



ČESKÁ REPUBLIKA

## ROZSUDEK JMÉNEM REPUBLIKY

Vrchní soud v Praze rozhodl v senátě složeném z předsedkyně JUDr. Olgy Římalové a soudců JUDr. Vojtěcha Trojánka a JUDr. Jana Kalfuse v právní věci žalobce **M. CAMBELL & SONS LIMITED** se sídlem 59-61, Acropoleus Avenue Savvides Monarch Center, Nikósie 2012, Kyperská republika, zastoupeného Mgr. Zbyškem Jarošem, advokátem se sídlem Praha 4, Zelený pruh 95/97, proti žalovanému **Eurovia S.A.** se sídlem 18, Place de l'Europe, 92565 Rueil - Malmaison Cedex, Francie, zastoupenému Milanem Polákem, advokátem se sídlem Praha 2, Karlovo nám. 10, o zaplacení 45.865.497,50 Kč s příslušenstvím, k odvolání žalobce proti rozsudku Městského soudu v Praze ze dne 24. června 2004 č.j. 50 Cm 128/2002-120, takto:

Rozsudek soudu prvního stupně **se potvrzuje.**

Žalobce je povinen zaplatit žalovanému na nákladech odvolacího řízení částku 222.744,- Kč k rukám zástupce žalovaného do tří dnů od právní moci rozsudku.

O d ů v o d n ě n í :

Městský soud v Praze napadeným rozsudkem zamítl žalobu o zaplacení 48.865.497,50 Kč se 7,5% úrokem od 18.12.2001 do zaplacení (výrok I.). Žalobci uložil zaplatit žalovanému na nákladech řízení 187.480,- Kč (výrok II.) a na nákladech řízení státu (opomněl na účet soudu) 34.000,- Kč (výrok III.)

Žalobce prodal žalovanému na základě povinné nabídky převzetí 83 165 ks akcií společnosti Stavby silnic a železnic a.s. Po žalovaném se v tomto sporu domáhá zaplacení

žalované částky jako rozdílu mezi cenou v nabídce převzetí 740,- Kč za jednu akcii ( podle posudku American Appraisal s.r.o.) a přiměřenou cenou ve výši 1.291,50 Kč za jednu akcii (podle ekonomické analýzy společnosti MJK-Brokers, a.s. a znaleckých posudků BOHEMIA EXPERTS s.r.o. a STAVEXIS s.r.o.)

Soud prvního stupně vycházel ze zjištění, že žalobce byl akcionářem společnosti Stavby silnic a železnic, a.s (dále jen "SSŽ"). Ke dni 10.11.2001 vznikla žalovanému jako akcionáři této společnosti povinnost učinit nabídku převzetí dle § 183b odst.1 obch. zák. v souladu s § 183c odst.5 obch. zák. Přiměřenost ceny za jednu akcii uvedené žalovaným v povinné nabídce převzetí byla doložena znaleckým posudkem vypracovaným ústavem American Appraisal s.r.o., nabídka převzetí byla přezkoumána rozhodnutím Komise pro cenné papíry (dále jen "Komise") ze dne 21.11.2001 a schválena včetně přiměřené navrhované ceny. Žalobce odprodal a žalovaný koupil akcie za kupní cenu 740,- Kč za akcii v počtu 83 165 akcií. Vážený průmět cen sdělený Střediskem cenných papírů byl ve výši 627,54 (resp. 613,77 Kč) za kus.

Soud prvního stupně vycházel ze znaleckého posudku znalců ustanovených soudem (Ing. Richarda Drechslera, CSc. a Ing. Jitky Čočkové). Považoval jej za posudek kvalitní, kdy znalci operovali pouze s předpokládaným vývojem a odhadem možné ekonomické situace v budoucnu, vycházel z předpokladů odvozených z aktuální situace kapitálového trhu, vzali v úvahu budoucí tržby v hotovosti s ohledem na možný budoucí i přítomný ekonomický vývoj, aniž by vzal v úvahu ekonomické a jiné informace známé po rozhodném dni. Znalci stanovili hodnotu jedné akcie 1 178,- Kč s tím, že trh nevstřebal hodnotu očekávaných příjmů do kurzu akcií a tedy jimi stanovenou hodnotu akcie nelze označit za tržní hodnotu. Mezi veřejnost bylo v rozhodné době rozptýleno 38% akcií za průměrnou tržní cenu 627,50 Kč za jednu akcii.

České právo bylo zvoleno dle § 9 odst.1 zákona č. 97/1963 Sb.; požadavek na doplatek rozdílu mezi cenou v nabídce převzetí a přiměřenou cenou posuzoval soud prvního stupně podle českého práva. Při svém rozhodování vycházel z ustanovení § 183c a § 183b obch. zák. ve znění platném ke dni 10.11.2001, kdy žalovanému vznikla povinnost učinit nabídku převzetí.

Soud prvního stupně uvedl v odůvodnění svého rozhodnutí uvedl, že veřejně obchodovatelné akcie je nutno vykoupit za cenu dle § 183c obch. zák., tedy za cenu odpovídající šestinásobnému váženému průměru cen na veřejném trhu. Smyslem tohoto ustanovení je zajistit minoritním akcionářům, aby jejich právo bylo po určitou dobu zachováno. Z toho vyplývá, že nemohou mít více práv, než kolik jich měli předtím, než k tomuto stavu došlo. Pokud by nedošlo k nabídce převzetí, mohli by opět jen realizovat své akcie na veřejném trhu za cenu, kterou veřejný trh akceptuje. I v tomto případě se cena odvozuje od ceny na veřejném trhu, přičemž z textu uvedeného

ustanovení je zřejmé, že zákonodárce neměl v úmyslu vyloučit zcela použití cen podle veřejného trhu. I soudem jmenovaný znalec akceptuje ve svém posudku vážený průměr cen.

Soud prvního stupně dále konstatoval, že účelem ustanovení § 183c obch. zák. je zajistit možnost prodeje akcií za cenu stanovenou objektivně; jediným objektivním kritériem pro stanovení za povinný odkup akcií se jeví právě ceny z anonymních obchodů, které by měly být stanoveny na základě anonymních nabídek a poptávek na koupi a prodej akcií na veřejných trzích. V daném případě byla nabídka o 18% vyšší než byl vážený průměr cen. Tím, že žalovaný splnil svoji povinnost podle § 183b obch. zák., nepřešlo na prodávajícího více práv, než kolik jich měl před splněním této povinnosti a nenabyl tím tedy právo prodat akcie za vyšší cenu, než která by byla jinak akceptovatelná na veřejném trhu. Žalobce měl před vznikem povinné nabídky převzetí dvě možnosti: buďto si akcie ponechat anebo je prodat za cenu, kterou trh akceptuje; toto právo mu musí být zachováno i po vzniku povinnosti žalovaného učinit nabídku převzetí. Cena navržená žalovaným byla o 18% vyšší než cena, kterou by žalobce dostal, pokud by prodával na veřejném trhu. Uvedené důvody tak vedly soud prvního stupně k zamítnutí žaloby.

Výrok o náhradě nákladů řízení ve vztahu mezi účastníky odůvodnil ustanovením § 142 odst.1 o.s.ř. a žalovanému přiznal odměnu za právní službu advokáta ve výši paušální sazby a 8x náhradu hotových výdajů. Byť to ve výroku II. přímo nevyjádřil, vyplývá z ustanovení § 149 odst.1 o.s.ř. povinnost žalobce zaplatit náklady řízení přiznané žalovanému k rukám jeho zástupce. S odkazem na § 148 odst.1 o.s.ř. dále uložil soud prvního stupně žalobci zaplatit státu náklady řízení spojené s vypracováním znaleckého posudku.

Proti tomuto rozsudku podal žalobce včas odvolání z důvodů dle § 205 odst.2 písm. d), e), g) o.s.ř. Namítá, že není zřejmé, zda soud prvního stupně věc skutečně posuzoval podle právní úpravy platné v rozhodné době, když za rozhodující pro stanovení ceny považoval cenu odpovídající šestiměsíčnímu váženému průměru cen na veřejném trhu. Nevypořádal se dostatečně s tím, že novelizací ustanovení § 183c odst.3 obch. zák. došlo od 1.1.2001 ke změna právě v tom, že cena musí být přiměřená hodnotě akcií a k váženému průměru cen za uvedené období se jen přihlédne. Důvodem nové úpravy bylo to, že cena odkupu vypočítávána podle předchozí úpravy byla obecně seznávána za cenu nepřiměřenou a trvale podhodnocenou. I znalci ustanovení soudem potvrdili, že tuzemský kapitálový trh nelze označit za efektivní. Pro účely nabídek převzetí a veřejných návrhů smlouvy vykládá Komise pojem hodnota akcie jako alikvotní podíl na tržní hodnotě čistého obchodního majetku, nikoli tržní hodnotu účastnického papíru. Soud prvního stupně podíl vlastního jmění připadající na jednu akcii v částce 1.523,61 Kč nevzal v úvahu s tím, že by to bylo namíště pouze v případě, že by hodnotu akcií nebylo možno zjistit jinak. Závěry soudu

prvního stupně jsou s ustanovením § 183c obch. zák. v rozporu. Nesprávný je i závěr, že akcionáři musí být zachováno pouze právo prodat akcie za cenu dosahovanou na veřejném trhu v okamžiku ovládnutí společnosti. Odvolatel s podrobnou argumentací poukazuje na situaci na kapitálovém trhu a na základní podmínky likvidity obchodovaných emisí.

Podle odvolatele soudem ustanovení znalci měli ocenit akcie společnosti SSŽ k datu 10.11.2001 a svému úkolu nedostáli. Povinná osoba a znalec musí zjistit hodnotu akcií příslušnou metodou s tím, že jako nejvhodnější se jeví metoda diskontovaného cash-flow, ovšem je vhodné zjistit hodnotu akcií i jinými metodami. Znalec American Appraisal s.r.o. seznal cenu ve výši 740,- Kč za akcii jako cenu přiměřenou, když ocenil hodnotu jedné akcie na 776,-Kč. Ke stanovení ceny dospěl použitím jen jedné metody, zjistil hodnotu 840,- Kč, kterou snížil o 30% zohledněním ceny na veřejném trhu. Vzhledem k malému rozdílu takto zjištěné hodnoty k navrhované ceně mohl pak cenu považovat za přiměřenou. Znalci stanovení soudem však zjistili hodnotu akcie 1.178,- Kč a vyslovili matoucí názor, že ji nelze označit za hodnotu tržní. Není zřejmé, proč soud prvního stupně přesto považoval cenu 740,- Kč za přiměřenou. Podle odvolatele soud prvního stupně znalci zadal znalecký úkol nepřesně, když mu nezadal zabývat se přiměřeností ceny nabízené žalovaným. V tomto směru soud prvního stupně svými závěry suploval úlohu znalce. Hodnocení tohoto posudku jako kvalitního je podle odvolatele nesprávné, neboť znalci nestanovili cenu akcií konkrétní částkou, nedodrželi zákonem stanovený postup a tvrzení znalců jsou na různých místech posudku rozporná. Soud prvního stupně neměl k tomuto posudku přihlížet a odvolatel navrhl ustanovení znalce nového, když s námitkami žalobce proti posudku se soud prvního stupně nevypořádal.

Odvolatel soudu prvního stupně vytýká, že nepřipustil důkazy, kterými mělo být prokázáno, že znalec American Appraisal s.r.o. nevycházel z objektivních informací a že český kapitálový trh není standardním trhem, kde by cena akcií odpovídala jejich hodnotě, neprovedl důkaz ani znaleckými posudky pro stanovení přiměřené ceny nabídky převzetí u obdobných společností (METROSTA, a.s. a ŽS Brno, a.s.)

Odvolatel se domáhal zrušení napadeného rozsudku a vrácení věci soudu prvního stupně k dalšímu řízení, resp. aby odvolací soud sám dokazování doplnil novým znaleckým posudkem a napadený rozsudek změnil tak, že žalobě plně vyhová.

Žalovaný navrhl potvrzení rozsudku soudu prvního stupně jako věcně správného s tím, že odvolatel v podstatě jen opakuje argumenty uvedené v průběhu řízení před soudem prvního stupně, k nimž se žalovaný již vyjadřoval. Podle názoru soudu prvního stupně, s nímž se žalovaný ztotožňuje, není smyslem ustanovení § 183b obch. zák. poskytnout minoritnímu akcionáři možnost zbavit se své investice za cenu vyšší nebo nižší, než která by byla realizována na trhu, kdyby k žádné události,

kteřá je spouštěcím mechanismem dle uvedeného ustanovení, nedošlo. Bylo by v rozporu se zákonem nepřihlédnout při stanovení ceny akcií k váženému průměru cen, který akceptují i soudem stanovení znalci, a tímto postupem není nijak snížena ochrana minoritních akcionářů. Cena v nabídce převzetí byla o 18% vyšší než byl vážený průměr cen a tedy o 18% vyšší, než cena, kterou by žalobce dostal, pokud by prodával akcie na veřejném trhu. Znalci jmenovaní soudem dospěli k závěru, že cena akcií se měla pohybovat v intervalu mezi 627,54 Kč a 1.178,- Kč a tudíž cena (740,- Kč), kterou uvedl žalovaný v nabídce převzetí, byla přiměřená. Ke znaleckým posudkům, jimiž si nechal žalobce sám ocenit akcie společnostmi BOHEMIA EXPERTS s.r.o. a STAVEXIS s.r.o. uváděl žalovaný výhrady již v prvostupňovém řízení a setrvává na nich.

Žalovaný s podrobnou argumentací vyvracel námitky odvolatele i pokud jde o jeho výtky vůči soudu prvního stupně týkající se použití odpovídajícího právního předpisu, výklady odvolatele pojmu "hodnota akcií". Za neopodstatněné považuje i námitky odvolatele vůči posudku soudem stanovených znalců a tedy i návrh na ustanovení nového znalce. Rovněž za nepřipustné považuje provádění dokazování znaleckými posudky týkajícími se ceny akcií jiných společností.

Odvolací soud projednal odvolání a rozhodl podle občanského soudního řádu ve znění účinném před 1.4.2005 ( čl. II, bod 2 zákona č. 59/2005 Sb. Přezkoumal rozsudek soudu prvního stupně (§ 212a o.s.ř.), zopakoval důkazy posudkem soudem stanovených znalců, posudkem společnosti American Appraisal, posudky společností STAVEXIS, s.r.o. a BOHEMIA EXPERTS s.r.o., a neshledal odvolání žalobce důvodným.

Soud prvního stupně výslovně uvedl, že věc posuzoval podle ustanovení obchodního zákoníku (§ 183b a § 183c) ve znění platném ke dni, kdy žalovanému vznikla povinnost nabídky převzetí (t.j. k 10.11.2001), tedy ve znění účinném od 1.1.2001. Odvolateli lze přisvědčit jen v tom, že jedna věta z odůvodnění napadeného rozsudku je zavádějící (na str. 6 v druhém odstavci), pokud soud prvního stupně uvedl, že "veřejně obchodovatelné akcie je nutno vykoupit dle § 183c obch. zák., tedy za cenu odpovídající šestiměsíčnímu váženému průměru cen na veřejném trhu", což by odpovídalo spíše formulaci uvedeného ustanovení ve znění platném před 1.1.2001.

Ustanovení § 183c odst.3 obch. zák. v platném znění upravuje minimální výši protiplnění při povinné nabídce převzetí tak, že cena nebo směnný poměr uvedené v nabídce převzetí musejí být přiměřené hodnotě účastnických cenných papírů. Zákon stanoví kritéria, která výši ceny v konečném důsledku ovlivňují či korigují. Vážený šestiměsíční průměr cen (dále jen "průměrná cena") není již závazným určením ceny, ale je podkladem, ze kterého bude vycházet znalec v posudku podle § 183c odst.5 obch. zák. pro posouzení přiměřenosti ceny při povinné nabídce. Adresátům nabídky je třeba umožnit

efektivní výstup ze společnosti za spravedlivých podmínek reflektujících hodnotu společnosti předtím, než v ní byla získána majorita. Právě proto je rozhodujícím kritériem průměrná cena. Základem výpočtu průměrné ceny, která má odrážet vývoj tržní hodnoty cenných papírů, jsou všechny obchody s cennými papíry, které eviduje Středisko cenných papírů. Stěžejní otázkou tohoto sporu tak je, zda cena 740,- Kč za akcii, stanovená v nabídce převzetí, je přiměřená hodnotě akcií, která musí být určena znalcem při zohlednění korigujících hledisek.

Základem pro stanovení ceny podle § 183c odst.3 je znalecký posudek, který musí vyhovovat kritériím Komise, která uděluje podle § 183e odst. 7 obch. zák. k nabídce převzetí souhlas. Komise tak vykonává preventivní dozor nad nabídkami převzetí, jejichž předmětem jsou registrované cenné papíry a dbá na to, aby minoritní akcionáři nebyli diskriminováni. Komise v rámci řízení o udělení souhlasu v souvislosti s posouzením ceny za akcie cílové společnosti z hlediska její přiměřenosti hodnotě akcií, které jsou předmětem povinné nabídky převzetí, znalecký posudek přezkoumává a analyzuje. Znalecký posudek musí umožnit posouzení, zda cena navržená v nabídce převzetí je přiměřená hodnotě akcií, neboť závěr o přiměřenosti je jedním ze základních předpokladů pro udělení souhlasu Komisí. Pojem hodnota akcií Komise vykládá jako hodnotu tržní (viz Stanovisko Komise - Znalecké posudky pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi akcií - ZNAL). V daném případě Komise znalecký posudek American Appraisal s.r.o. přezkoumala, shledala jej vyhovujícím a souhlas s nabídkou převzetí udělila.

Znalecký posudek American Appraisal s.r.o. stanovil hodnotu akcií pevnou částkou (776,- Kč) a nabízená cena 740,- Kč je tak přiměřená. Závěry tohoto posudku vyvráceny posudkem soudních znalců nebyly. Hodnota akcie 776,- Kč se vejde do rozpětí, vytčeném soudními znalci. Ti jako minimální cenu stanovili průměrnou cenu 627,54 Kč a maximum vymezili současnou hodnotou budoucích očekávaných výnosů, dle jejich odhadu 1.178,- Kč, přičemž výslovně uvedli, že nejde o cenu tržní. Podle znalců by přiměřenost ceny neměla být posuzována podle odhadu výnosové hodnoty jedné akcie, nýbrž ve vztahu k trhu. Hodnota 1.178,- Kč je zhruba dvojnásobkem tehdejších tržních cen.

Soud prvního stupně se vypořádal s hodnocením posudku soudem jmenovaných znalců a i podle odvolacího soudu znalci zadání soudu splnili. Smyslem jmenování těchto znalců bylo, aby soud mohl posoudit, zda znalecký posudek podaný podle § 183c odst.5 obch. zák. umožňuje závěr o přiměřenosti ceny nabídky akcií. Jestliže znalecký posudek American Appraisal s.r.o. vyhověl požadavkům Komise při udělení souhlasu a nebyl vyvrácen ani soudem stanovenými znalci, shodně se soudem prvního stupně ani odvolací soud neshledal důvod pro doplnění řízení revizním znaleckým posudkem, neboť dosavadní provedené důkazy včetně

posudku soudem stanovených znalců jsou způsobilým podkladem pro závěr o přiměřenosti ceny akcie. Na tom nic nemění ani to, že žalobce sám si opatřil dva téměř shodné posudky (BOHEMIA EXPERTS s.r.o. a STAVEXIS s.r.o.), stanovících tržní hodnotu jedné akcie 1.300,- Kč, resp. 1.283,- Kč. Odvolací soud, shodně se soudem prvního stupně, neshledal ani důvody pro doplnění dokazování dalšími důkazy navrhovanými žalobcem v řízení před soudem prvního stupně, zejména důkazy týkajícími se ocenění akcií při nabídce převzetí v jiných společnostech.

Odvolací soud shodně se soudem prvního stupně uzavírá, že cena akcie uvedená v nabídce převzetí je cenou přiměřenou a neodporuje § 183c odst.3 obch. zák. Žaloba proto důvodná není.

Odvolací soud ze shora vyložených důvodů rozsudek soudu prvního stupně potvrdil (§ 219 o.s.ř.), včetně výroku o nákladech řízení ve vztahu mezi účastníky, který má oporu v § 142 odst.1 o.s.ř. a nákladech řízení státu, který je v souladu s § 148 odst.1 o.s.ř.

O náhradě nákladů odvolacího řízení bylo rozhodnuto podle § 224 odst.1 a § 142 odst.1 o.s.ř. Neúspěšný odvolatel byl zavázán zaplatit žalovanému náhradu nákladů za právní službu advokáta ve výši paušální sazby 186.880,- Kč (§ 3 vyhl.č. 484/2000 Sb.), 4x paušální náhradu po 75,- Kč (§ 13 odst.3 vyhl.č. 177/1996 Sb) a k tomu DPH 19% ve výši 35. 564,- Kč, celkem 222.744,- Kč.

Poučení: Proti tomuto rozsudku je dovolání přípustné, jestliže na základě dovolání podaného do dvou měsíců od doručení rozsudku k Nejvyššímu soudu ČR prostřednictvím Městského soudu v Praze dospěje dovolací soud k závěru, že napadené rozhodnutí má ve věci samé po právní stránce zásadní význam.

Nesplní-li povinný dobrovolně co mu ukládá vykonatelné rozhodnutí, může oprávněný podat návrh na soudní výkon rozhodnutí.

V Praze dne 28. června 2005

JUDr. Olga Ř í m a l o v á v.r.  
předsedkyně senátu

Za správnost vyhotovení:

