



ČESKÁ REPUBLIKA
ROZSUDEK
JMÉNEM REPUBLIKY

Krajský soud v Plzni rozhodl samosoudkyní Mgr. Jaroslavou Kočandrlovou ve věci

žalobců:

- a **V [REDACTED] P [REDACTED]**, narozený dne [REDACTED]
bytem [REDACTED]
b **K [REDACTED] R [REDACTED]**, narozený dne [REDACTED]
bytem [REDACTED]
oba zastoupeni advokátem JUDr. Petrem Zimou
sídlem Slezská 13, 120 00 Praha 2

Proti

žalovaným:

- 1 **DRENCAN LIMITED, CP HOUSE OTTERSPOOL WAY,**
WD 25 8 JJ WATFORD, Velká Británie, reg. č. 10322979
zastoupený advokátem JUDr. Vlastimilem Piherou, 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. Radkou Felgrovou
sídlem Jungmannova 745/24, 110 00 Praha 1

o přezkoumání přiměřenosti protiplnění

takto:

- I. 1. žalovaný je povinen uhradit žalobci a) dorovnání ve výši 791 388 Kč s 9 % úrokem z prodlení od 17. 7. 2018 do zaplacení, které mu bude vyplaceno z prostředků složených 1. žalovaným do soudní úschovy.
- II. 1. žalovaný je povinen zaplatit žalobci a) plnou náhradu nákladů řízení ve výši 290 338 Kč, která mu bude vyplacena z prostředků složených 1. žalovaným do soudní úschovy.

- III. 1. žalovaný je povinen zaplatit žalobci b) dorovnaní ve výši 114 164 Kč s 9 % úrokem z prodlení od 17. 7. 2018 d zaplacení, které mu bude vyplaceno z prostředků složených 1. žalovaným do soudní úschovy.
- IV. 1. žalovaný je povinen zaplatit žalobci b) plnou náhradu nákladů řízení ve výši 161 594 Kč, která mu bude vyplacena z prostředků složených 1. žalovaným do soudní úschovy.
- V. 1. žalovaný je povinen složit do soudní úschovy částku ve výši 4 047 782 Kč představující dorovnaní 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) ve výroku III. tohoto rozsudku od 17. 7. 2018 do zaplacení, a to do 1 měsíce od právní moci tohoto rozsudku.
- VI. Předmětem samostatného rozhodnutí bude stanovení povinnosti 1. žalovanému nahradit státu náklady řízení.

Odůvodnění:

1. Žalobci se žalobou doručenou soudu dne 16. 1. 2019 domáhali vydání rozhodnutí, jímž by soud stanovil 1. žalovanému povinnost uhradit jim dorovnaní, které se rovná rozdílu mezi přiměřeným vypořádáním ve výši stanovené soudem za 3 382 ks akcií u žalobce a) a za 502 ks akcií u žalobce b) vydaných společností 2. žalované a částkou, která jim byla doposud 1. žalovaným vyplacena v souvislosti s nuceným přechodem akcií všech ostatních akcionářů společnosti 2. žalované na 1. žalovaného jakožto hlavního akcionáře, který 1. žalovaný prosadil na valné hromadě 2. žalované 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. Dle znaleckého posudku znaleckého ústavu APELEN Valuation s.r.o. by měla být výše protiplnění 5 824 Kč (dle dodatku 6 003 Kč) za každou akcií společnosti 2. žalované o jmenovité hodnotě 1 000 Kč. Ačkoliv žalobci vyzývali 1. žalovaného o dorovnaní rozdílu, 1. žalovaný žádost žalobců odmítl.
2. Žalovaní se žalobním návrhem nesouhlasili. Dle jejich přesvědčení protiplnění vyplacené hlavním akcionářem bylo přiměřené, znalecký posudek znaleckého ústavu APELEN Valuation s.r.o. není způsobilým důkazem, který by dokládal, že protiplnění vyplacené žalobcům ze strany 1. žalovaného bylo nepřiměřené. Tento posudek vybočuje při odhadu diskontní míry z obvyklých postupů, je silně tendenční v tom smyslu, že při stanovení jednotlivých parametrů diskontní míry volí vždy takovou alternativu, která vede k nižší diskontní míře a tím k vyššímu ocenění. Je tedy očividně účelový. Pro ocenění je velmi významným odlišný přístup znalců k otázce, zda v rámci diskontní míry má být aplikována tzv. přírážka za velikost (též přírážka za malou tržní kapitalizaci) či nikoliv. Žalovaní jsou přesvědčeni, že přírážka za velikost má při ocenění své opodstatnění, a to jak z ekonomického, tak z právního hlediska. 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. Ekonomickou podstatou přírážky za menší velikost podniku jsou empirická pozorování, že menší společnosti jsou z hlediska investorů rizikovější investicí než společnosti velké a tudíž při investici do menší společnosti požadují vyšší výnos. Analogicky menší společnosti mají vyšší náklady na financování z cizích zdrojů než velké společnosti s tím nejlepším ratingem. Přírážka za menší velikost podniku a na ní 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. 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. Oceňují-li znalci podnik za účelem zjištění spravedlivé hodnoty akcií, je zcela namístě, 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. Naopak protiplnění založené na ocenění, které by nezohledňovalo všechny objektivní faktory, které ovlivňují hodnotu celého 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. Pokud je pro ocenění podniku jako celku relevantní jeho velikost, což bezesporu je, pak aplikace přírážky v diskontní míře za menší velikost podniku je logická a namístě. Aplikaci přírážky za velikost v nedávné době aprobovala i Česká národní banka.

3. Soud má v dané věci za zjištěný a prokázaný následující skutkový stav. Žalobci byli akcionáři společnosti 2. žalované. Žalobce a) vlastnil 3 382 ks akcií a žalobce b) 502 ks akcií této společnosti. 1. žalovaný byl hlavním akcionářem této společnosti vlastníci 407 375 ks akcií na jméno v zaknihované podobě z celkového počtu 422 756 ks akcií, každá o jmenovité hodnotě 1 000 Kč (viz nesporná skutečnost, notářský zápis sepsaný dne 17. 5. 2018 Mgr. V [redacted] V [redacted], notářem v [redacted] č. j. NZ 598/2018, N 451/2018). Na valné hromadě společnosti konané dne 15. 5. 2018 byl schválen přechod vlastnického práva ke všem akciím vydaným společností vlastněných akcionáři společnosti odlišnými od hlavního akcionáře („minoritní akcionáři“) na hlavního akcionáře s tím, že hlavní akcionář poskytne minoritním akcionářům za akcie společnosti peněžní protiplnění ve výši 4 088 Kč za každou 1 akcii společnosti, tedy za kmenovou zaknihovanou akcii na jméno o jmenovité hodnotě 1 000 Kč. Vlastnické právo k akciím společnosti v majetku minoritních akcionářů přechází dle § 385 odst. 1. zák. č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích (dále jen „ZOK“) uplynutím 1 měsíce od zveřejnění zápisu tohoto usnesení valnou hromadou do obchodního rejstříku na hlavního akcionáře. Na hlavního akcionáře tak ke dni přechodu přejde vlastnické právo ke všem akciím společnosti, jejichž vlastníkem k tomuto okamžiku budou osoby odlišné od hlavního akcionáře. K osvědčení obsahu rozhodnutí valné hromady společnosti 2. žalované došlo formou notářského zápisu sepsaného dne 17. 5. 2018 (viz notářský zápis ze dne 17. 5. 2018 č. j. NZ 598/2018, N 451/2018). K přechodu vlastnického práva ke všem akciím vydaným společností 2. žalované na 1. žalovaného došlo dne 17. 6. 2018 (viz nesporná skutečnost mezi účastníky, výpis z obchodního rejstříku 2. žalované – Sběrka listin). 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 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 akcii 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 jejich 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 (viz znalecký posudek NSG Morison č. 521-19/2018 ze dne 29. 3. 2018). Dle závěrů znaleckého posudku znaleckého ústavu APELEN Valuation a.s. (dále jen „APELEN“), který si ponechali zpracovat žalobci, není částka 4 088 Kč za 1 kmenovou akcii na jméno v zaknihované podobě o jmenovité hodnotě 1 000 Kč společnosti ve smyslu § 375 a násl. ZOK přiměřeným protiplněním. Byl proveden přepočítání 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 akcii společnosti 2. žalované o jmenovité hodnotě 1 000 Kč přiměřené protiplnění na bázi spravedlivé hodnoty na částku 6 003 Kč. Znalecký ústav

APELEN pro ocenění mateřské společnosti (2. žalované) 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 z 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 zpracující 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 znalecký ústav považuje respektování výchozích informací a výchozích finančních plánů na základě posledních výkazů, které měl znalecký ústav 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 (viz znalecký posudek znaleckého ústavu APELEN Valuation a.s. č. 260-86/2018 ve znění jeho dodatku č. 1, který byl zpracován v návaznosti na znalecký posudek znaleckého ústavu E & Y Valuations s.r.o.). Úkolem znalecké společnosti E & Y Valuations s.r.o. (dále jen „E & Y“) k požadavku 2. žalované bylo revidovat diskontní míru stanovenou ve znaleckém posudku vypracovaném znaleckým ústavem APELEN, stanovit vyšší diskontní míry vhodné pro ocenění společnosti 2. žalované a společnosti Slovenské liečebné kúpele Piešťany, a.s., provést přepočítání hodnoty 1 akcie společnosti 2. žalované za použití diskontní míry stanovené znalcem a vyjádřit se k celkové vyšší diskontní míry stanovené ve znaleckém posudku vypracovaném společností NSG Morison. Dle závěrů znalecké společnosti 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 společnost 2. žalované a 8,2 % pro společnost Slovenské liečebné kúpele Piešťany, a.s. Dále na základě této diskontní míry ocenila společnost 2. žalované 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 (viz revizní znalecký posudek č. 22/42040887/19 ze dne 18. 9. 2019 společnosti E & Y Valuations s.r.o.). Znalecký ústav NSG Morison ke znaleckému posudku zpracovanému znaleckým ústavem APELEN a k závěrům v tomto posudku uvedeným vyhotovil odborné vyjádření, z jehož závěrů vyplývá, že NSG Morison provedl ocenění společnosti 2. žalované 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 znaleckého ústavu 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 (viz odborné vyjádření ze dne 4. 6. 2019, výroční zpráva 2. žalované za rok 2018). 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 neztotožnil, jsou nezávislé na výše uvedeném. Pro stanovení nákladů vlastního kapitálu znalecký ústav vycházel z dlouhodobých tuzemských dluhopisů, což je zcela běžnou praxí. Dle prof. Maříka je namísto 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 (viz replika k vyjádření NSG Morison zpracovaná znaleckým ústavem APELEN dne 29. 6. 2019). V rámci svých výpovědí zástupci společnosti APELEN, společnosti E & Y a NSG Morison setrvali na svých postupech a závěrech v předchozích zpracovaných znaleckých posudcích (viz výpovědi zástupců znaleckých ústavů při ústním jednání ve věci konaném dne 4. 11. 2019). Dle závěrů revizního znaleckého posudku zpracovaného na pokyn soudu znaleckým ústavem RSM CZ a.s. (dále 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 Slovenské 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 společnost 2. žalované 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 společnosti 2. žalované. 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 (viz znalecký posudek RSM č. 66-11/2020 ze dne 31. 8. 2020). Žalobci poukázali na skutečnost, že 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 Wienerberger, cihlářský průmysl a.s.). Oproti tomu žalovaní předložili rozhodnutí ČNB, kde se použití přírážky za velikost odůvodňuje (viz rozhodnutí ČNB ze dne 23. 10. 2020 č. j. 2020/130962/CNB/570 sp. zn. S-SP-2020/00068/CNB/572). Dále žalovaní poukázali na názor Ing. Františka Prodělala, Ph.D., soudního znalce k jeho publikovanému článku, kde vyjadřuje svoji hypotézu týkající se aplikace přírážky za tržní kapitalizaci pro podniky ČR, 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. Maříka, která tuto problematiku obsáhle řeší (viz e-mail Ing. Františka Prodělala, 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. 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 společnosti 2. žalované 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 zpracováváné 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 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 diskuze ohledně příčin jejich 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 nespaturuje. 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. Společnost 2. žalované 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 následováno historickými statistikami, že výnosnost menších společností se liší od teoretické hodnoty stanovené modelem CAPM, takže z toho znalecký ústav dovozuje, že relevantní pro menší společnosti, a 2. žalovaná je z pohledu kapitálových trhů menší společností, je mikrospečeností, je namíste přírážku za velikost použít (viz písemné vyjádření znaleckého ústavu RSM ze dne 29. 3. 2021 a 6. 4. 2021, výslech zástupce znaleckého ústavu při ústním jednání ve věci dne 8. 2. 2021).

4. Dle ustanovení § 390 odst. 1, 2, 3, 4 zák. č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (ZOK) vlastníci účastnických cenných papírů se mohou od splatnosti protiplnění domáhat po hlavní 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 dle § 384 v obchodním rejstříku (odst. 1). 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 (odst. 2). 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 odst. 4 (odst. 3). Hlavní akcionář ve lhůtě určené soudem splní dorovnání vůči všem vlastníkům účastnických cenných papírů do soudní úschovy a soud společně s rozhodnutím podle odst. 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 (odst. 4).
5. V daném případě na základě provedeného dokazování soud dospěl k závěru, že ke dni konání valné hromady společnosti 2. žalované dne 15. 5. 2018 o vytěsnění byli žalobci akcionáři společnosti. Žalobce a) držel 3 382 ks akcií a žalobce b) 502 ks akcií této společnosti o jmenovité hodnotě 1 000 Kč. Vlastnické právo k akciím žalobců přešlo na 1. žalovaného jako hlavního akcionáře uplynutím 1 měsíce od zveřejnění zápisu usnesení valné hromady do obchodního rejstříku, tj. dne 17. 6. 2018 (viz § 385 ZOK). Žalobci předložili akcie společnosti v zákonem stanovené lhůtě 30 dnů po přechodu vlastnického práva (viz § 387 odst. 1 ZOK) a uplatnili právo na dorovnání u 1. žalovaného včas dle § 390 odst. 1 ZOK. Žalobou se žalobci domáhali přezkoumání přiměřenosti výše protiplnění, když přiměřeností 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, vyplývají-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 2. žalovanou, což není výslovně v rozporu s judikaturou Nejvyššího soudu ČR sp. zn. 29 Cdo 2551/2016, dle které se akciová společnost řízení o dorovnání zpravidla účastnit nebude.

Žaloba dle § 390 odst. 3 ZOK je žalobou na plnění, již se oprávněná osoba (dosavadní vlastník) domáhá zaplacení dorovnaní, nicméně dle § 376 a § 390 ZOK soud při rozhodování o žalobě není vázán tím, jak žalobce v tzv. petitu žaloby zformuloval svou představu o výši dorovnaní. 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 dorovnaní 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 akcii 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. Pausálně 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 ČR 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 (1. žalovaný) 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 známé 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 znaleckého ústavu 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 Slovenské liečebné kúpele Piešťany, a.s. V rámci ocenění 2. žalované nebylo uvažováno s nutnými finančními náklady společnosti. Posudek NSG Morison tak nestanovuje správnou výši přiměřeného protiplnění k 17. 6. 2018. Ani znalecký posudek znaleckého ústavu 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. Ani znalecký posudek znaleckého ústavu 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 společnosti 2. žalované. 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 2. žalované, 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 proto soud dospěl k závěru, že přiměřené protiplnění za jednu akcii emitovanou společností 2. žalované ke dni 17. 6. 2018 je ve výši 4 322 Kč. Od této výše poté byl odvinut závěr ohledně stanovení povinnosti 1. žalovanému 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. petitum 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 dle § 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.

6. Právo na náhradu účelně vynaložených nákladů řízení mají ti dosavadní vlastníci účastnických cenných papírů, kteří podali žalobu o zaplacení dorovnání dle § 390 odst. 3 věta první ZOK, aniž by zákon toto právo výslovně podmiňoval jejich úspěchem v řízení. Soud postupem dle § 142 odst. 1 o. s. ř. přiznal žalobcům právo na plnou náhradu nákladů tohoto řízení. 1. žalovanému vůči žalobci a) tak byla stanovena povinnost zaplatit náhradu za zaplacený soudní poplatek dle zák. č. 549/1991 Sb., o soudních poplatcích ve výši 2 000 Kč, náhradu za 10 úkonů právní služby ze základu 791 388 Kč, tj. 92 000 Kč ($10 \times 9 200$) dle § 7, § 12 odst. 4 vyhl. č. 177/1996 Sb., advokátního tarifu (1x převzetí zastoupení, 1x předžalobní výzva, 1x sepis žaloby, 4x písemné vyjádření ve věci, 3x účast při ústním jednání), 10 paušálních částek náhrady hotových výdajů advokáta po 300 Kč dle § 13 vyhl. č. 177/1996 Sb., náhradu cestovného představující $\frac{1}{2}$ jízdného vlakem k jednání 17. 7. 2019, tj. 62 Kč a osobním vozidlem k jednání dne 26. 4. 2021 při cestě Praha – Plzeň a zpět v celkovém počtu 186 km za použití osobního automobilu Toyota Verso reg. zn. [REDAKCE] při průměrné spotřebě 8,5 l/100 km benzínu v jeho ceně spolu se základní sazbou za používání silničních motorových vozidel dle vyhlášky č. 589/2020 Sb. ve výši 589,10 Kč, náklady na vypracování znaleckého posudku APELEN s.r.o. ve výši 72 600 Kč a složenou zálohu 100 000 Kč na zpracování znaleckého posudku RSM včetně 21 % DPH z odměny za zastupování a z náhrad dle § 137 odst. 3 o. s. ř. Náklady žalobce b) představují zaplacený soudní poplatek dle zákona č. 549/1991 Sb., o soudních poplatcích ve výši 2 000 Kč, 10 úkonů právní služby ze základu 114 164 Kč, tj. 45 600 Kč ($10 \times 4 560$) dle § 7, § 12 odst. 4 vyhl. č. 177/1996 Sb., advokátního tarifu (1x převzetí zastoupení, 1x předžalobní výzva, 1x sepis žaloby, 4x písemné vyjádření ve věci, 3x účast při ústním jednání), 10 paušálních částek náhrady hotových výdajů advokáta po 300 Kč dle § 13 vyhl. č. 177/1996 Sb., náhradu jízdného – $\frac{1}{2}$ jízdného vlakem k jednání dne 17. 7. 2019, tj. 62 Kč a osobním vozidlem k jednání dne 26. 4. 2021 při cestě Praha – Plzeň a zpět v celkovém počtu 186 km za použití osobního automobilu Toyota Verso reg. zn.

██████████ při průměrné spotřebě 8,5 l/100 km benzínu v jeho ceně spolu se základní sazbou za používání silničních motorových vozidel dle stanovené vyhlášky, tj. ve výši 589,10 Kč a složenou zálohu 100 000 Kč na zpracování znaleckého posudku RSM včetně 21 % DPH z odměny za zastupování a z náhrad dle § 137 odst. 3 o. s. ř. Současně soud rozhodl o tom, že úspěšným žalobcům bude přisouzené dorovnání, stejně tak jako náhrada nákladů řízení vyplaceno z prostředků složených 1. žalovaným do soudní úschovy.

7. ZOK stanoví, že v soudním rozhodnutí, kterým bylo přiznáno právo na dorovnání, soud určí výši dorovnání ve vztahu ke každému druhu akcie a jinému účastnickému cennému papíru. Celkovou výši dorovnání je soud povinen navýšit o část úroků obvyklých dle § 388 ZOK ode dne přechodu vlastnického práva k účastnickým cenným papírům. Obvyklý úrok dle § 388 odst. 1 ZOK soud určil podle údajů databáze ARAD ČNB, která obsahuje statistiky úrokových sazeb korunových úvěrů poskytovaných bankami v České republice. Tento postup aproboval Nejvyšší soud v rozsudku sp. zn. 29 Odo 1214/2005. Za situace, kdy účelem úroku dle § 388 odst. 1 ZOK je reflektovat situaci, kdy po dobu nevyplacení protiplnění minoritní akcionáři z ekonomického hlediska nuceně úvěrují hlavního akcionáře, vyšel soud ze sazby úvěrů pro nefinanční podniky (nákupem akcií se financuje podnikání) do objemu 7,5 mil. Kč, která v rozhodném období června 2018 činila 3,67 %. Celkovou částku dorovnání je nutné navýšit také o úrok z prodlení, avšak přiznaný toliko žalobcům, kteří vyzývali 1. žalovaného k dorovnání, vůči nimž je 1. žalovaný v prodlení, neboť výzvě nevyhověl, a proto žalobci následně iniciovali soudní řízení. Vzhledem k úspěchu žalobců, kdy soud vyhověl jejich žalobě a uložil hlavnímu akcionáři dorovnání zaplatit, byla dle § 390 odst. 4 ZOK stanovena 1. žalovanému povinnost složit do soudní úschovy částku představující dorovnání pro všechny dosavadní vlastníky účastnických cenných papírů ((15 381 x 4 322) – (15 381 x 4088) při zohlednění částky přiznané žalobci b)) s příslušenstvím, tedy s úrokem z prodlení přiznaným žalobcům a obvyklým úrokem a částku rovnající se součtu nákladů řízení, k jejíž náhradě byl ve výroku II. a IV. tohoto rozsudku zavázán. Ke splnění povinnosti 1. žalovanému byla s ohledem na výši částky stanovena lhůta 1 měsíce od právní moci tohoto rozsudku dle § 160 o. s. ř. 1. žalovaným při skládání peněžních prostředků ve výši určené tímto rozhodnutím bude postupováno podle ustanovení upravujících řízení o úschovách (§ 289 a násl. zák. č. 292/2013 Sb., o zvláštních řízeních soudních).

Poučení:

Proti tomuto rozsudku lze podat odvolání ve lhůtě 15 dnů od doručení jeho písemného vyhotovení k Vrchnímu soudu v Praze prostřednictvím soudu zdejšího.

Nesplní-li povinný dobrovolně, co mu ukládá vykonatelné soudní rozhodnutí, může se oprávněný domáhat svého práva návrhem na soudní výkon rozhodnutí nebo podat exekuční návrh u exekutora.

Plzeň 26. dubna 2021

Mgr. Jaroslava Kočandrlová v. r.
samosoudkyně