

## USNESENÍ

Městský soud v Praze rozhodl soudkyně JUDr. Alenou Hrdličkovou v právní věci

**navrhovatele:** [titul] J. Z., nar. xxx, bytem xxx, xxx  
zastoupený advokátem Mgr. Miloslavem Strnadem,  
sídlem Jugoslávská 620/29, 120 00 Praha 2 – Vinohrady,

**za účasti:**

- 1. PPF Group N.V.**, reg. č. 33264887, se sídlem Strawinskylaan 933, Tower B, Level 9, 1077XX Amsterdam, Nizozemské království,
- 2. Generali Česká pojišťovna a.s.**, IČ 45272956, se sídlem Spálená 75/16, 113 04 Praha 1 – Nové Město,  
oba zastoupeni JUDr. Pavlem Dejlem, Ph.D., LL.M., advokátem se sídlem Jungmannova 745/24, 110 00 Praha 1 – Nové Město,

o přezkoumání přiměřenosti protiplnění

**takto:**

- I. Návrh na přezkoumání přiměřenosti protiplnění za účastnické cenné papíry společnosti Generali Česká pojišťovna, a.s., určeného rozhodnutím valné hromady společnosti Generali Česká pojišťovna, a.s. ze dne 25. 7. 2005, ze zamítá.**
- II. Navrhovatel je povinen zaplatit účastníkovi č. 1 k rukám jeho právního zástupce náhradu nákladů řízení ve výši 688 199 Kč, do tří dnů od právní moci tohoto usnesení.**
- III. Navrhovatel je povinen zaplatit účastníkovi č. 2 k rukám jeho právního zástupce náhradu nákladů řízení ve výši 65 775 Kč, do tří dnů od právní moci tohoto usnesení.**

**Odůvodnění:**

1. Návrhy podanými ke zdejšímu soudu ve dnech 7. 9. 2005, 8. 9. 2005, 27. 9. 2005 a 30. 9. 2005 se původní navrhovatelé [titul] M. H., P. S., [titul] L. Č., M. Š., B. H., [titul] P.S., [titul] T. H., M. N. a Ochranné sdružení drobných akcionářů domáhali jakožto minoritní akcionáři účastníka č. 2 přezkoumání přiměřenosti protiplnění, které jim bylo jakožto vytěsněným vlastníkům účastnických cenných papírů účastníka č. 2 poskytnuto účastníkem č. 1 jakožto hlavním akcionářem při nuceném výkupu jejich akcií. S ohledem na závěry přijaté Nejvyšším soudem v jeho usnesení ze dne 10. 4. 2008, sp.zn. 29 Odo 1019/2006, došlo ke spojení návrhů vedených u zdejšího soudu pod sp. zn. 31Cm 166/2005, 31Cm 181/2005, 31Cm 182/2005 a 31Cm 183/2005 ke společnému řízení vedenému pod sp. zn. 31Cm 165/2005. Pod touto sp. zn. byl veden návrh původních navrhovatelů [titul] M. H., P. S. a [titul] L. Č., podaný u zdejšího soudu dne 7. 9. 2005.

2. Navrhovatelé tvrdili, že jsou akcionáři účastníka č. 2, že dne 25.7.2005 se konala valná hromada účastníka č. 2, která přijala usnesení o přechodu vlastnického práva ke všem akciím účastníka č. 2 na hlavního akcionáře, jímž byl právní předchůdce účastníka č. 1 – nizozemská společnost CESPO B.V. a že vlastnické právo k těmto akciím přešlo na hlavního akcionáře ke dni uplynutí 1 měsíce od zveřejnění zápisu tohoto usnesení valné hromady do obchodního rejstříku. Dále valná hromada účastníka č. 2 dne 25.7.2005 rozhodla, že hlavní akcionář, tj. účastník č. 1, resp. jeho právní předchůdce, poskytne ostatním akcionářům protiplnění ve výši 21 288 Kč za 1 akcii o nominální

Shodu s prvopisem potvrzuje A. S..

hodnotě 1 000 Kč, přičemž přiměřenost výše tohoto protiplnění byla doložena znaleckým posudkem č. 15/1113917/05 zpracovaným společností E&Y Valuations s.r.o. (dále jen znalec E&Y). Toto usnesení valné hromady účastníka č. 2 ze dne 25.7.2005 bylo zapsáno do obchodního rejstříku dne 8.8.2005 a dne 31.8.2005 bylo zveřejněno v Obchodním věstníku.

3. Navrhovatelé považují protiplnění ve výši 21 288 Kč za 1 akcii účastníka č. 2 o nominální hodnotě 1 000 Kč za nepřiměřené a ke znaleckému posudku znalce E&Y mají výhrady, neboť tento posudek nespĺňuje zákonné náležitosti znaleckých posudků, nelze z něj zjistit, na základě jakých vstupních podkladů byl vypracován, nelze nijak ověřit správnost jeho závěrů a rovněž se v něm neuvádí, jak mohou vytěsnění akcionáři obdržené protiplnění zúročit, když chybí srovnání, jakých výnosů mohou dosáhnout vyvlastnění akcionáři reinvestováním protiplnění, jež jim bylo hlavním akcionářem vnučeno. Navrhovatel h) se dokonce podaným návrhem domáhal, aby soud podal u Ústavního soudu návrh na zrušení ustanovení § 183i až § 183n obchodního zákoníku, neboť tato ustanovení považoval navrhovatel h) za protiústavní, zjevně nerespektující čl. 4 odst. 4 Listiny základních práv a svobod.

4. K tomuto návrhu navrhovatele h) je nutno uvést, že nálezem pléna Ústavního soudu ze dne 27.3.2008, sp. zn. Pl. ÚS 56/05, byl zamítnut návrh na zrušení ustanovení § 183i až § 183n zákona č. 513/1991 Sb., obchodního zákoníku, podaný skupinou senátorů Senátu Parlamentu České republiky. V čl. 52 tohoto nálezu Ústavní soud mimo jiné konstatoval, že postavení akcionářů nelze srovnávat s členskými právy v jiných typech sdružení a společností. Podíl akcionáře je dán velikostí jeho investice a současně rizika, která z tohoto důvodu nese. Je-li akcionář držitelem 90 % akcií, vliv zbylých akcionářů na chod společnosti je mizivý a možnost podílet se na zásadních rozhodnutích o směřování je iluzorní. Nelze nevidět, že zákaz zneužití postavení může objektivně omezovat hlavního akcionáře s ohledem na přítomnost zbývajících akcionářů, naopak poukaz na možné zneužívání jejich práv není v tomto směru rozhodující. Zatím co situace 90% podílu se v případě hlavního akcionáře uplatňují v plné míře jak složky účasti, podnikání a kapitálu, minoritní akcionáři se podílí pouze kapitálově jako investoři, zatímco složka rozhodovací je prakticky potlačena. Bude-li jim však zajištěna přiměřená náhrada za takovou investici, nelze mít za takto nastavených podmínek nuceného výkupu námitky z hlediska ústavnosti. Nelze též vyloučit, že takové opatření může být i ku prospěchu minoritních akcionářů, neboť za určitých podmínek takový druh akcií ztrácí na své hodnotě a akcie se stávají neprodejnými, neboť o ně přestává být zájem. Proto vytvoření zákonné úpravy pro nucený výkup akcií lze za určité situace rovněž chápat jako možné zvýhodnění minoritních akcionářů z hlediska zvýšení zájmu o převzetí akciové společnosti. Výkladem právní úpravy proto nelze jednoznačně v rámci abstraktní kontroly dospět k závěru o neústavnosti této úpravy. Na základě využití možnosti nuceného výkupu není vyloučen zásah do ústavně zaručených práv společníků, ale takováto možnost sama o sobě neústavnost nezpůsobuje. To by mohlo nastat jen v případě, že by stát v rámci své ochranné funkce neposkytl minoritním akcionářům prostředky právní ochrany. V čl. 71 Ústavní soud dále konstatuje, že postup z hlediska minoritních akcionářů je upraven právě v ust. § 183k obch. zák. Stanovením výše přiměřeného protiplnění prostřednictvím nezávislého znaleckého posudku se Ústavní soud zabývá v čl. 66 nálezu, když vyloučení neústavnosti dovozuje i z požadavků zákona č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících (nestrannost znalce, jeho odborné znalosti a jeho vyloučení v případě podjatosti). To, že náklady na vyhotovení znaleckého posudku jsou hrazeny hlavním akcionářem, samo o sobě ještě nemůže vést k obecnému závěru, že tyto posudky jsou již tím vadné, protože stejnou námitku by bylo možno vznést v případě, pokud by byly hrazeny minoritním akcionářem. Pokud bylo v návrhu na zrušení uvedených zákonných ustanovení poukazováno na špatné zkušenosti s některými znalci, nemůže to vést k paušálnímu závěru, že takto bude v rozporu s požadavky zákona o znalcích a tlumočnících postupovat každý znalec. Zda je cena přiměřená je věcí odborného a nestranného znaleckého hodnocení. Závěrem Ústavní soud v čl. 84 konstatuje, že v daném případě neposuzoval konkrétní situaci v rámci provádění nuceného výkupu

účastnických cenných papírů v konkrétní akciové společnosti, nýbrž obsahové splnění ústavních požadavků na přijetí zákona a jeho soulad s ústavním pořádkem.

5. Shora uvedené závěry nálezu pléna Ústavního soudu je nutno aplikovat i v této projednávané věci.

6. Účastníci č. 1 a č. 2 se k návrhu vyjádřili podáním ze dne 30.6.2014 a k tomuto podání zároveň připojili znalecký posudek č. 273-2014 ze dne 25.6.2014 zpracovaný znaleckým ústavem Deloitte Advisory s.r.o. (dále jen znalec DA). Účastníci uvedli, že jimi předložený znalecký posudek splňuje všechny náležitosti a předpoklady vyžadované právními předpisy pro znalecké posudky a obsahuje doložku ve smyslu § 127a o.s.ř. Tento posudek je tak plně způsobilým a důvěryhodným důkazem, který nijak nenarušuje rovnost účastníků a je na něj třeba pohlížet jako na posudek vyžádaný soudem. Znalec DA v tomto posudku stanovil výši přiměřeného protiplnění za 1 akcii účastníka č. 2 jak k datu zpracování původního znaleckého posudku znalce E&Y (1.7.2005), tak k datu přechodu vlastnického práva k akciím na účastníka č. 1 jakožto hlavního akcionáře (30.9.2005). Účastníci č. 1 a č. 2 ve svém vyjádření dále uvedli, že cílem ocenění provedeného znalcem DA bylo nalézt výši protiplnění za akcie účastníka č. 2 tak, aby tato výše odpovídala tzv. spravedlivé hodnotě. Takovou hodnotu znalci definují jako „množství, které odškodní vlastníka nedobrovolně zbaveného majetku. Přirozeně je zde ochotný kupující, ale ne ochotný prodávající, a kupující může mít více znalostí než prodávající“. Výše protiplnění odpovídá spravedlivé hodnotě 1 akcie, která se vypočítá jako příslušný podíl na celkové hodnotě oceňované společnosti. Pro samotné ocenění společnosti Česká pojišťovna a.s. zvolil znalec DA 2 postupy – primární a doplňkový. Účastník č. 2 byl k datům ocenění společností s komplikovanou strukturou, která zahrnovala řadu dceřiných společností podnikajících v oblasti pojišťovnictví, bankovníctví, penzijních fondů, poskytování spotřebitelských úvěrů, ale i v dalších sektorech. Primárním postupem tedy bylo ocenění účastníka č. 2 po částech tak, že výsledná hodnota společnosti Česká pojišťovna a.s. je dána součtem hodnot jednotlivých společností ve skupině. Hodnotu těchto jednotlivých společností znalec DA zjistil kombinací zejména výnosových a majetkových metod. Primární postup se jevil jako optimální, neboť umožňoval zohlednit specifika jednotlivých společností ve skupině České pojišťovny a.s. Celková hodnota účastníka č. 2 stanovená na základě primárního postupu činí k 1.7.2005 60 200 mil. Kč, k 30.9.2005 62 000 mil. Kč. Jako doplňkový postup, jehož účelem bylo zejména ověřit výsledky vzešlé z primárního postupu, znalec DA zvolil ocenění společnosti jako celku na základě tržního přístupu metodou kapitálových trhů. Celková hodnota společnosti účastníka č. 2 stanovená na základě doplňkového postupu je určena k 1.7.2005 rozmezím 37 800 mil. Kč až 46 800 mil. Kč, k 30.9.2005 rozmezím 39 300 mil. Kč až 51 300 mil. Kč. Hodnoty stanovené na základě doplňkového postupu jsou nižší než hodnoty vyplývající z postupu primárního a znalec DA proto spravedlivou hodnotu 1 akcie odvodil z primárního postupu. Tato hodnota dle závěrů posudku znalce DA činí k 1.7.2005 20 195 Kč a k 30.9.2005 20 799 Kč. Je proto zřejmé, že protiplnění ve výši 21 288 Kč, které za 1 akcii o nominální hodnotě 1 000 Kč vyplatil hlavní akcionář vytěsněným menšinovým akcionářům, bylo přiměřené. V souvislosti s tím je nutno zdůraznit i tu skutečnost, že akcie účastníka č. 2 se v době svého obchodování nikdy neobchodovaly za vyšší cenu, než byla výše plnění vyplacená účastníkem č. 1 jakožto hlavním akcionářem. Z posudku znalce DA vyplývá, že průměrná cena akcie za 6 měsíců před 30.6.2005 byla 17 749 Kč, cena z konce obchodovacího dne 30.6.2005 byla 15 950 Kč.

7. Dále účastníci č. 1 a č. 2 ve svém vyjádření z 30.6.2014 uvedli, že posudek č. 15/1113917/05 znalce E&Y považují za dostatečně zdůvodněný, když zároveň konkrétní náležitosti tohoto zdůvodnění zákon neuvádí. Poukázali na to, že znalec E&Y určil hodnotu společnosti účastníka č. 2 k 1.7.2005 ve výši 62 897 mil. Kč, hodnotu 1 akcie z toho vyplývající ve výši 21 130 Kč a rozmezí pro určení výše přiměřeného protiplnění uvedl v hodnotách 20 549 Kč až 21 745 Kč za 1 akcii o nominální hodnotě 1 000 Kč. Pokud tedy valná hromada účastníka č. 2 dne 25.7.2005 určila přiměřené protiplnění ve výši 21 288 Kč za 1 akcii, nelze výši tohoto plnění považovat za nepřiměřenou. Pokud jde o případné alternativní investiční možnosti vytěsněných menšinových

akcionářů, za tyto nemůže být hlavní akcionář nijak odpovědný. Z toho důvodu také znalecké posudky znalců E&Y a AD neobsahují úvahy o tom, jaké výnosy mohou vytěsnění akcionáři dosáhnout investováním poskytnutého protiplnění. Stejně absurdním by se jevil nárok hlavního akcionáře na budoucí snížení protiplnění pro případ, že menšinová akcionáři naopak svou alternativní investici zhodnotí mimořádně dobře a jejich výnosy převýší výnosy z akcií, které do vlastnictví hlavního akcionáře dříve přešly. Účastníci č. 1 a č. 2 jsou proto přesvědčeni, že role hlavního akcionáře se vůči bývalým menšinovým akcionářům vyčerpala tím, že jim poskytl přiměřené protiplnění za přecházející akcie. Účastníci č. 1 a č. 2 s odkazem na všechny tyto skutečnosti navrhli, aby soud návrh na přezkoumání přiměřenosti protiplnění jako nedůvodný zamítl.

8. O tomto návrhu rozhodl Městský soud v Praze usnesením ze dne 13. 6. 2016, č.j. 31Cm 165/2005-214. Soud návrh zamítl v celém rozsahu, přičemž vycházel ze znaleckého posudku č. 15/1113917/05, zpracovaného dne 1. 7. 2005 znaleckým ústavem E&Y Valuation s.r.o. (znalec E&Y) na základě objednávky účastníka č. 2 jakožto tehdejšího hlavního akcionáře. Dále soud při svém rozhodování vycházel ze znaleckého posudku č. 273-2014 ze dne 25. 6. 2014, zpracovaného na základě zadání účastníka č. 1 znaleckým ústavem Deloitte Advisory s. r. o. (znalec DA). Ze závěrů znaleckého posudku znalce E&Y byla na základě určení výsledné hodnoty společnosti Generali Česká pojišťovna, a.s. určena přiměřená hodnota jedné akcie této společnosti v rozmezí 20 549 Kč až 21 745 Kč ke dni 1. 7. 2005. Dle tohoto posudku byly akcie účastníka č. 2 v posledních šesti měsících do 24. 6. 2005 obchodovány jednak na Burze cenných papírů Praha (BCPP) za průměrnou cenu 17 968 Kč za jednu akcií a dále na regulovaném trhu organizovaném společností RM – SYSTEM a.s. (RMS), a to za průměrnou cenu 17 886 Kč za jednu akcií, průměrná cena za jednu akcií na obou těchto veřejných trzích tak činila 17 922 Kč. Znalec závěrem konstatuje, že výše protiplnění 21 288 Kč za jednu akcií navržená hlavním akcionářem se nachází v rámci hodnot, které pro akcie společnosti znalec považuje za přiměřené na základě výnosové metody ocenění, a to spíše v oblasti vyšší hodnoty na jednu akcií.

9. Ze závěrů znaleckého posudku znalce DA vyplývá, že spravedlivá hodnota jedné akcie účastníka č. 2 činila k 1. 7. 2005 20 195 Kč a k 30. 9. 2005 činila 20 799 Kč. Jedná se o spravedlivou hodnotu jedné akcie plynoucí z odhadu hodnoty společnosti k těmto datům ocenění, přičemž průměrná hodnota jedné akcie účastníka č. 2 na BCPP činila za posledních šest měsíců před datem ocenění 17 749 Kč. Je zřejmé, že tyto hodnoty jsou nižší než protiplnění nabídnuté hlavním akcionářem ve výši 21 288 Kč za jednu akcií.

10. Proti znaleckému posudku znalce DA navrhovatelé vznášeli v průběhu řízení formální i věcné výhrady, s nimiž se soud vypořádal v odůvodnění uvedeného usnesení a neshledal proto důvod pro zadání znaleckého posudku znalci vybranému soudem. Posudek zpracovaný znalcem DA splňuje všechny požadavky včetně doložky dle § 127a o.s.ř. Posudek znalce DA na základě odborného posouzení a srozumitelného popisu oceňovacích přístupů dává ve svém závěru odpověď na odbornou skutkovou otázku, tj. určení výše hodnoty společnosti Generali Česká pojišťovna, a.s. k datu ocenění a spravedlivá hodnota jedné akcie této společnosti. Protože oba znalci dospěli k nižší spravedlivé hodnotě jedné akcie účastníka č. 2 k rozhodnému datu, než je hodnota 21 288 Kč poskytnutá účastníkem č. 1, soud návrh pro nedůvodnost zamítl.

Vrchní soud v Praze jako soud odvolací usnesením ze dne 31. 3. 2022, č.j. 7Cmo 168/2017-413, usnesení soudu prvního stupně zrušil a věc mu vrátil k dalšímu řízení. Jak vyplývá z odůvodnění tohoto rozhodnutí, odvolací soud nepřítakal námitkám odvolatelů, které zpochybňovaly důkazní sílu znaleckého posudku znalce DA opatřeného doložkou dle § 127a o.s.ř. Ztotožnil se tak s postupem soudu prvního stupně, když za podklad pro stanovení výše přiměřeného protiplnění za účastnický cenný papír vzal zdejší soud posudek znalce DA, který stanovil hodnotu podniku účastníka č. 2 a současně posoudil správnost závěrů znaleckého posudku znalce E&Y, přičemž posudek DA je opatřen doložkou podle § 127a o.s.ř. Jako důvodnou však odvolací soud shledal námitku odvolatelů v tom smyslu, že se soud prvního stupně v odůvodnění napadeného

rozhodnutí nezabýval přípustností použití přírážky za velikost podniku. Odvolací soud v odůvodnění svého rozhodnutí konstatoval, že přírážka za velikost podniku není přírážkou na úrovni akcionáře, nýbrž přírážkou na úrovni podniku. Zda bude tato přírážka 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 účastníkům řízení. Spravedlnost protiplnění je totiž nutné poměřovat ve vztahu ke všem zúčastněným subjektům, tedy nejen z pohledu vytěsněných vlastníků účastnických cenných papírů, aby bylo přiměřené (proporcionální) všem okolnostem. Odvolací soud proto shora citované rozhodnutí zdejšího soudu zrušil a věc mu vrátil k dalšímu řízení s tím, že znalecký posudek DA je nutno doplnit o výpočet hodnoty podniku bez použití přírážky za velikost podniku, kterou znalec DA ve svém posudku z 25. 6. 2014 aplikoval.

11. Usnesením ze dne 6. 6. 2023, č.j. 31 Cm 165/2005-502, soud podle § 107a o.s.ř. připustil, aby do řízení namísto všech dosavadních navrhovatelů vstoupil jako nový navrhovatel [titul] J. Z.. Toto usnesení nabylo právní moci dne 8. 7. 2023.

12. Usnesením ze dne 12. 1. 2023 č.j. 31Cm 165/2005-424 soud ustanovil Deloitte Advisory, s.r.o. znalcem v oboru ekonomika, odvětví oceňování podniku a jeho částí. Znalci uložil, aby podal písemný znalecký posudek jako doplněk k jeho znaleckému posudku č. 273-2014 ze dne 25. 6. 2014. Předmětem doplnku ke znaleckému posudku mělo být určení hodnoty podniku účastníka č. 2 ke dni 1. 7. 2005 a ke dni 30. 9. 2005, a to stejnou metodou, která byla použita v původním znaleckém posudku znalce DA, avšak bez použití prémie za malou tržní kapitalizaci, t.j. bez použití tzv. přírážky za velikost podniku.

13. Znalec DA podal znalecký posudek č. 1265/2023 ze dne 28. 2. 2023 jako dodatek č. 1 ke znaleckému posudku č. 273-2014 ze dne 25. 6. 2014. V doplnku znaleckého posudku v odstavci 3.5 na straně 26 uvádí znalec DA, že ocenění oceňovaných společností bez použití prémie za malou tržní kapitalizaci spočívalo pouze a výhradně v tom, že při ocenění těchto společností byla z odhadu diskontních měř uvedeného v původním znaleckém posudku bez ohledu na jejich velikost „mechanicky“ odstraněna prémie za malou tržní kapitalizaci. Z odstavce 3.6 na straně 29 posudku dále vyplývá, že znalec nejprve určil společnosti, jejichž ocenění v původním znaleckém posudku bylo ovlivněno použitím odhadu diskontní míry zahrnujícím prémii za malou tržní kapitalizaci. Následně provedl odhad diskontní míry bez použití prémie za malou tržní kapitalizaci. Při tomto odhadu znalec nijak nevyhodnocoval (tržní kapitalizaci) oceňovaných společností a prémii za malou tržní kapitalizaci vyloučil všude, kde byla v původním znaleckém posudku aplikována. Ocenění v tomto doplnku znaleckého posudku je tedy identické s oceněním provedeným v původním znaleckém posudku, pouze s jedinou výjimkou, spočívající v nepoužití prémie za malou tržní kapitalizaci. Dále ze závěru ocenění vyplývá, že výsledkem ocenění bez použití prémie za malou tržní kapitalizaci je tzv. argumentační hodnota podniku účastníka č. 2. Tato argumentační hodnota podniku činila k 1. 7. 2005 bez použití prémie za malou tržní kapitalizaci 70 600 mil. Kč a v důsledku nepoužití uvedené prémie se tak hodnota zvýšila o 17,3 %. Argumentační hodnota podniku účastníka č. 2 k 30. 9. 2005 se v důsledku nepoužití prémie za malou tržní kapitalizaci zvýšila oproti odhadu v původním znaleckém posudku ve výši 71 800 mil. Kč o 15,8 %. Argumentační hodnota jedné akcie účastníka č. 2 o jmenovité hodnotě 1 000 Kč k datu 1. 7. 2005 činila bez použití prémie za malou tržní kapitalizaci 23 684 Kč. Argumentační hodnota této akcie k 30. 9. 2005 bez použití prémie za malou tržní kapitalizaci činila 24 086 Kč.

14. Znalec DA dále považoval za potřebné interpretovat výsledky doplnku k původnímu znaleckému posudku v článku 4 na straně 31 doplnku. Uvedl, že oproti ocenění uvedenému v původním znaleckém posudku, kde byla prémie za malou tržní kapitalizaci použita, došlo v doplnku ke znaleckému posudku k navýšení odhadu hodnoty podniku a tedy i k navýšení ceny akcie účastníka č. 2 k datu 1. 7. 2005 o 17,3 % a k datu 30. 9. 2005 o 15,8 %. Pokud prémie za malou tržní kapitalizaci není použita (přičtena), je odhad diskontní míry nepřiměřeně nízký. Efekt

zkreslení odhadu diskontní míry je významný u společnosti, které dle znalce odpovídá prémie za malou tržní kapitalizaci ve výši 1,81 %, ještě více zkreslený je u zbylých menších oceňovaných společnostech, kterým dle znalce odpovídá prémie za malou tržní kapitalizaci 4,02 %. Takto směrem dolů zkreslený odhad diskontní míry v konečném důsledku zkresluje samotné ocenění oceňovaného podniku společnosti a v rozporu s ekonomickou realitou zvyšuje hodnotu oceňovaného podniku a potažmo i hodnotu akcií směrem nahoru. Nepoužití prémie za malou tržní kapitalizaci v odhadu diskontní míry v ocenění provedeném v doplňku znaleckého posudku tedy vede k ponechání vnitřního rozporu, je tedy zkreslené a v rozporu s ekonomickou realitou, a to neodůvodněně směrem nahoru. Absence prémie za malou tržní kapitalizaci sama o sobě snižuje odhad diskontní míry. Nižší odhad diskontní míry sám o sobě zvyšuje výsledek ocenění. Ocenění bez prémie za malou tržní kapitalizaci provedené v tomto doplňku proto nelze hodnotit jako ekonomicky smysluplné, protože klíčový parametr – diskontní míra – je pro oceňované společnosti díky nepoužití uvedené prémie zkreslený a tudíž nevhodný a nepřiměřený. Vhodný je pouze pro největší světové společnosti, respektive pro mnohem větší společnosti, než je oceňovaná společnost účastníka č. 2. Výsledná hodnota podniku, respektive hodnota akcie stanovená bez použití prémie za malou tržní kapitalizaci je hodnotou, jejíž výši nelze ekonomicky odůvodnit. Takto stanovená výsledná hodnota je vyšší než tržní hodnota podniku, respektive vyšší než spravedlivá hodnota akcie společnosti. Je zjevné, že ocenění bez použití prémie za malou tržní kapitalizaci provedené v tomto doplňku obsahuje významný vnitřní rozpor a není tedy ekonomicky smysluplné. Vzhledem k absenci ekonomické smysluplnosti a zkreslení ekonomické reality platí, že ocenění provedené v tomto doplňku není v souladu se standardem hodnoty tržní hodnota podniku, a tedy ani se standardem hodnoty spravedlivá hodnota akcie. Ocenění bez použití uvedené prémie provedené v tomto doplňku znaleckého posudku v sobě proto nenese informaci, která je s ohledem na účel ocenění požadována, tedy informaci o tržní hodnotě podniku a o spravedlivé hodnotě akcie. Toto ocenění tak není z odborného hlediska pro účely soudního stanovení výše přiměřeného protiplnění použitelné. Takové ocenění je použitelné pouze pro zodpovězení otázky, jaká by byla hodnota oceňovaných společností, pokud by snad velikostí patřily mezi největší společnosti na světě. Takovéto ocenění, které je v důsledku nepoužití prémie za malou tržní kapitalizaci v rozporu s ekonomickou realitou a jehož výši nelze ekonomicky odůvodnit, je v doplňku znaleckého posudku označováno jako argumentační hodnota podniku, respektive argumentační hodnota akcie společnosti. Na straně 38 pak znalec shrnuje závěr doplňku znaleckého posudku tak, že spravedlivá hodnota jedné akcie účastníka č. 2 o jmenovité hodnotě 1 000 Kč při ocenění s použitím prémie za malou tržní kapitalizaci v odhadu diskontní míry činila k 1. 7. 2005 20 195 Kč a k 30. 9. 2005 20 799 Kč.

15. Zástupce zpracovatele doplňku znaleckého posudku Radovan Fišer na jednání ve věci samé konaném dne 31. 7. 2023 mimo jiné vypověděl, že nepoužití přírážky za malou tržní kapitalizaci postrádá ekonomický smysl a je ve vnitřním rozporu ze zjištění učiněnými v původním znaleckém posudku. Je třeba vycházet z toho, jaká je situace na finančních trzích v reálném světě, kde probíhají transakce mezi investory při použití přírážky za velikost podniku. Má-li se tedy dospět k tržní či spravedlivé hodnotě podniku a jeho akcií, je třeba vycházet z toho, jak funguje trh v reálném světě, který funguje právě s použitím uvedené přírážky. Pokud tato přírážka nebude aplikována, pak výpočty či zjištění vycházejí z nereálných předpokladů. Někteří teoretici či praktici zastávají názor, že uvedená přírážka při výpočtu hodnoty podniku nemá být použita, nicméně tyto názory jsou dle znalostí zpracovatelů znaleckého posudku v menšině a nejedná se tak o převažující část odborníků, kteří by uvedenou přírážku při výpočtu nepoužívali. Pokud jde o velikost podniku účastníka č. 2, znalci při zpracování znaleckého posudku vycházeli z pohledu globálního investora, přičemž pohled optikou českého trhu je zcela irelevantní, tudíž neřešili velikost podniku účastníka č. 2 z hlediska české optiky. Znalci v doplňku znaleckého posudku oceňovali společnost bez použití předmětné přírážky tak, jako by se jednalo o jednu z největších společností na světě z globálního pohledu. Jedná se tedy o nereálné ocenění, které nemá žádnou argumentační hodnotu. Tzv. velikostní přírážka je považována za potřebnou, neboť empirické studie prokázaly změnu diskontní

míry spolu s velikostí každého podniku, přičemž investoři při svém rozhodování berou velmi v úvahu velikost společností a k této otázce vždy přihlížejí. I ty nejserióznější firmy použití velikostní příirážky nepochybují. Při nepoužití velikostní příirážky v doplňku znaleckého posudku by pak vlastně závěr vyzněl tak, že by se ke společnostem z portfolia účastníka č. 2 mělo přistupovat jako k těm největším na světě, u kterých je tato příirážka, nulová, neboť tyto společnosti jsou z pohledu investora bezpečnější a investice do nich jsou nejméně rizikové. V doplňku znaleckého posudku jsou tak uvedeny fiktivní hodnoty, které nejsou relevantní pro nějaké tržní úvahy. Nelze porovnávat společnosti oceňované ve znaleckém posudku a jeho doplňku s největšími společnostmi v globálním měřítku, které jsou téměř bezrizikové. Pokud by měli znalci zpracovávat znalecký posudek v současné době, jejich přístup by se nezměnil a použili by stejné metody jako v roce 2014 při zpracování původního posudku, přičemž by zároveň použili velikostní příirážku. Dle názoru znaleckého ústavu je tato příirážka nezbytná, což vyplývá z nejnovějších odborných článků i z praxe na investičních trzích.

16. K uvedené příirážce za menší velikost podniku (velikostní příirážce, prémii za malou společnost, popřípadě prémii za malou tržní kapitalizaci) se ve svých podáních vyjadřovali i účastníci. Poukázali především na to, že do ocenění by měly být zahrnuty všechny objektivní faktory ovlivňující hodnotu celého podniku, tak, aby to odpovídalo spravedlivé hodnotě a aby nebyli zvýhodněni menšinoví akcionáři a zároveň aby nebyl poškozen hlavní akcionář. Tuto příirážku používá Komise pro cenné papíry i Česká národní banka a její aplikaci v českém prostředí podporuje i odborná literatura. Jedná se o příirážku na úrovni celého podniku, nikoliv jen na úrovni akcionáře. To znamená, že tato příirážka dopadá stejnou měrou na všechny akcionáře bez ohledu na velikost jejich podílu a zohledňuje tak objektivní skutečnost, tedy velikost podniku. Všichni akcionáři jakožto investoři do společnosti nesou stejná rizika spjatá s velikostí společnosti přímo úměrně své účasti na společnosti dle velikosti svých podílů. Riziko investice tak dopadá na všechny akcionáře rovnoměrně.

17. Se shora uvedeným názorem se ztotožňuje i soud, který na základě závěrů znaleckého posudku DA a jeho doplňku z 28. 2. 2023 dospěl k tomu, že v případě ocenění podniku účastníka č. 2 za účelem zjištění spravedlivé hodnoty jeho akcií při určení přiměřeného protiplnění ve prospěch vytěsněných menšinových akcionářů je třeba premii za malou tržní kapitalizaci, tedy velikostní příirážku, jednoznačně aplikovat, neboť v opačném případě postrádá uvedené ocenění ekonomický smysl, což je závěr, k němuž znalci dospěli. Ze závěrů znaleckého posudku přitom vyplývá, že spravedlivá hodnota jedné akcie společnosti účastníka č. 2 ke dni 1. 7. 2005 činila 20 195 Kč a ke dni 30. 9. 2005 činila 20 799 Kč. Poskytnuté plnění přitom činilo 21 288 Kč a návrh proto nebyl shledán důvodným.

18. V neposlední řadě pak soud odkazuje na rozhodnutí Nejvyššího soudu ze dne 23. 11. 2021, z sp. zn. 27Cdo 155/2021, z něhož mimo jiné vyplývá, 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), aby bylo toto protiplnění přiměřené (proporcionální) všem okolnostem. Z požadavku přiměřenosti (spravedlnosti) mimo jiné plyne, že protiplnění zásadně nesmí být nižší než tržní hodnota účastnických cenných papírů v době před vytěsněním, lze-li ji objektivně určit. Jak vyplývá ze znaleckého posudku znalce E&Y ze dne 25. 6. 2014, v posledních 6 měsících před 24.6. 2005 se akcie společnosti účastníka č. 2 obchodovaly na BCPP za cenu 17 968 Kč za jednu akcii a v RMS v ceně 17 886 Kč za jednu akcii. Jak vidno, hodnota poskytnutého protiplnění 21 288 Kč za jednu akcii cenu akcií na veřejných trzích rovněž výrazně převyšuje.

19. S odkazem na všechny shora uvedené závěry soud za použití § 183i, § 183j, § 183k a § 183m zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník ve znění účinném do 28. 9. 2005 návrh pro nedůvodnost zcela zamítl.

20. Pro úplnost soud ještě uvádí, že usnesení valné hromady účastníka č. 2 ze dne 25. 7. 2005 bylo do obchodního rejstříku zapsáno dne 8. 8. 2005 a v obchodním věstníku bylo toto usnesení zveřejněno dne 31. 8. 2005, jak vyplývá z výpisu z tohoto věstníku. Všechny návrhy podané pod shora uvedenými spisovými značkami tak byly podány v rámci měsíční prekluzivní lhůty uvedené v § 183k odstavec 1 obch. zák.

21. O náhradě nákladů řízení rozhodl soud dle § 142 odstavec 1 o.s.ř. a za použití tohoto ustanovení přiznal plnou náhradu nákladů oběma procesně úspěšným účastníkům. Náklady obou těchto účastníků jsou představovány odměnou za jejich právní zastoupení, přičemž sazba odměny za jeden úkon právní služby je určena dle § 9 odst. 4 písm. c) vyhlášky č. 177/1996 Sb., advokátní tarif, tedy z tarifní hodnoty 50 000 Kč, a to s přihlédnutím k ustanovení § 12 odst. 4 této vyhlášky. Výše odměny za jeden úkon právní služby tak činí 2 480 Kč, přičemž soud přiznal každému z účastníků odměnu ve výši 26 910 Kč za předešlé řízení před soudem prvního stupně, které skončilo vydáním usnesení ze dne 13. 6. 2016, č.j. 31Cm 165/2005-214. Dále soud přiznal oběma účastníkům odměnu za dalších 12 níže uvedených úkonů právní služby za řízení před odvolacím soudem a za další řízení před soudem prvního stupně po zrušení jeho původního rozhodnutí. Konkrétně se jedná o tyto úkony:

- 1) vyjádření z 30. 6. 2017 k podanému odvolání
- 2) vyjádření z 25. 9. 2018
- 3) vyjádření z 22. 11. 2018
- 4) vyjádření z 21. 9. 2020
- 5) vyjádření z 15. 3. 2021
- 6) vyjádření ze 7. 10. 2021
- 7) vyjádření ze 14. 3. 2022
- 8) účast právního zástupce na jednání před odvolacím soudem dne 15. 10. 2021
- 9) vyjádření z 19. 4. 2023
- 10) účast právního zástupce na jednání před Městským soudem v Praze dne 31. 7. 2023
- 11) vyjádření z 6. 12. 2023
- 12) účast právního zástupce na jednání před Městským soudem v Praze dne 13. 12. 2023, na němž došlo k vyhlášení rozhodnutí ve věci samé.

22. Za každý z těchto úkonů přísluší rovněž odměna ve výši 2 480 Kč právnímu zástupci každého z účastníků, vyjma úkonu č. 12, kde přísluší pouze poloviční sazba ve výši 1 240 Kč. Celková odměna u každého z účastníků za uvedených 12 úkonů právní služby činí 28 520 Kč plus 12 x režijní paušál po 300 Kč plus 21 % DPH ve výši 6 745 Kč, což činí celkem 38 865 Kč u každého z účastníků. S připočtením odměny za dřívější řízení před zdejším soudem ve výši 26 910 Kč činí náklady právního zastoupení každého z obou účastníků 65 775 Kč.

23. U účastníka č. 1 soud dále k náhradě shora uvedených nákladů připočetl náklady důkazu ve výši 622 424 Kč, což je cena doplnku znaleckého posudku z 28. 2. 2023, kterou účastník č. 1 zaplatil ve formě zálohy v plné výši. Náklady účastníka č. 1 tak činí celkem 688 199 Kč. O náhradě těchto nákladů soud rozhodl za použití § 9 odst. 4 písm. c), § 11 odst. 1 písm. a), d), g), § 11 odst. 2 písm. f), § 12 odst. 4 a § 13 odst. 4 shora citované vyhlášky.

**Poučení:**

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

Praha 13. prosince 2023

JUDr. Alena Hrdličková v. r.  
soudkyně