. 6. 2018. Znalecký posudek NSG Morison byl vydán k 29. 3. 2018, přičemž datum ocenění v něm bylo stanoveno k 31. 12. 2017. Znalecký posudek tak nemohl zhodnotit skutečnosti známe k 17. 6. 2018, nezabýval se skutečným hospodářským vývojem společnosti v roce 2018 ani možnou změnou očekávání oproti konci roku 2017 k 17. 6. 2018. Dle názoru RSM stanovené diskontní míry použité v rámci výnosové metody ocenění přibližně odpovídají hodnotám jím odhadnutým, chybně nebyl aplikován diskont za nelikviditu minoritního podílu ve společnosti S liečebné kúpele Piešťany, a.s. V rámci ocenění žalované 2) nebylo uvažováno s nutnými finančními náklady společnosti. Posudek NSG Morison tak nestanovuje správnou výši přiměřeného protiplnění k 17. 6. 2018. Ani znalecký posudek APELEN nestanovil přiměřenou výši protiplnění ke správnému datu, v jeho textu je sice zmíněno, že peněžní toky jsou diskontovány k 15. 5. 2018, vůbec se však nezabýval hospodářským vývojem po konci roku 2017. Plán peněžních toků i stanovení ocenění neprovozní části jmění bylo plně převzato z posudku NSG Morison, nebyla respektována dostatečná dluhová kapacita pro optimalizaci kapitálové struktury při výpočtu diskontní míry, tím došlo k podhodnocení hodnoty akcie. Posudek APELEN se nezabýval skutečným hospodářským vývojem společnosti v roce 2018 ani možnou změnou očekávání oproti konci roku 2017. Znaleckým ústavem RSM bylo však zejména vytknuto nepoužití přírážky za velikost společnosti,

s čímž souvisí nízká výše diskontní míry, přičemž nebyla vyhodnocena udržitelnost narůstajícího převisu rentability vložených zdrojů nad náklady kapitálu v situaci, kdy bez zdůvodnění byl oproti posudku NSG Morison použit Gordonův vzorec, a ne parametrický vzorec ve výpočtu pokračující hodnoty. Znalecký ústav RSM přesvědčivým způsobem zdůvodnil použití přírážky za velikost s ohledem na empirická zkoumání, vycházející ze skutečného vývoje cen akcií a zejména s přihlédnutím k poměrům žalované 2). Zástupci znaleckého ústavu své postupy a závěry obhájili, vyčerpávajícím způsobem uvedli, z jakého důvodu jimi bylo uvedeným způsobem postupováno, jaké nedostatky byly v předložených znaleckých posudcích zjištěny a na základě těchto nedostatků poté byla dovozena neadekvátnost hodnoty akcie zjištěné těmito posudky a vysvětlena i skutečnost, proč se zmiňované znalecké posudky v otázce přiměřené výše protiplnění rozcházejí. Volba metody ocenění znaleckým ústavem RSM včetně použití přírážky za velikost vychází z poměrů posuzované společnosti, přičemž zdůvodnění volby, resp. způsobu ocenění, dle názoru soudu má svoji vnitřní logiku, je provedeno v dostačující míře, a proto soud vznesenou oponenturu žalobců s odkazem na judikaturu vyšších soudů, případně na odborné studie a články, nezohlednil. I při vědomí ustanovení § 13 o. z. je nutno vzít v potaz stávající skutkovou situaci reflektující poměry žalované 2), není možné plošně odmítnout aplikaci přírážky za velikost, neboť vždy je nutné zohlednit poměry posuzované společnosti. Soud se tím ztotožnil s argumentací žalovaných tak, jak je uvedena ve druhém odstavci odůvodnění tohoto rozsudku. S ohledem na veškeré výše uvedené skutečnosti soud dospěl k závěru, že přiměřené protiplnění za jednu akcii emitovanou žalovanou 2) ke dni 17. 6. 2018 je ve výši 4 322 Kč. Od této výše poté byl odvinut závěr ohledně stanovení povinnosti žalovanému 1) jako hlavního akcionáře zaplatit žalobci a) a žalobci b) rozdíl mezi takto stanoveným přiměřeným vypořádáním a částkou, která jim již na vypořádání byla vyplacena tak, jak je stanoveno ve výroku I. a III. tohoto rozsudku. V tomto směru soud byl vázán tzv. petitem žalobního návrhu, ve kterém žalobce b) požadoval doplatit rozdíl, a částku, která mu byla vyplacena, uvedl ve výši 2 055 480 Kč, ačkoliv dle výpočtu by se mělo jednat o částku 2 052 176 Kč ( $502 \times 4\,088 = 2\,052\,176$ ). Postupem podle § 1802 o. z. byl žalobcům k jejich žádosti přiznán i úrok z prodlení, jehož výše je v souladu s nařízením vlády č. 351/2013 Sb.

9. Nákladové výroky II. a IV. jsou odůvodněny ustanovením § 390 odst. 3 první věta ZOK (správně § 390 odst. 3 druhá věta ZOK – pozn. odvolacího soudu) a § 142 odst. 1 zákona č. 99/1963 Sb., občanský soudní řád (dále jen „o. s. ř.“). Výrok V. je odůvodněn ustanovením § 388 ZOK, § 390 odst. 4 ZOK a § 160 o. s. ř.

10. Usnesením ze dne 1. 2. 2022, č. j. 41 Cm 6/2019-1052, Krajský soud v Plzni rozhodl, že žalovaný 1) je povinen zaplatit státu náklady řízení ve výši 26 882,21 Kč do tří dnů od právní moci usnesení. Výrok je odůvodněn ustanovením § 148 odst. 1 o. s. ř. Usnesení nabylo právní moci dne 23. 2. 2022.

11. Proti rozsudku soudu prvního stupně podali odvolání oba žalobci. Konkrétně podali odvolání do výroků I. a III. s tím, že základ pro stanovení dorovnání nebyl zjištěn správně a byl podhodnocen. Namítli, že důvodem pro odvolání je nesprávné vyhodnocení důkazu, o který se rozhodnutí opírá. Tímto důkazem je znalecký posudek soudem ustanoveného znaleckého ústavu RSM. Hlavní námitka žalobců směřuje k tzv. velikostní přírážce. Velikostní přírážka byla použita RSM ve výši 3,67 %, což ovšem může mít dopad na výslednou hodnotu podniku v desítkách procent v neprospěch menšinových akcionářů. V doplnění odvolání ze dne 14. 7. 2021 žalobci své námitky shrnuli takto:

-) Velikostní přírážku nepoužil ani znalec žalovaných, který zpracoval posudek pro vytěsnění (posudek NSG Morison).

-) Ve velmi podobné věci ji neaplikoval ani Vrchní soud v Praze, a to v rozhodnutí spisová značka 14 Cmo 260/2019. Jednalo se přitom o podnik působící ve stejném odvětví a ve stejném regionu, přibližně stejně veliký.

-) Oceňování je kontextuální záležitostí, tzn. že každé ocenění je nutné posuzovat v kontextu dané společnosti, daného odvětví a dané země. Dále je nutné vycházet z toho, že tzv. velikostní přírážka, i když ji někteří znalci u nás používají, nepředstavuje žádné zlaté pravidlo pro oceňování podniku, ale jde o velmi kontroverzní záležitost. Velikostní efekt a na něm založená velikostní přírážka je jen jedním z konceptů oceňování podniku.

-) Ohledně velikostní přírážky se vedou v odborné i akademické obci stále neukončené diskuse.

12. Žalobci dále uvedli, že koncept vychází ze statistiky výnosů amerických firem od roku 1926 do současnosti a je založen na úvaze, že v dlouhodobé perspektivě mají akcie menší společnosti vyšší výnosy než akcie větší společnosti, za které jsou investoři ochotni zaplatit více než u velkých společností, ale současně jsou ochotni nést vyšší riziko. Proto je podle zastánců velikostní přírážky nutné do modelu nákladů vlastního kapitálu přidávat tuto velikostní přírážku, která riziko menších společností v různé míře zohledňuje. Aby toto tvrzení obhájili, musí zastánci velikostní přírážky používat i data z velmi dávné doby (podle ročenek Ibbotson již od roku 1926). Statistická data ovšem nejsou sama o sobě relevantními informacemi. Závisí na interpretaci těchto dat. Ze stejných statistických dat lze učinit i jiné závěry než jaké prezentuje znalecký ústav RSM. Dalším problémem velikostní přírážky je tzv. lednový efekt. Podle ročenky Ibbotson 2015 – str. 112 – měli lednové výnosy malých společností (v desátém decilu) v průměru za rok 1926 až 2014 hodnotu plus 8,53 % oproti největším společnostem v decilu. Průměrný výnos za zbývajících 11 měsíců ve sledovaném období 1926 až 2014 oproti největším společnostem v decilu 1 činil dohromady - 1,65 %. Dá se tedy říci, že výnosy akcií malých společností jsou vyšší pouze v lednu. Protože velikostní přírážka má podle jejich zastánců vyjadřovat úroveň rizika, znamená to, že by malé společnosti měly mít značné riziko v lednu, zatímco v ostatních obdobích nikoliv. Tato konstrukce postrádá logiku. Uznávaný prof. A. Damodaran z Univerzity of New York uvádí, že přírážka za malou společnost je volatilní a zmizela v prodlouženém období 80. let. Definice akcií s malou tržní kapitalizací se časem mění a historická přírážka za malou kapitalizaci je z velké části přiřaditelná jen těm nejmenším (mezi malými) akciím a používání úpravy o konstantní přírážku za akcie malých společností bere analytikům jakýkoliv podnět, aby blíže zkoumali produktové charakteristiky a provozní působení individuální společnosti s malou tržní kapitalizací. Profesor Damodaran je jednoznačným odpůrcem tohoto přístupu, přestože, jak sám uvádí, velká část praktiků v USA velikostní přírážku používá. C. Ang v odborné literatuře v USA upozornil na fakt, že mnoho studií podporujících velikostní efekt obsahuje data před rokem 1981, která mohou zkreslit výsledný efekt. Rovněž poukazuje na skutečnost, že po roce 1981 došlo k založení řady investičních fondů zaměřených na akcie malých společností a vzhledem k těmto strukturálním změnám je použití dat před rokem 1981 málo relevantní pro odpověď na otázku, zda velikostní efekt existuje v současnosti. Proto také ve své analýze používá data z období 1981 –2016. Po provedené analýze výnosů za období 1981 –2016 C. Ang dospěl k závěru, že akcie menších společností ve skutečnosti mají menší výkonnost než akcie velkých společností. Akcie malých společností měly o 12 % nižší výkonnost než akcie velkých společností, což vylučuje velikostní efekt i velikostní přírážku. Profesor [příjmení] dále upozorňuje na skutečnost, že velikostní efekt postrádá teoretický základ a že studie podporující velikostní efekt neunesly břemeno důkazu, které je nutné dle vědecké metody unést v případě, že je tvrzena nějaká anomálie. Touto anomálií je v našem případě velikostní efekt. Z novější české literatury žalobci upozornili na článek prof. [příjmení] [jméno] hodnotových bází, v němž prof. [příjmení] doporučuje ponechat otázku aplikace na úvaze soudu. V případě velikostní přírážky se jedná o velmi kontroverzní prvek oceňování, který by neměl být používán v případě vytěsnění menšinových akcionářů. Žalobci proto navrhl, aby soud zohlednil skutečnost, že velikostní přírážka není jednoznačně doložená a aby uložil znaleckému ústavu provést příslušnou úpravu nákladů vlastního kapitálu bez této přírážky.

13. Žalovaní se ve vyjádření k odvolání ztotožnili s rozhodnutím soudu prvního stupně, vyvraceli správnost použitých odvolacích námitek a navrhl, aby odvolací soud rozsudek soudu prvního

stupně jako věcně správný potvrdil a uložil žalobcům povinnost uhradit jim náhradu nákladů odvolacího řízení. Žalovaní uvedli, že použití přírážky za velikost jako jednoho z dílčích parametrů diskontní míry v rámci ocenění společnosti pro účely řízení o přezkoumání přiměřenosti protiplnění (tj. zjištění spravedlivé hodnoty, tzv. fair value) není vadou, jak tvrdí žalobci, naopak se jedná o správný postup, v souladu se standardní uznávanou metodikou, tj. o postup, který lze plně označit jako *lege artis*. Námitka žalobců, že přírážku za velikost nepoužil znalec NSG Morison, je účelová a vnitřně rozporná s další argumentací žalobců. Sami žalobci ve své námitce v odvolání uvádějí, že, „oceňování je kontextuální záležitostí“. S tímto tvrzením se žalovaní plně ztotožňují. Jestliže platí, jak sami žalobci tvrdí, že, „oceňování je kontextuální záležitostí“, pak z povahy věci nelze selektovat žalobci účelově vybrané pasáže posudku NSG Morison, resp. dílčí parametry diskontní míry, a argumentovat jimi ve prospěch použití či nepoužití určité hodnoty, resp. konkrétní složky výnosového ocenění. I diskontní míra je komplexní ukazatel, jehož jednotlivé parametry na sebe navazují a jsou vzájemně provázané. Tyto jednotlivé dílčí položky diskontní míry proto nelze vytrhávat z kontextu diskontní míry jako celku, který je sestaven pro konkrétní společnost a konkrétní účel ocenění. V této souvislosti je nutno odkázat na rozhodovací praxi Ústavního soudu i Nejvyššího soudu, a sice, že, „soud tedy není povinen rozhodnout, jaká metoda má být při stanovení hodnoty podniku použita, stejně jako posuzovat správnost jednotlivých metodologických rozhodnutí učiněných v rámci této metody. Akceptovatelný je takový způsob ocenění, který je založen na běžně používaných oceňovacích metodách a praktikách, i když třeba tyto nejsou jednoznačně přijímány ve vědecké diskuzi“. I tato judikatura podporuje tvrzení žalovaných, že je nutné posuzovat znalecké posudky jako celek a kontextuálně, nikoliv posuzovat toliko jednotlivá metodologická rozhodnutí v nich učiněná, včetně velikostní přírážky. Ohledně usnesení Vrchního soudu v Praze ve věci sp. zn. 14 Cmo 260/2019 ze dne 28. 5. 2020 žalovaní uvedli, že toto usnesení je postaveno na skutkovém základě, který žalobci nezmiňují. Přiměřená výše protiplnění byla v tomto případě odvozena od znaleckého posudku jediného znalce, který stanovil spravedlivou hodnotu variantně: v první variantě zohlednil, „znalosti vědy“ ke dni původního ocenění (tj. r. 2007), kdy se podle názoru tohoto znalce při stanovení spravedlivé hodnoty přírážka za velikost aplikovala. Ve druhé variantě, která zohledňovala, „znalosti vědy“ současné (tj. r. 2018), tento znalec již přírážku za velikost neaplikoval. Usnesení Vrchního soudu je postaveno na názoru jednoho jediného znalce, podle kterého se přírážka za velikost v dnešní době již nepoužívá. V usnesení Vrchního soudu nelze dohledat, že by byly provedeny a hodnoceny další důkazy, např. odborné analýzy, které by potvrdily názor, že v dnešní době není aplikace velikostní přírážky namístě. Výsledek daného řízení, resp. usnesení Vrchního soudu, kterého se žalobci dovolávají, je tak de facto postaveno na pouhé náhodě. Soud v daném případě pověřil oceněním znalecký ústav, který přírážku za velikost patrně přestal aplikovat. Tato věc ovšem mohla dopadnout úplně jinak, kdyby soud ze seznamu znalců vybral znalce jiného. Jak ostatně uvádějí sami žalobci, v našem případě dva znalci přírážku za velikost použili a dva nikoliv. Není pravdou, že by přírážka za velikost pro účely řízení o přezkoumání přiměřenosti protiplnění byla, „podle názoru dnešní vědy“ neaplikovatelná. Platí opak, většina renomovaných znalců, včetně tzv., „Velké čtyřky“, a dále i Česká národní banka (dále jen, ČNB) jako regulátor finančního trhu přírážku za velikost pro předmětný účel aprobuje. V rozhodnutí ze dne 19. 9. 2018, sp. zn. 29 Cdo 4803/2016, se Nejvyšší soud zabíral hodnocením znaleckých posudků vyhotovených za účelem přezkoumání výše vypořádání při zániku společnosti s přechodem jmění na hlavního akcionáře (tzv. nepravý squeeze – out). Nejvyšší soud uvedl, že je-li znalcem zvolené řešení v souladu s aktuálními a obecně uznávanými pravidly daného oboru, pak znalec postupoval při řešení dané (dílčí) otázky řádně, a to bez ohledu na to, zda (taktéž v souladu s aktuálními a obecně uznávanými pravidly daného oboru) lze úspěšně obhájit i řešení jiné (vedoucí k odlišnému výsledku). Ostatně velmi obdobně na hodnocení posudků nahlíží i Ústavní soud v části nálezu ze dne 27. 11. 2018, sp. zn. III. ÚS 647/15. Jinými slovy, není nutné, aby se všichni znalci a všichni vědci v oboru teorie podnikového hospodářství a oceňování podniku plně shodli na metodologii oceňování, resp., aby

všichni beze zbytku souhlasili s aplikací velikostní přírážky při oceňování společností výnosovou metodou. Proto není s podivem, že i k velikostní přírážce, která se však obecně dominantně používá při oceňování podniku, a to včetně oceňování společností, resp. účastnických cenných papírů pro účely stanovení spravedlivé hodnoty (fair value) coby základu pro stanovení přiměřené výše protiplnění, se vyjadřuje určitá žalobci zmiňovaná část odborné či akademické obce kriticky či že diskutují o jejím, „správném“ použití. Skutečnost, že o způsobu aplikace velikostní přírážky se vedou polemiky, není zarážející, když se odborné diskuse vedou prakticky o všech složkách diskontní míry. Tyto polemiky však nevedou k závěru, že by se jednotlivé parametry diskontní míry neměly vůbec použít z toho důvodu, že na způsobu jejich výpočtu nepanuje absolutní shoda. Jak již žalovaní uvedli, aplikaci přírážky za velikost v nedávné době aprobovala i ČNB, a to ve správním rozhodnutí ze dne 23. 10. 2020, č. j. 2020 /130962 CNB/570, sp. zn. S-sp- 2020 /00068 CNB/572, ve kterém rozhodovala v rámci své působnosti podle § 391 ZOK o souhlasu se zdůvodněním výše protiplnění za účastnické cenné papíry u společnosti, jejichž akcie jsou obchodovány na burze cenných papírů. Lze tedy uzavřít, že pro ČNB není přírážka za velikost nějakým rozporuplným či nepodloženým konceptem, který nemá místo pro ocenění pro účely stanovení spravedlivé hodnoty. Ústavní soud v nálezu ze dne 27. 3. 2008, sp. zn. Pl. ÚS 56/05, výslovně odkázal na právo státu Delaware. Pokud má být dle Ústavního soudu pro soudy České republiky inspirací právo státu Delaware, které je v poměrech korporátního práva celosvětově respektované a proslulé, žalovaní poukazují na skutečnost, že právo státu Delaware nejenže použití velikostní přírážky připouští, ale dokonce použití velikostní přírážky označuje za, „součást běžné znalecké praxe“ při stanovení spravedlivé hodnoty, resp., „fair value“. Jedná se o ustálenou rozhodovací praxi soudů státu Delaware včetně Nejvyššího soudu státu Delaware. Žalovaní dále citují rozhodnutí soudů státu Delaware a odbornou literaturu použití velikostní přírážky obhajující s tím, že jejím nepoužitím by došlo k nadměrnému zvýhodnění vlastníků účastnických cenných papírů oproti hlavnímu akcionáři a s tím, že tato přírážka není z vlastní povahy na rozdíl od diskontu za minoritu a likviditu spojena s postavením akcionářů ani s jinou okolností spjatou s procesem vytěsnění. Interpretace, že prémie za malou společnost je diskontem na úrovni akcionáře, je v rozporu s odbornou oceňovací literaturou, která premii za malou společnost popisuje jako vztahující se k celé společnosti, tedy 100 % podílu. Prémie za malou společnost tedy není diskontem (přírážkou) na úrovni akcionáře, ale na úrovni celého podniku. Žalovaní se dále obšírně zabývají opodstatněním aplikace přírážky za velikost z ekonomického pohledu. Uvádí zejména, že důvodem pro aplikaci přírážky za menší velikost podniku je proces odvození 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 uzance společnosti, jejíž tržní kapitalizace činí méně než 2 mld. USD). Ekonomickou podstatou přírážky za menší velikost podniku jsou empirická pozorování, že menší společnosti jsou z hlediska investorů rizikovější investicí než společnosti velké, tudíž při investici do menší společnosti požadují i vyšší výnos. Analogicky, menší společnosti mají vyšší náklady na financování z cizích zdrojů (např. úvěry, dluhopisy) než velké společnosti s tím nejlepším ratingem. [příjmení] tedy měly údaje z amerického kapitálového trhu vypovídající hodnotu pro, „českou realitu“, používají znalci pro ocenění českých společností, i když se v rámci českého trhu mohou jevit jako poměrně velké, přírážku za menší velikost podniku. Přírážka za menší velikost podniku a na ni postavené ocenění společnosti dopadá na všechny akcionáře stejnou měrou – při její aplikaci není vůbec relevantní, zda se oceňuje majoritní či minoritní akciový podíl, neboť zohledňuje objektivní skutečnost, kterou je velikost podniku. O tom, že přírážka za velikost představuje riziko vztahující se k celé společnosti, tedy k 100 % podílu, není v odborné literatuře sporu. Bylo by proto nesprávné dovozovat, že přírážka za velikost je z hlediska judikatury jakousi, „zapovězenou“ přírážkou, která nedůvodně postihuje menšinové akcionáře z toho titulu, že drží velmi malý či jiným způsobem znevýhodněný podíl na akciové společnosti. Přírážkám, „na úrovni akcionáře“, které z principu nelze použít při ocenění pro účely určení přiměřené výše protiplnění při squeeze – outu, se též věnuje nálezný Ústavního

soudu ze dne 27. 11. 2017, sp. zn. III. ÚS 647/15. Tento náleze Ústavního soudu řadí mezi přírážky na úrovni akcionáře tzv. diskont za minoritu a diskont za nízkou likviditu neboli omezenou obchodovatelnost. Nic z uvedeného však neplatí pro objektivní faktor, kterým je velikost oceňovaného podniku. Oceňují-li znalci podnik za účelem zjištění spravedlivé hodnoty akcií, je zcela na místě, aby zohlednili všechny okolnosti a kritéria, které jsou relevantní pro ocenění podniku jako celku. Tento přístup plně odpovídá i konceptu tzv. spravedlivé hodnoty (fair value), kterou soudy (i znalci) vnímají jako standard hodnoty při ocenění pro účely squeeze – outu. Lze opět poukázat na výklad Ústavního soudu, který ocenění na bázi spravedlivé hodnoty pojí s požadavkem, aby při ocenění nehrála žádnou roli skutečnost, že předmětem ocenění je de facto pouze menšinový podíl. Tato skutečnost má opět odraz v převažující praxi soudů a znalců – pro účely určení přiměřeného protiplnění se vychází z hodnoty celého podniku, z níž se pak přepočte alikvotní podíl připadající na jednu akcii. Již to samo o sobě garantuje menšinovým akcionářům, že při vytěsnění za své akcie zpravidla dostanou více, než kolik by získali prodejem svých akcií jinou cestou (na trhu) (viz též rozhodnutí Nejvyššího soudu sp. zn. 29 Cdo 4568/2016). Naopak protiplnění založené na ocenění, které by nezohlednilo všechny objektivní faktory, které ovlivňují jak hodnotu celého podniku (zde relativní velikost podniku), by spravedlivé hodnotě neodpovídalo, protože by nadměrně a nedůvodně zvýhodňovalo menšinové akcionáře na straně jedné, a naopak významně poškozovalo hlavního akcionáře na straně druhé. Pojem „spravedlivá hodnota“ je nutno chápat také tak, že se jedná o plnění, kdy ani jedna strana transakce nebude těžit z dané situace specifickou výhodou. Menšinový akcionáři tak mají spravedlivě získat za své akcie protiplnění, které odpovídá jejich podílu na akciové společnosti, jak si tato společnost objektivně stojí – s dosavadními výsledky a výhledy do budoucna – ke dni ocenění.

14. V doplňujícím vyjádření ze dne 20. 6. 2024 poukázali žalovaní především na nepravomocné rozhodnutí Městského soudu v Praze ze dne 13. 12. 2023, č. j. 31 Cm 165/2005-573, které velikostní přírážku též aprobovalo. Dále poukázali na usnesení Nejvyššího soudu ze dne 6. 5. 2021, sp. zn. 27 Cdo 2010/2020, dle kterého by se menšinovým akcionářům na úkor hlavního akcionáře nemělo dostat plnění, které nelze ekonomicky odůvodnit. Konečně též poukázali na další rozhodnutí ČNB z prosince roku 2021 v případě udělení souhlasu se zdůvodněním výše protiplnění za akcie kótované společnosti O Czech Republic a.s., kdy opět byla při ocenění použita velikostní přírážka. Nejen s ohledem na odbornou praxi, ale i v důsledku posledního vývoje v praxi soudní lze konstatovat, že není žádný důvod pro to, aby přírážka za velikost podniku byla nadále považována za „toxický“ prvek při ocenění podniku (závodu) pro účely přezkoumání přiměřenosti protiplnění v řízeních podle § 390 ZOK. Důvody, které žalobci uvádějí proti její aplikaci, nemají reálný základ a nemohou obstát.

15. Vrchní soud v Praze jako soud odvolací přezkoumal napadené meritorní výroky I. a III. i související výroky II., IV. až VI. (§ 212 písm. a) a c) o. s. ř.) a dospěl k závěru, že odvolání žalobců důvodné není.

16. Vzhledem k datu konání valné hromady, která rozhodla o přechodu všech ostatních účastnických cenných papírů na hlavního akcionáře (15. 5. 2018) aplikoval odvolací soud na posuzovanou věc ZOK ve znění účinném do 31. 12. 2020.

17. Podle § 375 ZOK akcionář je oprávněn požadovat, aby představenstvo svolalo valnou hromadu a předložilo 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“).

18. Podle § 376 ZOK (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.

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

20. Podle § 384 odst. 1 ZOK představenstvo 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.

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

22. Podle § 388 ZOK (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.

23. Podle § 389 ZOK (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.

24. Podle § 390 ZOK (1) Vlastníci účastnických cenných papírů se mohou od splatnosti protiplnění domáhat po hlavním akcionáři práva na dorovnání, není-li poskytnuté protiplnění přiměřené hodnotě účastnických cenných papírů ke dni přechodu vlastnického práva na hlavního akcionáře; toto právo zaniká, není-li žádným vlastníkem účastnických cenných papírů uplatněno u hlavního akcionáře do 3 měsíců ode dne zveřejnění zápisu usnesení valné hromady podle § 384 v obchodním rejstříku. (2) Hlavní akcionář oznámí bez zbytečného odkladu den uplatnění práva podle odstavce 1 způsobem stanoveným pro svolání valné hromady. Promlčecí doba běží ode dne, kdy hlavní akcionář splní oznamovací povinnost. (3) Soudní rozhodnutí, kterým bylo přiznáno právo na jinou výši protiplnění, je pro hlavního akcionáře závazné co do základu přiznaného práva i vůči ostatním vlastníkům účastnických cenných papírů. Vlastníci účastnických cenných papírů, kteří se dovolali práva na dorovnání, mají právo na náhradu v řízení účelně vynaložených výdajů; není-li povinen tuto náhradu poskytnout hlavní akcionář, poskytne se z prostředků uložených v úschově podle odstavce 4. (4) Hlavní akcionář ve lhůtě určené soudem splní dorovnání vůči všem vlastníkům účastnických cenných papírů do soudní úschovy a soud společně s rozhodnutím podle odstavce 2 věty první vyvěsí na své úřední desce také výzvu vlastníkům účastnických cenných papírů, aby se u něj o dorovnání přihlásili. Společnost současně toto rozhodnutí a výzvu na přihlášení se o dorovnání uveřejní způsobem stanoveným tímto zákonem a stanovami pro svolání valné hromady. Účelně vynaložené náklady spojené s plněním do soudní úschovy se hradí z prostředků složených v úschově. (5) Ustanovení občanského soudního řádu o připadnutí předmětu úschovy státu se nepoužije. Uplynula-li lhůta tří roků od

právní moci usnesení o přijetí do úschovy, rozhodne soud, že předmět úschovy se vrací hlavnímu akcionáři, jestliže se o něj nikdo nepřihlásí do 1 roku ode dne vyhlášení tohoto usnesení. Toto usnesení soud vyvěsí na úřední desce soudu. (6) Dohodne-li se hlavní akcionář na dorovnání s vlastníkem účastnického cenného papíru mimo soudní řízení, je tato dohoda pro hlavního akcionáře závazná co do základu uznaného práva i vůči ostatním vlastníkům účastnických cenných papírů a hlavní akcionář její uzavření oznámí ostatním vlastníkům účastnických cenných papírů způsobem stanoveným tímto zákonem a stanovami pro svolání valné hromady. Hlavní akcionář bez zbytečného odkladu po uzavření dohody podle věty první splní dorovnání vůči všem vlastníkům účastnických cenných papírů do soudní úschovy; odstavce 4 a 5 se použijí obdobně. (7) Pro vlastníky účastnických cenných papírů, kteří nebyli účastníky řízení podle odstavců 2 a 3, běží promlčecí lhůta pro uplatnění práva na dorovnání z prostředků podle odstavce 4 ode dne uveřejnění soudního rozhodnutí podle odstavce 4. Pro vlastníky účastnických cenných papírů, kteří nejsou stranami dohody podle odstavce 6, běží promlčecí lhůta pro uplatnění práva na dorovnání z prostředků podle odstavce 6 ode dne uveřejnění oznámení podle odstavce 4.

25. Podle § 1802 zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník (dále jen „o. z.“) mají-li být plněny úroky a není-li jejich výše ujednána, platí dlužník úroky ve výši stanovené právním předpisem. Nejsou-li úroky takto stanoveny, platí dlužník obvyklé úroky požadované za úvěry, které poskytují banky v místě bydliště nebo sídla dlužníka v době uzavření smlouvy.

26. Podle § 1970 o. z. po dlužníkovi, který je v prodlení se splácením peněžitého dluhu, může věřitel, který řádně splnil své smluvní a zákonné povinnosti, požadovat zaplacení úroku z prodlení, ledaže dlužník není za prodlení odpovědný. Výši úroku z prodlení stanoví vláda nařízením; neujedná-li strany výši úroku z prodlení, považuje se za ujednanou výše takto stanovená.

27. Z ustálené judikatury Nejvyššího soudu se podává:

„ 1) 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.

2) *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.*

3) *Má-li být protiplnění přiměřené (§ 183k obch. zák.) hodnotě účastnických cenných papírů, které nuceně přecházejí na hlavního akcionáře, nepřichází zásadně v úvahu, aby se výše protiplnění snižovala oproti hodnotě akcií zjištěné na základě znaleckého posudku a vycházející z hodnoty podniku společnosti proto, že by vytěsňování vlastníků účastnických cenných papírů nemohli takové ceny dosáhnout na trhu z důvodu nízké likvidity účastnických cenných papírů či proto, že jejich účastnické cenné papíry představují pouze menšinový podíl na společnosti (tj. v. diskont a likviditu či za minoritu).*

4) *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) ani přírůžka za nižší likviditu (omezenou obchodovatelností) akcií (nejdou-li v konkrétní věci naplněny důvody pro opačný závěr).*

5) *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. nálezy Ústavního soudu sp. zn. Pl. ÚS 56/05, bod 52 odůvodnění), tedy že nadále 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.*

*6) Jakkoliv se zpravidla (v případě společností, jejichž účastnické cenné papíry nebyly přijaty k obchodování na regulovaném trhu) vychází z hodnoty podniku společnosti stanovené znalcem, přičemž výše protiplnění připadající na účastnický cenný papír se určí jako podíl na hodnotě podniku společnosti, odpovídající podílu (jmenovité hodnoty) účastnického cenného papíru na základním kapitálu společnosti, soud musí přiblídnout i k dalším okolnostem. 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.*

*7) Skutečnost, že určení hodnoty podniku je otázkou skutkovou, k jejímuž posouzení jsou nezbytné odborné znalosti, a že součástí odborného posouzení znalce je i zvolení metod ocenění s ohledem na poměry dotčené společnosti, neznamená, že soud bez dalšího nekriticky přejímá závěry formulované znalcem. Znalecký posudek podléhá – jako každý jiný důkaz – hodnocení soudu, a to jak jednotlivě, tak v souvislosti s ostatními provedenými důkazy (§ 132 o. s. ř.). Soud přitom nepřezkoumává (nemůže přezkoumávat) věcnou správnost odborných závěrů znalce, nicméně posuzuje přesvědčivost posudku co do jeho úplnosti ve vztahu k 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 přiblídnuto 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.*

*8) 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 (vytěsňovanými) vlastníky účastnických cenných papírů.*

Srov. usnesení Nejvyššího soudu ze dne 26. 4. 2018, sp. zn. 29 Cdo 3024/2016, ze dne 29. 5. 2018, sp. zn. 29 Cdo 2025/2016, ze dne 18. 9. 2019, sp. zn. 27 Cdo 4585/2018, či ze dne 11. 3. 2020, sp. zn. 27 Cdo 1516/2019“ (viz usnesení Nejvyššího soudu ze dne 6. 5. 2021, sp. zn. 27 Cdo 2010/2020, veřejnosti dostupné na jeho webových stránkách).

28. V usnesení ze dne 6. 5. 2021, sp. zn. 27 Cdo 2010/2020, Nejvyšší soud dále dospěl k závěru, že, (11) Smyslem a účelem právní úpravy přiměřeného protiplnění je zajistit, že menšinovým akcionářům (vytěsněným vlastníkům účastnických cenných papírů) bude plně nahrazena hodnota jejich investice, nikoliv 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.“

29. Z posudku RSM ze dne 31. 8. 2020 odvolací soud zjistil, že ocenění akcií pro účely stanovení výše přiměřeného protiplnění při uplatnění práva nuceného přechodu účastnických cenných papírů na hlavního akcionáře bylo provedeno k datu 17. 6. 2018. Znalec v posudku uvedl (str. 62), že jako hlavní metodu ocenění (stanovení) hodnoty jmění společnosti Léč lázně Mariánské Lázně a.s., IČO 45359113 (dále též jen, „Společnost“ nebo, „LLML“), zvolil výnosovou metodu diskontovaných peněžních toků, která v daném případě umožňuje nejlépe kvantifikovat výši užitku, kterou tato společnost přináší prostřednictvím systematických budoucích peněžních přírůstků svým vlastníkům a věřitelům. Modely diskontovaných peněžních toků (DCF) patří v současnosti k modelům, které mají největší užití. Těchto modelů existuje větší množství

v různých variantách. Jejich společným znakem je, že hodnotu společnosti odvozují od budoucích výnosů, které se převádějí (z pohledu investora) na současnou hodnotu. Základem stanovení hodnoty Společnosti je budoucí peněžní tok, který bude společnost generovat. V případě Společnosti byla zvolena nejužívanější metoda tohoto typu – metoda DCF entity, která je založena na výpočtu volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele. Jakožto další metoda ocenění, podpůrná, byla zvolena majetková metoda založená na předpokladu prodeje aktiv vlastněných Společností (ideálně při udržení funkčnosti hotelů včetně potřebného personálu) spojená s distribucí inkasovaných prostředků akcionářům při ukončení provozní činnosti. Následně by mohla být Společnost likvidována. Cílem této metody je identifikovat, zda neexistuje významně výhodnější užití aktiv vlastněných Společností oproti jejímu dalšímu provozu. V případě daného majetku je nicméně aplikace dané metody negativně ovlivněna nízkou likviditou místního trhu ve spojení s lokální rozsáhlostí portfolia nemovitostí. V posudku znalec dále uvedl, že diskontní mírou se rozumí náklady kapitálu (str. 63). Na straně 69 posudku se znalec kromě jiného zabýval otázkou, zda diskontní míra pro ocenění Společnosti má obsahovat dodatečnou přírážku za tzv. velikost společnosti. Přírážka za velikost Společnosti vyjadřuje rozdíly ve výnosnosti požadované investory z investic do hospodářsky nejvýznamnějších subjektů ve srovnání se společnostmi výrazně menšími. Pro hodnocení velikosti oceňovaných společností, které čelí globální konkurenci bez jakýchkoliv ochranných bariér, typicky využíváme decily tržní kapitalizace odvozené z nejvýznamnějších světových akciových trhů. Pro dané účely jsou námi aplikovány údaje obsažené v publikaci 2017 Valuation Handbook – U.S. Guide to Cost of Capital. Rizikovou přírážku za velikost Společnosti jsme stanovili na úrovni podniků s tzv. mikro kapitalizací (skupina, „micro-cap“ s kapitalizací 0 až 568 mil. USD), protože Společnost svojí výslednou tržní kapitalizací přísluší do segmentu společností s nejmenší tržní kapitalizací. Přírážka za velikost společnosti dle uvedené publikace je stanovena ve výši 3,67 %. Na straně 50 posudku znalec uvedl, že dle databáze The Duff & Phelps Cost of Capital Navigator činí přírážka za velikost společnosti pro kategorii Mikro-Cap, kam Společnost spadá, 3,67 %. Nepoužití přírážky za velikost společnosti vede k nižší diskontní míře, a tedy k nadhodnocení hodnoty akcie. Na straně 74 posudku znalec uvedl výpočet hodnoty jmění a akcie metodou DCF (shrnutí) s tím, že hodnota jmění Společnosti stanovená na základě výnosové metody diskontovaných peněžních toků k datu ocenění činí 1 827 049 000 Kč. Při počtu emitovaných akcií 422 756 hodnota připadající na jednu akcii činí 4 322 Kč. Tato hodnota odpovídá hodnotě akcie stanovené v souladu se standardem hodnoty popsány v kapitole 2.1 při použití výnosové metody diskontovaných peněžních toků. Na straně 83 posudku znalec uvedl, že ocenění majetkovým přístupem spočívá ve stanovení tržní hodnoty majetku Společnosti, od které jsou odečteny závazky Společnosti a další dodatečné náklady. Znalec vycházel z průběžných účetních údajů společnosti LLML k 31. 5. 2018. Převážná hodnota majetku Společnosti je tvořena nemovitostmi, zejména hotely v Mariánských lázních. Na straně 92 posudku znalec stanovil hodnotu jmění Společnosti majetkovým přístupem na 1 867 067 000 Kč a hodnotu akcie stanovenou majetkovým přístupem stanovil znalec na 4 416 Kč. Pod bodem 7.7. označeným, „Stanovení hodnoty jedné akcie“ znalec uvedl, že při stanovení hodnoty jedné akcie pro účely soudního sporu o přezkoumání výše přiměřeného protiplnění při uplatnění práva nuceného přechodu účastnických cenných papírů na hlavního akcionáře k datu 17. 6. 2018 aplikuje opět standard hodnoty specifikovaných v kapitole 2.1. tohoto posudku – tedy i stejné oceňovací metody. Hodnota jedné akcie pak dosahuje výše 4 322 Kč.

30. Z rozhodnutí ČNB ze dne 22. 10. 2020, č. j. 2020 /130962 CNB/570, sp. zn. S-Sp- 2020 /00068 CNB/572 (dále pouze, „rozhodnutí ČNB 1“) odvolací soud zjistil, že ČNB rozhodnutí vydala jako orgán dohledu nad finančním trhem a orgán příslušný k rozhodnutí podle § 391 ZOK. ČNB udělila souhlas podle § 391 odst. 1 ZOK k přijetí rozhodnutí valné hromady společnosti PFNonwovens a.s., IČO 06711537, o přechodu všech ostatních účastnických cenných papírů na společnost PFNonwovens Holding s.r.o., IČO 04607341, jako hlavního akcionáře. V odůvodnění rozhodnutí na straně 5 a 6 ČNB kromě jiného uvedla: „jediným

problematickým parametrem se jevila tzv. přírážka za malou tržní kapitalizaci ve výši 3,2 %, která je součástí nákladů na vlastní kapitál a byla hlavní akcionářem odvozena z kapitálového trhu v USA. Česká národní banka totiž v minulosti (2013) nesouhlasila s její aplikací bez provedení úpravy zohledňující obecně nižší velikost (tržní kapitalizaci) společností v tuzemsku či ve středoevropském regionu oproti USA. Poukazovala přitom na dva články publikované v časopise *Odhadce a oceňování majetku* v letech 2008 a 2009, jež se pokoušeli o provedení takových úprav a stanovení odpovídajících upravených přírážek. Na tyto skutečnosti byl účastník řízení upozorněn dne 22. září 2020. Vyjádření účastníka řízení k problematice úpravy přírážky za malou tržní kapitalizaci obdržela Česká národní banka dne 25. září 2020 (v podrobnostech viz příloha E Zdůvodnění). Za klíčový z něj lze považovat poukaz na provázanost mezi způsobem odvození rizikové premie kapitálového trhu a přírážky za malou tržní kapitalizaci stejně jako skutečnost, že nyní se s odstupem více než 10 let ukazuje, že dotčené články podle všeho představují ojedinělé příspěvky, jež nevyvolaly hmatatelný ohlas v tuzemské oceňovací praxi ani odborné literatuře, kam se jejich závěry nepromítly. Je-li podle soudní judikatury akceptovatelný takový způsob ocenění, který je založen na běžně používaných oceňovacích metodách a praktikách, i když třeba tyto nejsou jednoznačně přijímány ve vědecké diskusi, pak se lze s ohledem na výše uvedené domnívat, že zmíněné články věnující se úpravě přírážky za malou tržní kapitalizaci takový status nezískaly, a aktuálně tak není rozumný důvod trvat na aplikaci jejich závěrů. Česká národní banka následně prodloužila dne 1. října 2020 lhůtu pro vydání rozhodnutí o 15 pracovních dnů do 22. října 2020 a současně požádala účastníka řízení o doplňující vyjádření, jak k použité přírážce za malou tržní kapitalizaci, tak i k některým dalším bodům Zdůvodnění. Odpovídající reakce byla doručena dne 12. října 2020 a lze ji hodnotit jako uspokojivou. Ohledně otázky, zda a do jaké míry může použitá přírážka za malou tržní kapitalizaci odrážet (v průměru) omezenou či sníženou likviditu, „malých společností“ v porovnání s likviditou společností, „velkých“ (měřeno obvykle tržní kapitalizací) Česká národní banka považuje za podstatné, že podle jí dostupného zdroje jednoznačná odpověď není známa. Nadto, i kdyby bylo možné přesvědčivě usuzovat, že přírážka za malou tržní kapitalizaci odráží sníženou likviditu, „malých společností“, zůstává nevyjasněnou otázkou, zda by se svojí povahou jednalo o (dle soudní judikatury) nepřipustnou přírážku na úrovni akcionáře, když přírážka za malou společnost je obvykle chápána jako přírážka na úrovni podniku jako celku a navíc ani soudy deklarovaná nepřipustnost přírážky na úrovni akcionáře není absolutní (s ohledem na konkrétní okolnosti případu může výjimečně existovat pro použití přírážky racionální důvod). S ohledem na výše uvedené nejasnosti založila Česká národní banka své rozhodnutí na tom, že přírážku za malou kapitalizaci (či obecně menší velikost) akceptuje odborná literatura z oblasti oceňování podniku, a to i od českých autorů – viz hlavním akcionářem zmiňovaná kniha vydaná kolektivem prof. [příjmení]. Mezi odbornou veřejností sice existují i oponenti, kteří používání přírážky za malou tržní kapitalizaci odmítají, jak např. upozorňuje ve své knize věnované právním aspektům oceňování podniku P. [příjmení], nicméně samotná skutečnost, že určitý oceňovaný postup je kontroverzní ještě neznamená, že je neakceptovatelný pro účely stanovení hodnoty podniku jako celku“. Česká národní banka poté uzavřela, že předložené zdůvodnění včetně jeho příloh A–F, jak bylo doručeno dne 22. října 2020, lze považovat podle § 391 odst. 2 zákona o obchodních korporacích za řádné.

31. Z rozhodnutí ČNB ze dne 1. 12. 2021, č. j. 2021 /121698 CNB/570, sp. zn. S-Sp- 2021 /00093 CNB/572 (dále jen, „rozhodnutí ČNB 2“) odvolací soud zjistil, že ČNB jako orgán dohledu nad finančním trhem v řízení o udělení předchozího souhlasu podle § 391 odst. 1 ZOK udělila podle tohoto zákonného ustanovení souhlas k přijetí rozhodnutí valné hromady společnosti O Czech Republic a.s., IČO 60193336, o přechodu všech ostatních účastnických cenných papírů na společnost PPF Telco B.V., se sídlem Amsterdam, xanon-595x, identifikační číslo 65167902, jako hlavního akcionáře. V odstavci 26 ČNB uvedla, že, „diskontní míra byla stanovena v jednotné výši (5,2 %) pro celé budoucí období, a to na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC), což je konzistentní se zvolenou metodou ocenění Společnosti (DCF Entity). Všechny vstupní parametry výpočtu diskontní míry byly odvozeny z tržních dat. Do

nákladů na vlastní kapitál zahrnul účastník řízení i tzv. přírážku za malou tržní kapitalizaci, jejíž použití rovněž zdůvodnil“. V odstavci 28 ČNB uzavřela, že předložené Zdůvodnění lze považovat podle § 391 odst. 2 zákona o obchodních korporacích, za řádné a navržené protiplnění 270 Kč za akcii lze hodnotit jako přiměřené.

32. Odvolací soud vyšel ze skutkových zjištění soudu prvního stupně, doplněné o zjištění učiněné v odvolacím řízení, a učinil následující závěry:

Odvolací soud se ztotožnil se závěry soudu prvního stupně o existenci aktivní legitimace žalobců, o včasné podání žaloby i o dalších skutečnostech rozhodných pro posouzení věci dle shora citované právní úpravy.

33. V odvolacím řízení zůstala mezi účastníky sporná otázka, zda revizní znalec RSM postupoval správně, když v posudku při ocenění společnosti výnosovým způsobem (konkrétně metodou DCF entity) zohlednil velikost společnosti a použil tzv. velikostní přírážku (přírážka za velikost podniku).

34. Odvolací soud především uvádí, že otázka přípustnosti použití velikostní přírážky nebyla dosud řešena v rozhodovací praxi vyšších soudů (Nejvyššího soudu a Ústavního soudu).

35. Odvolací soud v usnesení ze dne 31. 3. 2022, č. j. 7 Cmo 168/2017–413, uvedl, že, se ztotožňuje s tvrzením účastnic, že přírážka za velikost podniku není přírážkou na úrovni akcionáře, nýbrž přírážkou na úrovni podniku. Zda tato přírážka bude použita při stanovení hodnoty podniku, je otázkou odborného posouzení, a tudíž otázkou skutkovou. Je však otázkou právní, vycházející z úvahy soudu, zda s přihlédnutím k dalším okolnostem, jež v řízení vyšly najevo, aplikuje tuto přírážku při určení výše přiměřeného protiplnění tak, aby bylo spravedlivé (přiměřené) nejen vůči navrhovatelům, ale též vůči účastnickým řízením. Nejvyšší soud totiž v již zmíněném rozhodnutí, „Třinecké železářny“ (usnesení ze dne 6. 5. 2021, spisová značka 27 Cdo 2010/2020) v odstavci 11 vyslovil závěr, že: „Smyslem a účelem právní úpravy přiměřeného protiplnění je zajistit, že menšinovým akcionářům (vytěsněným vlastníkům účastnických cenných papírů) bude plně nahrazena hodnota jejich investice, nikoliv 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.“

36. Ze znaleckého posudku RSM má odvolací soud shodně se soudem prvního stupně za prokázáno, že znalec přesvědčivě a logicky použití velikostní přírážky zdůvodnil. Skutečnost, že použití velikostní přírážky není jednoznačně přijímáno ve vědecké diskusi, není důvodem pro závěr o nemožnosti její aplikace, když způsob ocenění tuto přírážku používající je založen na běžně používaných oceňovacích metodách a praktikách, jak bylo prokázáno z výsledku revizního znalce RSM a z rozhodnutí ČNB 1.

37. Je též zřejmé, že velikostní přírážka není přírážkou na úrovni akcionáře, nýbrž přírážkou na úrovni celého podniku. Její použití proto není vyloučeno jako použití tzv. diskontu (přírážky) za likviditu či za minoritu (srov. nálezy Ústavního soudu ze dne 27. 11. 2018, sp. zn. III. ÚS 647/2015, uveřejněný ve Sbírce nálezů a usnesení Ústavního soudu pod pořadovým číslem 190/2018). Velikost společnosti totiž není skutečností, která by byla důsledkem rozhodnutí většinového akcionáře. Použití velikostní přírážky tedy není v rozporu s principem rovnosti všech akcionářů a rovného zacházení s nimi.

38. Vedle toho v dané věci bylo z posudku RSM prokázáno, že podpůrně provedené majetkové ocenění společnosti vzhledem k jejímu nemovitostnímu charakteru, které je též tržním oceněním na základě analýzy majetku, dospělo k takřka shodné hodnotě jmění společnosti

(1 867 067 000 Kč) jako při stanovení hodnoty jmění společnosti výnosovým způsobem (1 827 049 000 Kč). Je tak zjevné, že stanovení hodnoty jmění Společnosti výnosovou metodou odráží její reálnou (tržní) hodnotu. Není proto žádného důvodu aplikaci velikostní přírážky nepřipustit. Pokud by velikostní přírážka byla z výnosové metody vypuštěna, stanovené jmění společnosti by neodráželo jeho reálnou hodnotu, došlo by k jeho nadhodnocení, a tudíž i k nadhodnocení hodnoty jedné akcie. Menšinoví akcionáři by tak na úkor hlavního akcionáře získali plnění, jehož výši již nelze ekonomicky odůvodnit. Spravedlnost protiplnění je totiž nutné poměřovat ve vztahu ke všem zúčastněným subjektům tak, aby bylo přiměřené (proporcionální) všem okolnostem.

39. Při posouzení otázky, zda k použití velikostní přírážky při stanovení výše přiměřeného protiplnění za jeden účastnický cenný papír lze přihlídnout, zohlednil odvolací soud též stanovisko ČNB k použití velikostní přírážky prokázané z rozhodnutí ČNB 1 a z rozhodnutí ČNB 2. ČNB změnila názor na odvození přírážky za malou tržní kapitalizaci z kapitálového trhu v USA a tudíž na její použitelnost, neboť názory o nutnosti provedení úpravy zohledňující obecně nižší velikost (tržní kapitalizaci) společností v tuzemsku či ve středoevropském regionu oproti USA zůstaly ojedinělé. Přírážku za malou tržní kapitalizaci či obecně za menší velikost akceptuje odborná literatura z oblasti oceňování podniků, a to i od českých autorů. ČNB tak zdůvodnění navržené výše protiplnění považuje podle § 391 odst. 2 ZOK za řádné.

40. Ve světle shora uvedeného odvolací soud odvolací námitky žalobců důvodnými neshledal.

41. Soud prvního stupně proto postupoval správně, když při určení výše přiměřeného protiplnění ve výši 4 322 Kč za jeden účastnický cenný papír vyšel z výsledné hodnoty jmění společnosti stanovené posudkem RSM ve výši 1 827 049 000 Kč a z ní odvozené hodnoty připadající na jednu akcii 4 322 Kč (§ 390 odst. 1 ZOK).

42. Odvolací soud proto podle § 219 o. s. ř. rozsudek soudu prvního stupně v napadených meritorních výrocích I. a III., ve kterých soud přiznal žalobcům právo na jinou výši protiplnění (§ 390 odst. 3 ZOK) spolu s požadovaným úrokem z prodlení jdoucím ode dne 17. 7. 2018 do zaplacení, jako věcně správné potvrdil, když pochybení neshledal ani v souvisejících výrocích. Pouze přiznání práva na zaplacení úroků z prodlení (§ 389 odst. 1 ZOK) mělo být správně odůvodněno § 1970 o. z. namísto § 1802 o. z., který upravuje právo na úrok, nikoliv na úrok z prodlení.

43. Nákladové výroky II. a III. jsou odůvodněny ustanovením § 390 odst. 3 druhá věta. Žalobci coby vlastníci účastnických cenných papírů se dovolali práva na dorovnání a mají proto právo na náhradu v řízení účelně vynaložených nákladů. V odvolacím řízení však úspěšní nebyli a odvolací soud proto povinnost k náhradě nákladů odvolacího řízení neuložil hlavnímu akcionáři. Hlavní akcionář žalobcům náhradu nákladů odvolacího řízení přiznané odvolacím soudem poskytne z prostředků uložených v úschově podle odstavce 4. Účelně vynaložené náklady žalobce a) v odvolacím řízení činí odměna za dva úkony právní služby (podání odvolání, účast na jednání odvolacího soudu dne 16. 7. 2024) ve výši 11 500 Kč (tarifní hodnota 791 388 Kč) snížena o 20 % podle § 12 odst. 4 vyhlášky Ministerstva spravedlnosti č. 177/1996 Sb., o odměnách advokátů a náhradách advokátů za poskytnutí právních služeb (advokátní tarif), náhrada dvou režijních paušálů po 300 Kč a náhrada daně z přidané hodnoty v sazbě 21 % ve výši 3 990 Kč, celkem tedy 22 990 Kč. Náhrada nákladů řízení vynaložených účelně žalobcem b) v odvolacím řízení činí odměna za dva úkony právní služby (podání odvolání, účast na jednání odvolacího soudu dne 16. 7. 2024) ve výši 5 700 Kč vypočtená z tarifní hodnoty 114 164 Kč, snížená o 20 %, náhrada dvou režijních paušálů po 300 Kč a náhrada daně z přidané hodnoty v sazbě 21 % ve výši 2 041,20 Kč, celkem tedy za odvolací řízení 11 761,20 Kč.

44. Nákladový výrok ve vztahu mezi žalobci a žalovanou 2) je též odůvodněn ustanovením § 390 odst. 3 druhá věta ZOK, neboť povinnost k náhradě nákladů řízení lze uložit pouze hlavnímu akcionáři, pokud se neposkytne z prostředku uložených v úschově podle odstavce 4.

45. Odvolací soud proto vyslovil, že ve vztahu mezi žalobci a žalovanou 2) nemá žádný z nich právo na náhradu nákladů řízení.

**Poučení:**

Proti tomuto rozsudku je přípustné dovolání k Nejvyššímu soudu České republiky do dvou měsíců od jeho doručení, prostřednictvím soudu prvního stupně, jestliže napadené rozhodnutí závisí na vyřešení otázky hmotného nebo procesního práva, při jejímž řešení se odvolací soud odchýlil od ustálené rozhodovací praxe dovolacího soudu nebo která v rozhodování dovolacího soudu dosud nebyla vyřešena nebo je dovolacím soudem rozhodována rozdílně anebo má-li být dovolacím soudem vyřešená právní otázka posouzena jinak. Přípustnost dovolání je oprávněn zkoumat jen dovolací soud (§ 239 o. s. ř.).

Praha 16. července 2024

JUDr. Lenka Grollová  
předsedkyně senátu