

KOMENTÁŘE WOLTERS KLUWER

Jan Lasák, Petr Vybíral, Luboš Jemelka,
Josef Kotásek, Libor Němec a kol.

Zákon o nabídkách převzetí

Komentář



Wolters Kluwer
Česká republika

Vzor citace: LASÁK, J., VYBÍRAL, P., JEMELKA, L., KOTÁSEK, J., NĚMEC, L. a kol.
Zákon o nabídkách převzetí. Komentář. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2012. 708 s.

Autoři jednotlivých paragrafů:

JUDr. Jan Lasák, LL.M.: úvod, § 1, 10, 13, 14–16, 32–34, 50–53

Mgr. et Bc. Petr Vybíral, LL.M.: úvod, § 1, 2, 4–7, 10, 11, 13, 20–24, 35–45, 49

JUDr. et Mgr. Luboš Jemelka: § 12, 13, 54–70

doc. JUDr. Josef Kotásek, Ph.D.: úvod, § 3, 8–9,

JUDr. Libor Němec: § 10, 11, 17–19, 25, 26–31, 46–48

Mgr. Radan Marek, LL.M.: § 1, 10, 11, 25

Ing. Dalibor Bucek: § 6, 7, 15, 20, 25, 43

KATALOGIZACE V KNIZE – NÁRODNÍ KNIHOVNA ČR

Zákon o nabídkách převzetí : komentář / Jan Lasák ... [et al.]. – Vyd. 1. – Praha : Wolters Kluwer ČR, 2012. – 708 s. – (Komentáře Wolters Kluwer)
ISBN 978-80-7357-888-6 (váz.)

347.74:336.763 * (437.3)

– nabídky převzetí – Česko

– zákony

– komentáře

347 – Soukromé právo [16]

Právní stav publikace je ke dni 1. 6. 2012.

© JUDr. Jan Lasák, LL.M., Mgr. et Bc. Petr Vybíral, LL.M., JUDr. et Mgr. Luboš Jemelka, doc. JUDr. Josef Kotásek, Ph.D., JUDr. Libor Němec, Mgr. Radan Marek, LL.M., Ing. Dalibor Bucek, 2012.

ISBN 978-80-7357-888-6 (váz.)

ISBN 978-80-7357-889-3 (e-pub)

ISBN 978-80-7357-246-6 (mobi)

ISBN 978-80-7357-247-3 (pdf)

OBSAH

Seznam použitých zkratk	IX
Předmluva	XI
Úvod	XII

Zákon č. 104/2008 Sb. ze dne 19. března 2008 o nabídkách převzetí a o změně některých dalších zákonů (zákon o nabídkách převzetí) 1

§ 1–64 ČÁST PRVNÍ NABÍDKY PŘEVZETÍ. 1

§ 1–4 HLAVA I Základní ustanovení 1

§ 1 Předmět úpravy 1

§ 2 Vymezení pojmů 8

§ 3 Zásady nabídky převzetí. 34

§ 4 (*Zastření nabídky*) 45

§ 5–7 HLAVA II Nabídka převzetí se zahraničním prvkem 46

§ 5 (*Kolizní normy pro nabídky převzetí v rámci EHP*) 46

§ 6 (*Evropský pas pro nabídku převzetí*) 61

§ 7 (*Uveřejnění zahraniční nabídky převzetí*) 66

§ 8–34 HLAVA III Nabídka převzetí 70

§ 8 Ochrana vnitřních informací a ochrana
před deformacemi trhu. 70

§ 9 (*Komunikace mezi navrhovatelem a cílovou společností,
ochrana informací*) 84

§ 10 Nabídkový dokument. 87

§ 11 Další náležitosti nabídkového dokumentu 136

§ 12 Oznámení nabídky převzetí. 138

§ 13 Učinění nabídky převzetí 144

§ 14 Informování zaměstnanců 174

§ 15 Povinnost neutrality orgánů cílové společnosti 183

§ 16 Stanovisko orgánů cílové společnosti. 216

§ 17 Omezení oprávnění nabývat nebo czizovat účastnické
cenné papíry papíry cílové společnosti navrhovatelem
a dalšími osobami 244

§ 18 Následky porušení zákazu nabývat nebo czizovat
účastnické cenné papíry cílové společnosti 256

§ 19 Povinnosti osob zájmově zúčastněných na nabídce převzetí . . 259

§ 20 Protiplnění při nabídce převzetí 261

§ 21	Částečná nabídka převzetí	265
§ 22	Podmíněná nabídka převzetí	269
§ 23	Změna a odvolání nabídky převzetí	271
§ 24	Doba závaznosti nabídky převzetí	278
§ 25	Vznik smlouvy	285
§ 26	Oznámení uzavření smlouvy	291
§ 27	Odstoupení od smlouvy	295
§ 28	Způsob oznámení	298
§ 29	Ochranná lhůta	298
§ 30	Zákaz nabytí účastnických cenných papírů cílové společnosti po ukončení doby závaznosti nabídky převzetí ..	305
§ 31	Uveřejnění výsledků nabídky převzetí	310
§ 32	Pravidlo průlomu	311
§ 33	Odškodnění při průlomu	339
§ 34	Pravidlo rovných podmínek	351
§ 35–45	HLAVA IV Povinná nabídka převzetí	359
§ 35	Nabídková povinnost	359
§ 36	Nabídková povinnost skupiny spolupracujících osob	379
§ 37	Přičítaná hlasovací práva	391
§ 38	Nezapočítávaná hlasovací práva	401
§ 39	Výjimky z nabídkové povinnosti	407
§ 40	Dočasné nabytí	422
§ 41	Ostatní případy zániku nabídkové povinnosti	428
§ 42	Zvláštnosti při povinné nabídce převzetí	432
§ 43	Protiplnění při povinné nabídce převzetí	438
§ 44	Změna výše protiplnění Českou národní bankou	451
§ 45	Snížení výše protiplnění při odvracení úpadku	460
§ 46–48	HLAVA V Konkurenční nabídka převzetí	462
§ 46	(Konkurenční nabídky)	462
§ 47	(Pravidla souběhu)	466
§ 48	(Odstoupení akceptantů konkurenční nabídky od smlouvy) ..	470
§ 49	HLAVA VI Dodatečná nabídková povinnost	471
§ 49	(Právo sell-out)	471
§ 50–53	HLAVA VII Následky porušení povinnosti při nabídce převzetí	476
§ 50	Žaloba pro nesplnění nabídkové povinnosti	476
§ 51	Odpovědnost za nabídku převzetí	488
§ 52	Žaloba na dorovnání	508
§ 53	Pozastavení hlasovacích práv	515
§ 54–56	HLAVA VIII Zvláštní ustanovení pro řízení před Českou národní bankou	521
§ 54	(Zvláštní ustanovení o řízení)	521
§ 55	(Procesní speciality)	526
§ 56	(Žádost o souhlas)	529
§ 57–63	HLAVA IX Dohled	532

§ 57–60	Díl 1	Předmět a nástroje dohledu a opatření k nápravě	532
	§ 57	Předmět dohledu	532
	§ 58	Nástroje dohledu	535
	§ 59	Společné ustanovení	538
	§ 60	Opatření k nápravě	540
§ 61–63	Díl 2	Správní delikty	542
	§ 61	Přestupky	542
	§ 62	Správní delikty právnických a podnikajících fyzických osob	553
	§ 63	Společná ustanovení ke správním deliktům	563
§ 64	HLAVA X	Přechodná ustanovení	570
	§ 64	(<i>Přechodná ustanovení</i>)	570
§ 65–66	ČÁST DRUHÁ	ZMĚNA OBCHODNÍHO ZÁKONÍKU	572
	§ 65	(<i>Změna obchodního zákoníku</i>)	572
	§ 66	Přechodná ustanovení	578
§ 67	ČÁST TŘETÍ	ZMĚNA ZÁKONA O DOHLEDU V OBLASTI KAPITÁLOVÉHO TRHU A O ZMĚNĚ DALŠÍCH ZÁKONŮ	581
	§ 67	(<i>Změna zákona o dohledu v oblasti kapitálového trhu</i>)	581
§ 68	ČÁST ČTVRTÁ	ZMĚNA ZÁKONA O PODNIKÁNÍ NA KAPITÁLOVÉM TRHU	583
	§ 68	(<i>Změna zákona o podnikání na kapitálovém trhu</i>)	583
§ 69	ČÁST PÁTÁ	ZMĚNA OBČANSKÉHO SOUDNÍHO ŘÁDU	585
	§ 69	(<i>Změna občanského soudního řádu</i>)	585
§ 70	ČÁST ŠESTÁ	ÚČINNOST	587
	§ 70	(<i>Účinnost</i>)	587
		Seznam použité literatury	589
		Seznam použitých právních předpisů	591
		Přílohy	
		Česká národní banka: Časté dotazy	593
		Komise pro cenné papíry: Znalecké posudky pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů (ZNAL)	612
		Směrnice Evropského parlamentu a rady 2004/25/ES	634
		Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council	647
		Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates	660
		O autorech	675
		Rejstřík	677

SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK

Listina	usnesení předsednictva České národní rady č. 2/1993 Sb., o vyhlášení LISTINY ZÁKLADNÍCH PRÁV A SVOBOD jako součásti ústavního pořádku České republiky
Ústava ČR	ústavní zákon č. 1/1993 Sb., Ústava České republiky
zák. o nab. přev.	zákon č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí a o změně některých dalších zákonů (zákon o nabídkách převzetí), ve znění pozdějších předpisů
obč. zák.	zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů
obch. zák.	zákon č. 613/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů
o. s. ř.	zákon č. 99/1963 Sb., občanský soudní řád, ve znění pozdějších předpisů
spr. ř.	zákon č. 500/2004 Sb., správní řád, ve znění pozdějších předpisů
zák. o přest.	zákon č. 200/1990 Sb., o přestupcích, ve znění pozdějších předpisů
zák. o ČNB	zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů
zák. d. kap. t.	zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů
zák. pod. kap. t.	zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů
zák. o veř. zak.	zákon č. 137/2006 Sb., o veřejných zakázkách, ve znění pozdějších předpisů
zák. o ochr. hosp. s.	zákon č. 143/2001 Sb., o ochraně hospodářské soutěže a o změně některých zákonů (zákon o ochraně hospodářské soutěže), ve znění pozdějších předpisů

zák. o evrop. společ.	zákon č. 627/2004 Sb., o evropské společnosti, ve znění pozdějších předpisů
zák. pr.	zákon č. 262/2006 Sb., zákoník práce, ve znění pozdějších předpisů
směr. o nab. převz.	směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES, o nabídkách převzetí
zák. o kol. invest.	zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování – § 32 <i>odst. 2</i>
směrnice MiFID	směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, o trzích finančních nástrojů („MiFID“)
zák. o bankách	zákon č. 21/1992 Sb., o bankách, ve znění pozdějších předpisů
zák. o poj.	zákon č. 277/2009 Sb., o pojišťovnictví, ve znění pozdějších předpisů
tr. zák.	zákon č. 40/2009 Sb., trestní zákoník, ve znění pozdějších předpisů
zák. o cen. pap.	zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů
zák. o přem.	zákon č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev, ve znění pozdějších předpisů
insolv. zák.	zákon č. 182/2006 Sb., o úpadku a způsobech jeho řešení (insolvenční zákon), ve znění pozdějších předpisů
WpÜG	Wertpapierübernahmegesetz – německý zákon o nabídkách převzetí
z. m. p. s.	zákon č. 97/1963 Sb., o mezinárodním právu soukromém a procesním, ve znění pozdějších předpisů
z. d. p.	zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů
zák. o úč.	zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů
Řím I	nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 593/2008, o právu rozhodném pro smluvní závazkové vztahy (Řím I)
Řím II	nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 864/2007, o právu rozhodném pro mimosmluvní závazkové vztahy (Řím II)

PŘEDMLUVA

Do rukou se vám dostává komentář k zákonu o nabídkách převzetí, který má ambici stát se uceleným pojednáním o problematice nabídek převzetí v České republice. K nabídkám převzetí můžeme přitom v České republice po roce 2008, kdy byl zákon o nabídkách převzetí přijat, konstatovat mnohé. Například to, že v současnosti nejsou nabídky převzetí příliš využívány, což souvisí mimo jiné se stavem českého kapitálového trhu. To však neznamená, že by právní úprava nabídek převzetí byla zcela ve stadiu hibernace, zejména pokud jde o povinnou nabídku převzetí, respektive posouzení, zda v konkrétním případě vzniká nabídková povinnost či nikoliv.

Kolektiv mladých autorů se zevrubně věnuje klíčovým institutům právní úpravy nabídek převzetí (viz především partie věnované problematice vnitřních informací, pravidlu neutrality nebo vzniku nabídkové povinnosti). Zároveň však v díle neopomíjejí upozornit na některé historické či komparativní souvislosti úpravy nabídek převzetí. Činí tak při vědomí toho, že samotná česká úprava nabídek převzetí a nabídkové povinnosti má svůj neoddiskutovatelný původ v úpravě komunitární, resp. v jiných evropských či světových úpravách tohoto institutu.

Předkládané dílo představuje zdařilý komentář příslušné právní úpravy, resp. praktický návod pro jejího uživatele, ať již půjde o laickou, či odbornou veřejnost. K tomu se navíc při rozboru některých zásadních otázek, a hledání odpovědi na ně, autoři věnují nejen problematice nabídek převzetí jako takových, ale takřka stejnou pozornost věnují otázkám blízkých, resp. přímo souvisejících právních oborů, jakými jsou bezpochyby otázky práva korporátního či smluvního, jakož i regulace kapitálových trhů.

prof. JUDr. Jan Dědič

Praha, červen 2012

ÚVOD

1. Ekonomické teorie nabídek převzetí

Snaha o získání kontroly nad akciovou společností a jejími zdroji má mnoho podob. V první řadě může k ovládnutí společnosti dojít akvizicí na základě kupní smlouvy o prodeji podniku (resp. jen příslušného majetku). Druhou variantou je potom nepřímá cesta – získání podílů ve společnosti, do jejíž vlivové sféry poptávané zdroje spadají. V prvním případě získává kupující kontrolu přímo nad podnikem či majetkem (*asset deal*), v druhém případě „pouze“ kontrolu nad společností (*share deal*). U nabídek převzetí jde o druhou variantu.

Získání kontrolního podílu, tj. takového množství účastnických cenných papírů, které svému majiteli zajišťují ovládání společnosti, může být dosaženo různými způsoby. Kontrolní balík může být např. přímo zakoupen nebo směněn s majoritním akcionářem. Zájemce také může zvolit méně nápadnou cestu sukcesivního nabývání příslušných podílů na veřejném trhu (*creeping takeover*).

V případě, že se akcie obchodují na státem regulovaném trhu, může být ale obojí značně ztíženo. Na veřejném trhu se zpravidla obchoduje s cennými papíry, které jsou rozptýleny mezi jednotlivými investory, takže často nebude mít zájemce k dispozici majoritního vlastníka, kterého by mohl svou nabídkou oslovit. Postupné nabývání akcií může být ekonomickým hazardem, neboť se zpravidla projeví – z pohledu zájemce nepříznivě – na kurzu poptávaných cenných papírů. I další z teoretických variant, které přichází v úvahu, např. získání akcií společnosti při zvýšení základního kapitálu (za současného vyloučení upisovacího práva dosavadních akcionářů) či různé využití podnikových kombinací, naráží na své limity dané zejména normami společnostního práva.

Jedinou variantou tak může zůstat cesta prostřednictvím instrumentů kapitálového trhu – cesta veřejné nabídky směřující ke všem vlastníkům příslušných účastnických cenných papírů. Od shora uvedených možností ji odlišuje její zásadní opominutí statutárních orgánů společnosti. Nabízející se zde obrací přímo na akcionáře a vztahy mezi účastníky mají povahu vztahů mezi subjekty kapitálového trhu (mezi vlastníkem a potenciálním kupcem kótovaného cenného papíru). Společnost samotná je spíše než aktivním účastníkem předmětem obchodu (proto se o ní také hovoří jako o „cílové společnosti“).

2. Význam a funkce dobrovolných nabídek převzetí

Efekt dobrovolných nabídek převzetí a důvody, proč je navrhovatelé činí, se pokouší vysvětlit množství teorií, jejichž mateřskou zemí jsou povětšinou Spojené státy. Zatímco některé z teorií zdůrazňují ekonomické výhody převzetí (např. synergii propojení řízení

navrhovatele a cílové společnosti), jiné akcentují iracionální nebo zavrženíhodné důvody akvizičních rozhodnutí (podle toho, zda je tvůrce příslušné hypotézy zastáncem nabídek či ne).

- a) Jedna z klasických hypotéz se snaží vysvětlit existenci a význam nabídek převzetí synergickým efektem. Podle ní tvoří propojení navrhovatele s cílovou společností více než jen pouhý součet jejich produkčních a finančních potenciálů (obvykle je tento efekt demonstrován „rovnicí“ $1 + 1 = 3$). Po nabytí kontrolního podílu ve společnosti má dojít ke snížení nákladů (poklesu transakčních nákladů a také fixních nákladů, které jsou rozloženy na větší produkční plochu) a – zvláště tam, kde navrhovatel a cílová společnost nepůsobí ve stejném odvětví – také k rozložení rizika při odvětvové recesi, a tudíž i k poklesu nebezpečí insolvence. Při odvětvových převzetích se také zvyšuje podíl na příslušném trhu. Synergie může být také jen projevem hlavního efektu, jehož se navrhovatel snaží dosáhnout – monopolizace nebo alespoň omezení konkurence u mimořádně koncentrovaných odvětví.¹⁾ Teorie synergie je již delší dobu předmětem ekonomických průzkumů. Z nich vyplývá, že prakticky tuto teorii potvrdit nelze. Studie zabývající se dlouhodobostí vztahu navrhovatel – cílová společnost dokazují, že ve většině případů (odhadem až v 90 %) jsou podíly na převzatých společnostech po nějaké době znovu prodány. Úspěšnější jsou pouze transakce, kdy navrhovatel i cílová společnost pochází ze stejného hospodářského oboru.²⁾ Shora uvedené by znamenalo, že předpokládané synergické efekty se nedostavily, anebo spíše že nebyly hlavním motivem převzetí. V takovém případě je třeba hledat motivy nabídek převzetí jinde.
- b) Další teorie, jejímiž autory jsou reprezentanti tzv. Chicagské školy,³⁾ se snaží objasnit existenci nabídek převzetí ve snaze o odstranění neefektivní manažerské struktury novou a výkonnější strukturou. Vychází z představy, že existuje trh kontroly a řízení společností, tj. že jednotlivé týmy manažerů soutěží o řízení příslušných podnikových zdrojů. Nabídky převzetí jsou potom instrumentem, který jim umožňuje tento zvláštní druh „zboží“ získat i proti vůli předchozího „majitele“. Tím jsou nabídky významným instrumentem pro redukci tzv. *agency costs*,⁴⁾ které vznikají vždy tam, kde je odděleno vlastnictví (*principal*) od správy (*agent*). Navrhovatelé tedy jednají jako „hybné síly k potrestání výkonů, které nedosahují optima“.⁵⁾

Celá koncepce se dá ve zkratce popsat takto: Podle hypotézy efektivního kapitálového trhu se neschopnost vedení společnosti odráží v kurzech emitovaných cenných papírů (zejména účastnických). Jestliže existuje skupina osob, které budou schopny hospodařit se zdroji společnosti lépe, efektivněji a s větší péčí, pokusí se převzít kontrolu společnosti příslušnou nabídkou s tím, že budou profitovat z pozdějšího příznivého vývoje kurzu (trh totiž následně ocení jejich úsilí a úspěchy). Části této premie se

¹⁾ Blíže k tomu Clark, R. Ch. *Firemní právo*. Praha: Victoria Publishing, 1992, s. 640.

²⁾ Krause, H. *Das obligatorische Übernahmeangebot*. Baden Baden: Nomos, 1995, s. 98.

³⁾ Srov. zejména Solomon, L. D., Schwartz, D. E., Bauman, J. D. *Corporations, Law and Policy*. West Publishing, 1998, s. 1147. Původní prací tohoto žánru je ale Manne, H. G. *Mergers and the Market for Corporate Control*. *The Journal of Political Economy*. 1961, Vol. 73, No. 2, s. 110–120.

⁴⁾ Srov. např. Semmler, J. *Unternehmensüberwachung durch den Kapitalmarkt*. In Picot, A. *Corporate Governance*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag, 1995.

⁵⁾ Clark, R. Ch. *Firemní právo*. Praha: Victoria Publishing, 1992, s. 640.

manažerský tým předem vzdává a poskytuje ji dosavadním akcionářům cílové společnosti, aby od nich mohl cenné papíry odkoupit.

Nabídka převzetí tak udržuje disciplínu u dosavadního managementu („*monitoring the performance of corporate managers*“)⁶⁾ a nutí jej – s výhledem na možnou rychlou ztrátu své pozice – lépe hospodařit.⁷⁾ Tím prospívají nabídky převzetí všem: dosavadním akcionářům, kteří obdrží cenu ležící nad aktuálním burzovním kurzem, a také cílové společnosti a obecně všem korporacím obchodovaným na kapitálovém trhu, neboť s jejich zdroji se zachází efektivněji. V situaci, kdy na kapitálovém trhu můžeme sledovat rozšířenou racionální apatii menšinového⁸⁾ akcionáře⁹⁾ doprovázenou navíc značným rozptylem akcií a neexistencí hlavního akcionáře,¹⁰⁾ je potom vyhlídka nabídky převzetí určitou formou kontroly příliš emancipovaného vedení.

Zastánci shora uvedené teorie proto odmítají jakékoliv bariéry pro nabídky převzetí a negativně se staví ke všemu, co by tyto operace prodražovalo či zdržovalo.

- c) Další teorie staví do centra pozornosti motivaci konkrétních členů vedení navrhovatele. Od obou předchozích hypotéz se liší tím, že zpochybňuje pozitivní efekty nabídek převzetí a zdůrazňuje spíše jejich negativní stránky. Hypotéza *Empire-Building* je zásadním

⁶⁾ Easterbrook, H., Fischel, D. R. The Proper Role Of a Target's Management in Responding to a Tender Offer. *Harvard Law Review*. 1981, Vol. 94, No. 6, s. 1169.

⁷⁾ Názorně to shrnuje např. Pinto (Pinto, A. R. Corporate Takeovers Throuhg the Public Markets in the Unites States. *American Journal of Comparative Law*. 1994, Vol. 42, s. 343): „*The market for corporate control theory builds upon the efficient capital market hypothesis, which assumes that by using all available information active trading works to efficiently price stocks and that price represents the value of corporations. Management, who often has as a small equity interest in the corporation, may manage the corporation inefficiently or in its own self-interest. Accordingly, any failure by incumbent management to maximize the value of a corporation will be reflected in the price of its stock. Such a failure can attract a bidder to offer a premium to shareholders for a controlling interest, in the belief that it will operate the corporation more efficiently. Thus the market for corporate control provides a premium which benefits the corporation's shareholders, replaces inefficient management and shifts corporate assets to a more efficient use.*“

⁸⁾ Rozhodujícím činitelem je zde složení akcionářů společnosti. Na britském kapitálovém trhu má nejvýznamnější akcionář zřídka více než 10 % všech hlasů a pro USA je tento údaj ještě nižší (v průměru 6 %). Naproti tomu mnohé evropské kapitálové společnosti kótované na burze mají majoritní vlastníky (tzv. *blockholder*), kteří zpravidla disponují 40 % a více hlasů. Ve Švýcarsku činí tento podíl v průměru dokonce 51 %. V podrobnostech k tomu viz Teichmann, Ch. Corporate Governance in Europa. ZGR 2001, s. 651.

⁹⁾ Náklady na kontrolu řízení společnosti jsou ze strany minoritního akcionáře v nepoměru k výslednému efektu (event. růst akcií, příp. vyšší dividendy). Při malém podílu pocituje menšinový společník jen minimální motivaci proto, aby se více podílel na kontrole společnosti (např. uplatněním derivativní žaloby vůči představenstvu apod. – k tomu viz Lasák, J. Ve jménu korporace: derivativní žaloby vůči členům statutárního orgánu. *Obchodněprávní revue*. 2010, č. 3.). Náklady jsou vzhledem k očekávanému užítku nepřiměřené. Proto každý z minoritních společníků spoléhá na to, že se o kontrolu společnosti bude starat někdo jiný (*free-rider problem*), což má za následek značnou emancipaci vedení společnosti.

¹⁰⁾ Monks, R. A. G., Minow, N. *Corporate Governance*. Cambridge, Mass.: Blackwell, 1995, s. 163: „*The natural instinct of many managers is to seek fragmented ownership to preserve their independence from owners in decision-making....*“

postulátem managerialistů,¹¹⁾ kteří vychází z oddělení vlastnictví a správy a tedy ze vzniku již zmíněného problému *principal – agent*. Ačkoliv je např. člen představenstva povinen jednat v zájmu společnosti, sleduje jako *homo oeconomicus* fakticky své vlastní cíle; ty nemusí být s prvními zájmy zcela v souladu. Pro člena představenstva může být primárním zájmem rozšíření osobního bohatství, uspokojení vlastní pýchy (teorie řízení hovoří o tzv. psychickém příjmu) a zejména zajištění vlastního postavení i do budoucna („3 P's“, z anglického *power, prestige, perquisites*). Je proto možné, že pohnutky k návrhu na převzetí budou iracionální a ve svém výsledku navrhuje i cílové společnosti škodlivé. Přestože teorie *Empire-Building* není všeobecně akceptována, nelze jí upřít určitá oprávnění; v každém případě alespoň upozorňuje na možnou kolizi zájmů členů představenstva a managementu cílové společnosti v procesu nabídek převzetí. Skutečnost, že osobní zájmy těchto osob jsou zpravidla v rozporu se zájmy navrhovatele (lze totiž předpokládat, že po úspěšném převzetí dojde ke změně ve vedení), je např. zohledňována při diskusi o možných postupech členů představenstva v průběhu nabídky převzetí a projevuje se i na zavedení povinnosti „neutrality“ pro členy orgánů cílové společnosti (blíže k tomu komentář k § 3).

- d) Alternativní teorie vysvětlující existenci nabídek převzetí zdůrazňuje, že prospěch navrhovatele vzniká nejenom na základě synergických efektů, ale zejména tím, že získává postavení k „rabování“ cílové společnosti jako kořisti. Může se jednat o „tvrdé“ rabování (označované v anglické literatuře jako „looting“ či „asset stripping“) či o sofistikovanější formy nepostřehnutelného transferu výhod směrem k ovládajícímu akcionáři. Již přístup k duševnímu vlastnictví cílové společnosti může představovat obrovskou hodnotu, kterou by tento akcionář za jiných okolností nezískal.

Z USA pochází i velmi specifická varianta „kořistnického“ postupu označovaná jako *greenmailing*, resp. *greenmail offer*. Její podstata je primitivní, ovšem začasto velmi účinná: potenciální navrhovatel získá určitý podíl na účastnických cenných papírech cílové společnosti, aby vzápětí oslovil společnost s nabídkou, že jí tyto papíry odprodá, a současně se zaváže, že do budoucna již nebude usilovat o nepřátelské převzetí (*standstill agreement*). Jde v podstatě o sofistikovanou a jemnější variantu vydírání. Judikaturou v USA je *greenmailing* posuzován různě,¹²⁾ zdá se, že převažuje spíše stanovisko pozitivní.¹³⁾ Cílová společnost je v tomto případě „kořistí“, aniž by v ní „navrhovatel“ (který samozřejmě počítá s obavou vedení cílové společnosti ze ztráty svého postavení) získal kontrolní podíl.

Jen stěží bychom mohli některou z uvedených teorií označit za správnou a empiricky potvrzenou. V praxi budou skutečné důvody pro dobrovolné nabídky převzetí spíše kombinací různých motivů a cílů, a je proto velmi nepravděpodobné, že by se některá z níže prezentovaných hypotéz uplatnila izolovaně. Jako vypjaté póly však všechny shora

¹¹⁾ Z autorů lze uvést např. Baumola, Penrose, Muellera a Hermana. Za jejich myšlenkového předchůdce je považován nositel Nobelovy ceny za ekonomii Herbert Simon.

¹²⁾ Srov. např. rozhodnutí Good v. Texaco, Inc. (Court of Chancery of the State of Delaware, New Castle, ze dne 19. února 1985 – 9 Del. J. Corp. L. 461) a opačné rozhodnutí Heckman v. Ahmanson [California Court of Appeal – 168, Cal. App. 3d 119, 214, Cal. Rptr. 177 (1985)].

¹³⁾ Opačně např. Turcon, R. J., Zimmer, D. *Grundlagen des US-amerikanischen Gesellschafts-, Wirtschafts-, Steuer- und Fremdenrechts*. München: Beck 1994, s. 52.

uvedené přístupy upozorňují na ekonomické, sociální a psychologické aspekty nabídek převzetí, které je třeba zohlednit i při jejich regulaci.

3. Význam a funkce povinných nabídek převzetí

Úprava povinné nabídky převzetí, resp. nabídkové povinnosti v zákoně o nabídkách převzetí, je obdobně jako v zahraničních právních řádech jednou z nejdůležitějších v rámci úpravy nabídek převzetí jako takových. Jak k tomu konečkonců uvádějí i jiní autoři,¹⁴⁾ v důsledku absence takřka jakýchkoliv dobrovolných nabídek převzetí na českém kapitálovém trhu je úprava nabídek převzetí v praxi aplikována téměř výhradně v souvislosti s povinnými nabídkami převzetí.

Podstatný rozdíl v právní konstrukci dobrovolné nabídky převzetí a povinné nabídky převzetí spočívá především v samotném důvodu pro její uskutečnění, tedy v tom, zda a proč konkrétní nabídku (dobrovolnou či povinnou) učinit. Zatímco dobrovolná nabídka převzetí je plně projevem autonomní vůle navrhovatele, je učinění povinné nabídky záležitostí zákonné povinnosti. Navíc je vhodné při odlišení dobrovolné a povinné nabídky zohlednit i rozdílné postavení navrhovatele v rámci cílové společnosti. Zatímco dobrovolnou nabídku převzetí může z povahy věci učinit pouze ten, kdo dosud ve společnosti nezastává kontrolní postavení, resp. kdo cílovou společnost dosud neovládá, tak naproti tomu povinná nabídka toto kontrolní postavení jejího navrhovatele ve společnosti implicitně vyžaduje, resp. předpokládá (srov. § 35 odst. 1 a § 39 odst. 2 a komentář k těmto ustanovením). Naproti tomu se však vzájemně oba druhy nabídek převzetí svým průběhem odlišují pouze marginálně. I z toho důvodu bývá, resp. v české úpravě je (a historicky vždy byla) zproštěna povinnost učinit povinnou nabídku převzetí při získání rozhodného podílu a ovládnutí cílové společnosti (tj. za splnění jak formální, tak materiální podmínky vzniku nabídkové povinnosti) ta osoba, resp. skupina osob, která získala rozhodný podíl ve společnosti na základě nepodmíněné a neomezené nabídky převzetí [srov. § 39 odst. 1 písm. e) a komentář k němu].

Úprava povinné nabídky převzetí bývá systematicky podřazována jak právu kapitálového trhu, tak předpisům koncernového práva. Na jednu stranu by totiž mělo být investorům po změně kontroly v kótované společnosti,¹⁵⁾ resp. po jejím ovládnutí, umožněno nabývat cenné papíry za stejných či srovnatelných podmínek, jaké by zde byly, pokud by k ovládnutí cílové společnosti nedošlo. Na druhou stranu by ostatní akcionáři cílové společnosti měli mít v důsledku jejího ovládnutí, resp. v důsledku začlenění cílové společnosti do koncernu navrhovatele, možnost získat přiměřenou finanční kompenzaci za další ztrátu svého vlivu v cílové společnosti. Zásadně pak převažuje blízkost úpravy ke koncernovému právu.

Určení právní povahy nabídkové povinnosti nabývá na významu především v souvislosti s otázkou, vůči komu tato povinnost existuje, a především pak otázkou, kdo se takovéto povinnosti může, pokud to bude nutné i soudně, domáhat. Pokud budeme povinnost učinit povinnou nabídku považovat ryze za součást práva kapitálového

¹⁴⁾ Pihera, V., Havel, B. *Zákon o nabídkách převzetí. Komentář*. Praha: C. H. Beck, 2009, s. 102.

¹⁵⁾ Ve smyslu ustanovení § 1 může být cílovou společností i taková akciová společnost se sídlem v České republice, jejíž alespoň některé (byť ne nutné všechny) účastnické cenné papíry byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu. Srov. komentář k ustanovení § 1.

trhu, a tedy spíše za úpravu veřejnoprávního rázu, potom by tato povinnost nebyla vy-
mahatelná jednotlivými akcionáři, resp. vlastníky účastnických cenných papírů cílové
společnosti. Pokud by se naproti tomu v případě povinné nabídky jednalo primárně
o úpravu koncernového práva a povinnost učinit nabídku by tak byla soukromoprávní
povinností vůči ostatním akcionářům cílové společnosti, bylo by myslitelné, že rub této
povinnosti představuje individuální nárok každého akcionáře vůči tomu akcionáři či těm
akcionářům, kteří společnost ovládli, na učinění nabídky převzetí cílové společnosti za
přiměřené protiplnění.

Pokud bychom na nabídkovou povinnost nahlíželi jako na nástroj ochrany investic
a investorů, je nasnadě zmínit skutečnost, že jí je především přičítána preventivní funkce.
Tato povinnost totiž především předchází a brání tomu, aby potenciální navrhovatel byl
schopen nabýt v cílové společnosti kontrolní vliv prostřednictvím neveřejných, částeč-
ných nabídek, čímž by mohl dosáhnout toho, aby v důsledku poklesu kurzu cenných
papírů cílové společnosti, jenž je zpravidla s ovládnutím společnosti spojen, došlo ke
zhoršení majetkového postavení těch vlastníků účastnických cenných papírů, kteří byli
z těchto neveřejných a částečných nabídek vyňati (neměli v jejich rámci možnost své
cenné papíry zcizit, popř. neměli možnost učinit dostatečně informované a svobodné
rozhodnutí). Tento průběh ovládnutí společnosti prostřednictvím neveřejných, resp.
soukromých nabídek či transakcí a jednotlivě dojednaných kupních a směnných smluv
není sice regulací, ať už v zákoně o nabídkách převzetí, tak i v jiných evropských úpra-
vách, vyloučen, potenciální navrhovatel, resp. osoba, jež takto o ovládnutí společnosti
usiluje, musí však již v předstihu zohlednit skutečnost, že bude muset následně učinit
povinnou nabídku ostatním akcionářům, resp. vlastníkům účastnických cenných papírů
cílové společnosti, a to při poskytnutí přiměřeného protiplnění, které je poskytováno
v podobě tzv. spravedlivé ceny (*equitable price*), při jejímž stanovení jsou zohledněny mj.
práve předchozí koupě či směny cenných papírů. Nejen ve smyslu směrnice o nabídkách
převzetí, ale i samotného zákona o nabídkách převzetí (srov. zejména § 43 odst. 3 a ko-
mentář k němu) je totiž spravedlivou cenou třeba především rozumět nejvyšší cenu, kte-
rou navrhovatel nebo osoby jednající s navrhovatelem ve shodě zaplatily za tytéž cenné
papíry v období šesti až dvanácti měsíců předcházejících nabídce (srov. komentář k usta-
novení § 43). Pro potenciálního navrhovatele je proto z ekonomického hlediska často
cesta ovládnutí společnosti prostřednictvím dobrovolné nabídky smysluplnější, ledaže
by v konkrétním případě byl dán jeden z důvodů pro výjimku z nabídkové povinnosti
(srov. § 39 a komentář k němu). Individuální investor tak naproti tomu již nemusí při
učinění investičního rozhodnutí zohledňovat, zda společnosti, na níž se chce majetkově
podílet, v budoucnu hrozí, že bude nově začleněna do koncernu či že v ní přinejmenším
dojde ke změně v osobě ji ovládající, čímž by mohlo potenciálně dojít ke znehodnoce-
ní jeho investice a zhoršení jeho majetkového postavení prostřednictvím poklesu kurzu
účastnických cenných papírů cílové společnosti. Obecně vzato, nabídková povinnost tak
z tohoto pohledu vede k posílení důvěry investiční veřejnosti ve funkčnost kapitálové-
ho trhu. S ohledem na svou preventivní funkci pak popsaná nabídková povinnost stojí
přednostně ve veřejném zájmu.

Pokud bychom na nabídkovou povinnost naopak nahlíželi spíše jako na nástroj
ochrany akcionářů ve fázi tvorby koncernu, došli bychom k odlišným závěrům. Zejména

v německé či rakouské literatuře je přitom nabídkové povinnosti přednostně připisován zájem na kontrole nad utvářením koncernů, spíše nežli uvedený zájem na ochraně investic. Ustanovení o povinné nabídce převzetí tak doplňují úpravu koncernového práva. Ačkoliv podle úpravy obsažené v § 35 a násl. závisí její aplikace na získání rozhodného podílu na hlasovacích právech v cílové společnosti (formální podmínka vzniku nabídkové povinnosti stanovená explicitně ustanovením § 35 odst. 1) a současně na ovládnutí této společnosti ve smyslu § 66a obch. zák. (materiální podmínka vzniku nabídkové povinnosti stanovená nepřímou podle § 39 odst. 2), nachází se v daném případě navrhovatel stále ještě ve fázi utváření koncernu, neboť nově získaná hlasovací práva nemůže zásadně vykonávat do té doby, než učiní povinnou nabídku převzetí.

Nabídková povinnost kromě toho typicky zahrnuje také případy, kdy dojde ke změně kontroly ve společnosti, resp. ke změně v osobě ji ovládající. Takovýto krok pak konečkonců povede ke změně (podnikatelských) cílů společnosti, což se zpravidla dotkne i práv všech vlastníků účastnických cenných papírů. Nabídková povinnost tímto především slouží k ochraně menšinových akcionářů v cílové společnosti. Akumulací hlasovacích práv na straně navrhovatele bude možnost minoritních akcionářů ovlivňovat směřování společnosti dále omezena. Takové „znehodnocení“ akcií, resp. práv majetkových a správních práv spojených s akciemi, resp. účastnickými cennými papíry, by mělo být kompenzováno možností vystoupení ze společnosti při poskytnutí přiměřeného protiplnění, čímž zároveň dojde i k vyrovnaní hrozící majetkové újmy.

4. Evropská úprava

Dne 21. března 2004 byla přijata směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES, o nabídkách převzetí, která završila dlouholeté snahy o harmonizaci předpisů týkajících se nabídek převzetí v rámci Evropských společenství. První pokusy o vytvoření evropského modelu nabídek převzetí sahají až do poloviny sedmdesátých let minulého století. Jako u většiny obdobných projektů započala příprava na příslušné evropské směrnici velmi ambiciózně. Z podnětu Komise byla v roce 1974 vypracována zpráva o nabídkách převzetí, jejímž autorem byl Angličan Robert Pennington. Součástí této Penningtonovy zprávy byl i návrh budoucí směrnice o nabídkách převzetí, jenž byl silně inspirován britskou úpravou v *City Code* a vyznačoval se vysokou mírou detailnosti a liberálním přístupem k nabídkám převzetí. Chladné přijetí projektu ukázalo, že členské státy zatím nevidí potřebu harmonizace pravidel pro nabídky převzetí, natož pak podle liberálního ostrovního vzoru. Výsledkem prvních harmonizačních snah tak nakonec bylo pouze nezávazné doporučení týkající se transakcí s cennými papíry: *European code of conduct relating to transactions in transferable securities* (L 212 ze dne 20. 8. 1977, s. 37).

Komise ovšem své snahy o úpravu nabídek převzetí nevzdala, což dokazuje i Bílá kniha o vnitřním trhu z roku 1985¹⁶⁾ avizující budoucí komunitární řešení nabídek převzetí. Nabídky převzetí se poté do centra pozornosti odborné veřejnosti dostaly i vlivem spektakulárních případů s celoevropským dopadem. Nejčastěji se v této souvislosti uvádí tzv. bitva o Belgii – pokus o nepřátelské převzetí tehdejší *Société Générale de Belgique* společností *Olivetti* v roce 1988, která akcelerovala první oficiální návrh směrnice z roku

¹⁶⁾ KOM 85 (310) ze dne 14. 6. 1985.

1989.¹⁷⁾ Návrhy direktivy – označované dále jako „13. směrnice“ – poté prošly další evolucí. Přepracované verze byly předloženy v letech 1990,¹⁸⁾ 1996¹⁹⁾ a 1997.²⁰⁾ K hlavnímu zlomu došlo v roce 1996, kdy byl původně velkoryse koncipovaný projekt představen ve více realistické podobě.²¹⁾

Z poslední uvedené varianty (z roku 1997) vycházel i návrh 13. směrnice ze dne 6. 6. 2001, který byl po několika změnách předmětem schvalovacího procesu v Evropském parlamentu.²²⁾ Oproti původnímu návrhu z roku 1997 doznala schvalovaná varianta několika zásadních změn. Především na více místech směrnice byly zohledněny zájmy zaměstnanců, zejména rozšířením informačních povinností ve prospěch zástupců zaměstnanců.²³⁾ Upřesněn byl i mechanismus výpočtu ceny při povinných odkupech.²⁴⁾ Velmi sporná úprava jednání členů statutárního orgánu cílové společnosti byla upravena v zásadě ve prospěch „neutrality“ orgánů cílové společnosti.²⁵⁾ Obranné mechanismy mělo představenstvo, s výjimkou vyhledávání výhodnějších nabídek (*white knight*), činit pouze se souhlasem valné hromady cílové společnosti.

Schvalování směrnice v červenci 2001 skončilo zřídka vídaným patem. Z přítomných 568 evropských poslanců bylo 273 pro, 273 proti a 22 se zdrželo hlasování, což znamenalo, že direktiva nebyla přijata. Pro přijetí hlasovali především liberálové (ale např. všichni zástupci Velké Británie a Irska bez ohledu na politickou příslušnost²⁶⁾), proti pak byli zejména poslanci Evropské lidové strany a socialisté. Opět bez ohledu na politickou příslušnost vyjádřili téměř jednotně negativní votum němečtí poslanci. Z německé strany šlo přitom o překvapivý a neočekávaný obrat. Německo totiž v mezidobí akceptovalo nejvíce neuralgický bod směrnice – zásadu „neutrality“ představenstva cílové společnosti v procesu nabídky převzetí. Těsně před schvalováním směrnice Německo svůj postoj ke směrnici opět přehodnotilo a jako jediný stát z tehdejší evropské šestnáctky se vyslovilo proti jejímu přijetí.²⁷⁾

Za negativním postojem Německa byla obava, že by tuzemské společnosti zůstaly vydány všanc bez jakékoliv obrany nepřátelským nabídkám převzetí ze strany zahraničních

¹⁷⁾ Návrh 13. směrnice Rady o nabídkách převzetí ze dne 16. 2. 1989, Úřední list ES č. C 64, s. 8 a násl.

¹⁸⁾ Pozměněný návrh 13. směrnice Rady o nabídkách převzetí ze dne 14. 9. 1990, Úřední list ES č. C 240, s. 7.

¹⁹⁾ Návrh 13. směrnice Rady o nabídkách převzetí ze dne 7. 2. 1996, Úřední list ES č. C 162, s. 5 a násl.

²⁰⁾ Pozměněný návrh 13. směrnice Rady o nabídkách převzetí, Úřední list ES č. C 378, s. 10.

²¹⁾ Neye, H. W. Der gemeinsame Standpunkt des Rates zur 13. Richtlinie – ein entscheidender Schritt auf dem Weg zu einem europäischen Übernahmerecht. AG. 2000, s. 289 a násl.

²²⁾ Z české literatury k tomu srov. Kavalec, J. Několik poznámek k návrhu Třinácté směrnice Evropského parlamentu a Rady evropské unie v oblasti práva společností týkající se veřejných nabídek převzetí. *Právní rozhledy*. 2000, č. 4.

²³⁾ Viz např. č. 15 a 19 preambule a dále čl. 3 odst. 1 písm. b) věta druhá, čl. 6 odst. 1 věta třetí, odst. 3 písm. h) věta druhá, čl. 8 odst. 2 a čl. 9 odst. 1 písm. d) návrhu směrnice.

²⁴⁾ Čl. 5 odst. 1 návrhu směrnice.

²⁵⁾ Čl. 9 návrhu směrnice.

²⁶⁾ Pluskat, S. Das Scheitern der europäischen Übernahmerrichtlinie. *Wertpapiermitteilungen*. 2001, s. 1938.

²⁷⁾ Wackerbarth, U. Von golden shares und poison pills: Waffengleichheit bei internationalen Übernahmehangeboten. *Wertpapiermitteilungen*. 2001, s. 1741.

korporací. Tato obava nebyla bezdůvodná. Zatímco v Německu byly překážky nabídek převzetí (např. akcie s více hlasovacími právy či omezení hlasovacích práv ve stanovách korporací registrovaných na burze) odstraněny skrze KonTraG,²⁸⁾ zůstávala obdobná opatření součástí platného práva většiny zemí EU. Těsně před schvalováním směrnice se navíc generální advokát EU vyslovil pro přípustnost tzv. zlatých akcií, čímž hatil i poslední německé naděje, že by k odstranění této konkurenční nevýhody došlo nepřímou cestou.

Komise na neúspěch reagovala vytvořením zvláštního sedmičlenného expertního orgánu – tzv. *Winter Committee*,²⁹⁾ která měla zpracovat doporučení týkající se nového návrhu. Počátkem roku 2002 Winterova komise publikovala svou závěrečnou zprávu („*Report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids*“). Jde o základní dokument, ze kterého vychází i aktuální evropská úprava nabídek převzetí. Východiskem zprávy (a revidovaného návrhu 13. směrnice) je přesvědčení o pozitivních efektech nabídek převzetí. Kromě synergických efektů a koncentrace, která je na budoucím globálním trhu v určité míře nutná, mají být nabídky prospěšné pro samotné akcionáře, kteří mohou své účastnické cenné papíry prodat za cenu, která leží nad aktuální tržní hodnotou. Kromě toho je podle expertů nabídka převzetí důležitým motivačním nástrojem pro management společnosti. Z toho také vyplývá záporný postoj expertní komise ke všem bariérám, které by se mohly úspěšnému provedení nabídek převzetí postavit do cesty.

Podle členů Winterovy komise by budoucí úprava nabídek převzetí měla respektovat dvě hlavní zásady: (1) o nabídce mají rozhodovat samotní akcionáři společnosti a (2) mezi podílem na neseném riziku (tj. v zásadě podílem na základním kapitálu společnosti) a podílem na kontrole společnosti by měla existovat parita. Nemá být úkolem výkonných či dozorových orgánů společnosti rozhodovat o přijetí nabídky převzetí. Zvláště pak by tyto orgány neměly být oprávněny k tomu, aby narušily či zcela zhatily účinnou nabídku převzetí či aby naopak mohly rozhodnout o přijetí konkrétní nabídky (a tím i o odmítnutí jiné). To samozřejmě neznamená, že exekutivní či kontrolní orgány nemají hrát v procesu nabídky žádnou roli; jejich znalosti a získané informace je totiž předurčují k tomu, aby byli vhodnou oporou a zdrojem informací pro kvalifikované rozhodnutí akcionářů.

Tvůrci zprávy odmítají myšlenku o aktivnějším zapojení uvedených orgánů společnosti do procesu nabídky převzetí. Argument, že by tím mohlo dojít k odbourání tlaku na akcionáře či k efektivnější obraně zájmu ostatních zúčastněných, např. zaměstnanců, skupina znalců výslovně zavrhuje s odkazem na konflikt zájmů, který ve většině případů hrozí. Ohledně zdůrazňované parity mezi mírou neseného rizika a náležejícími hlasovacími právy se ve zprávě uvádí, že dodržování tohoto principu je nutným předpokladem pro efektivní fungování evropského kapitálového trhu. Pokud se v členských státech objevují odchylky, měly by být v dlouhodobém pohledu odbourány (ledaže by jejich existenci opravňovaly zvláštní důvody).

²⁸⁾ Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich z roku 1998 (zákon o kontrole a transparentci v podnikání).

²⁹⁾ Jejími členy byli J. Winter (Nizozemsko, právní poradce Unilever) jako předseda, J. M. Garrido Garcia (Španělsko), K. J. Hopt (SRN), J. Rickford (Velká Británie), J. Christensen (Dánsko) a J. Simon (Francie).

Zpráva se obsírně věnuje konkrétní aplikaci obou zásad na nabídky převzetí. Úspěšnému provedení nabídky převzetí mohou bránit překážky dvojího typu: postupy orgánů společnosti či strukturální bariéry jako omezení hlasovacího práva či akcie se zvláštními hlasovacími právy. Po oznámení nabídky tak bude podle expertní komise nutné zavázat výkonné orgány společnosti k „neutralitě“. Pokud bude výkonný orgán společnosti činit kroky proti podané nabídce převzetí, bude se k nim vyžadovat souhlas valné hromady. Tím bude zajištěno, že o nabídce alespoň zprostředkovaně rozhodnou sami akcionáři.

U překážek strukturální povahy Winterova zpráva předjímá řadu budoucích rozhodnutí ESD ve věci „zlatých akcií“ ve vlastnictví státu (srov. např. rozhodnutí Evropského soudního dvoru ve věci Komise v. Portugalsko, C- 171/08), když konstatuje, že akcie se zvláštními hlasovacími právy mohou kolidovat se základy vnitřního trhu, konkrétně se zásadou svobodného pohybu kapitálu (čl. 56 a násl. Smlouvy o Evropském společenství)³⁰⁾ a svobody usazování (dle čl. 43 Smlouvy o Evropském společenství).³¹⁾ Podle zprávy neexistuje z hlediska společnostního práva důvod rozlišovat mezi společnostmi, kde vykonávají kontrolní práva nestátní subjekty, od společností s kontrolní účastí státu. Pokud byla společnost, která byla dříve v rukou státu, privatizována – a současně chce využívat výhod kapitálového trhu – musí se podrobit stejným principům a zásadám společnostního práva jako všechny ostatní korporace.

V souvislosti s dalšími strukturálními překážkami nabídek pak přichází Winterova zpráva s pravidlem průlomu („break-through“), které má umožnit efektivně překonat překážky nabídek převzetí (např. omezení převoditelnosti akcií či omezení hlasovacích práv) a narovnat tak narušenou proporcionalitu mezi rizikonesoucím kapitálem a kontrolou („the proportionality between risk bearing capital and control“).

Návrh Winterovy komise byl ovšem ve schválené směrnici o nabídkách převzetí poněkud „naředen“. Direktiva je výsledkem nelehce hledaného kompromisu mezi členskými státy a v nejvíce kontroverzních bodech týkajících se neutrality řídicích orgánů cílové společnosti a pravidla průlomu nepřebírá doporučení Winterovy komise a volí mírnější řešení (blíže k tomu příslušné komentáře k § 16 an a § 32 a násl.).

Směrnice o nabídkách převzetí nabyla účinnosti dne 20. května 2004 a členské státy měly povinnost ji transponovat do vnitrostátního právního řádu nejpozději 20. května 2006.

Z hlediska povinných nabídek převzetí vychází směrnice o nabídkách převzetí též především z Winterovy zprávy.³²⁾ Směrnice podrobně upravuje tzv. spravedlivou cenu

³⁰⁾ Nyní se jedná o čl. 62 Smlouvy o fungování Evropské unie (SFEU).

³¹⁾ Nyní se jedná o čl. 49 Smlouvy o fungování Evropské unie (SFEU).

³²⁾ High Level Group of Company Law Experts. Winterovu komisi vytvořila Evropská komise v září roku 2001 na popud Evropského komisaře pro vnitřní trh Fritse Bolkesteina z předních odborníků z významných evropských jurisdikcí. Členy Winterovy komise pod vedením profesora Jaapa Wintera byli přední evropské experti na problematiku nabídek převzetí, práva kapitálového trhu a práva společností (srov. výše). Úkolem Winterovy komise bylo připravit pro Evropskou komisi nezávislou a vysoce sofistikovanou zprávu o doporučeních k panevropské úpravě nabídek převzetí (Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues related to takeover bids) a následně též zprávu týkající se práva společností v EU. Mandát Winterovy komise pro zprávu o doporučeních k úpravě nabídek převzetí obsahoval tři hlavní otázky: 1. Jak je možné zajistit existenci rovného hřiště (*level*

(*equitable price*) placenou při povinných nabídkách převzetí.³³⁾ Podle směrnice o nabídkách převzetí každá osoba, která sama nebo prostřednictvím osob jednajících s ní ve shodě nabude cenné papíry, které spolu s dalšími cennými papíry, které již vlastní ona sama nebo osoba jednající s ní ve shodě přímo nebo nepřímo, se kterými jsou spojena hlasovací práva ve společnosti v rozsahu kontroly nad touto společností, má povinnost učinit povinnou nabídku převzetí jako prostředek ochrany minoritních akcionářů společnosti.

Směrnice však zároveň z povinnosti učinit nabídku převzetí stanovené v čl. 5 odst. 1 výslovně v odst. 2 tohoto článku vyjímá ty subjekty, které kontrolu ve společnosti nabyly na základě dobrovolné nabídky učiněné v souladu se směrnicí všem vlastníkům cenných papírů na všechny jimi vlastněné cenné papíry.

Procento hlasovacích práv, jež ve smyslu ustanovení čl. 5 odst. 1 směr. o nab. převz. představuje kontrolu ve společnosti, a způsob výpočtu tohoto procenta stanoví v souladu s čl. 5 odst. 3 směr. o nab. převz. členský stát Evropské unie, v němž má společnost své sídlo. Směrnice o nabídkách převzetí vymezuje tzv. *equitable price*, tedy spravedlivou cenu placenou při povinných nabídkách převzetí, zásadně jako prémiovou cenu, tedy nejvyšší cenu, která byla za cenné papíry v určitém období zaplacená. Spravedlivou cenou ve smyslu čl. 5 odst. 4 směr. o nab. převz. je třeba především rozumět nejvyšší cenu, kterou navrhovatel, nebo osoby jednající s navrhovatelem ve shodě, zaplatil za tytéž cenné papíry v období, jehož přesnou délku určí národní právo členských států jako období nejméně šesti měsíců a nejvíce dvanácti měsíců před nabídkou – tzv. *the highest price paid rule*. Pokud po dobu závaznosti nabídky navrhovatel nebo kterákoliv osoba jednající s ním ve shodě koupí cenné papíry za cenu vyšší, než je cena nabídky, musí pak navrhovatel, resp. předkladatel nabídky svou nabídku zvýšit tak, aby nebyla nižší než nejvyšší cena zaplacená za takto nabyté cenné papíry. Za předpokladu, že budou zohledněny obecné principy nabídek převzetí, jak jsou stanoveny v čl. 3 odst. 1 směr. o nab. převz., však členské státy mohou zmocnit své orgány dozoru, aby minimální cenu nabídky, zjištěnou uvedeným postupem, za jasně určených okolností a v souladu s jasně určenými kritérii upravily směrem dolů či nahoru.³⁴⁾ Každé

playing field) v Evropské unii ve smyslu rovného zacházení s akcionáři ze všech členských států. 2. Definice pojmu „*equitable price*“, tedy spravedlivé ceny placené minoritním akcionářům při povinných nabídkách převzetí. 3. Právo majoritních akcionářů vytěsnit či vytlačit minoritní akcionáře (*squeeze-out right*). Jednalo se tedy o témata, která byla předmětem polemiky a nesouhlasu při přijímání návrhu směrnice v roce 2001 ze strany Evropského parlamentu. Winterova komise zprávu uveřejnila dne 10. ledna 2002.

³³⁾ Směrnice především ve svém čl. 5 odst. 1 uvádí, co je pod povinnou nabídkou třeba rozumět, a stanoví základní parametry aplikace úpravy: „Pokud fyzická či právnická osoba v důsledku toho, že je sama nebo prostřednictvím osob jednajících s ní ve shodě nabude, drží cenné papíry společnosti uvedené v čl. 1 odst. 1, které, po přičtení ke stávající držbě takových cenných papírů této osoby a k držbám cenných papírů osob jednajících ve shodě s ní, této osobě přímo či nepřímo dávají zvláštní procento hlasovacích práv v této společnosti, a tím jí zajišťují ovládnutí této společnosti, zajistí členské státy, aby byla tato osoba povinna učinit nabídku jako prostředek ochrany menšinových akcionářů společnosti. Taková nabídka je co nejdříve adresována všem držitelům těchto cenných papírů na všechny cenné papíry v jejich držení za spravedlivou cenu definovanou v odstavci 4.“

³⁴⁾ Podle čl. 5 odst. 4 směr. o nab. převz. platí, že členské státy mohou za tímto účelem vypracovat seznam okolností, za kterých lze nejvyšší cenu upravit směrem nahoru nebo dolů, například pokud byla nejvyšší cena stanovena dohodou mezi kupujícím a prodávajícím, pokud byly tržní ceny

rozhodnutí dozorčího orgánu o úpravě spravedlivé ceny však musí být vždy odůvodněno a zveřejněno.

Požadavek, aby při povinné nabídce byla nabídnuta tzv. spravedlivá cena, je přitom s ohledem na potřebu dosažení adekvátní ochrany minoritních akcionářů v tomto kontextu požadavkem nejvyšší důležitosti. Povinná nabídka učiněná za cenu, jež není tzv. spravedlivou cenou, resp. která je nižší než tato cena, by tuto ochranu minoritním akcionářům neposkytla, neboť by minoritním akcionářům odeprěla možnost prodat své cenné papíry za rovných podmínek. Absence povinnosti nabídnout při povinné nabídce spravedlivou cenu může minoritní akcionáře rovněž vést k tomu, aby své cenné papíry prodali v dobrovolné, leč částečné nabídce učiněné za cenu, kterou by nebylo možno považovat za cenu spravedlivou. Skutečnost, že takovýto požadavek spravedlivé ceny v kontextu klasických dobrovolných nabídek převzetí chybí, lze na rozdíl od jeho absence v kontextu povinných nabídek ospravedlnit tím, že v jejich případě je možno ponechat posouzení adekvátnosti nabídkové ceny na kapitálovém trhu.

Čl. 5 odst. 5 směř. o nab. převz. zakotvuje v kontextu povinných nabídek převzetí důležitou zásadu likvidity protiplnění. Nabízí-li navrhovatel za akcie cílové společnosti jiné cenné papíry, potom v případě, že tyto cenné papíry nejsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, je povinen nabídnout peněžní částku alespoň jako alternativu. Totéž platí i tehdy, nabyl-li navrhovatel, nebo osoba jednající s ním ve shodě, ve lhůtě alespoň šesti měsíců a nejvíce dvanácti měsíců (podle určení členským státem) před nabídkou či po dobu závaznosti nabídky více než 5 % předmětných cenných papírů proti penězům (princip nediskriminace v otázce druhu nabízeného protiplnění).

5. Geneze české právní úpravy

Až do roku 1996 české právo nabídky převzetí zvláště neupravovalo, a tato oblast tedy byla podřízena obecné úpravě veřejného návrhu na uzavření smlouvy. V rámci novely obchodního zákoníku v roce 1996 byly do obchodního zákoníku vloženy stručné pasáže věnované tzv. veřejnému návrhu smlouvy o koupi akcií (§ 183a až §183c obch. zák.), které stanovily kromě náležitostí nabídky převzetí i povinnost učinit povinnou nabídku převzetí (v tehdejší terminologii „veřejný návrh smlouvy o koupi“). Pokud byly akcie společnosti veřejně obchodovatelné, byl akcionář, který získá buď sám, nebo společně s jinými osobami jednáním ve shodě podíl na veřejně obchodovatelných akciích (ekvivalent současných kótovaných akcií), s nimiž je spojeno hlasovací právo, v rozsahu jedné poloviny, a dále v rozsahu dvou třetin nebo tří čtvrtin součtu jmenovité hodnoty všech akcií společnosti, s nimiž je spojeno hlasovací právo, anebo tento podíl překročil, povinen učinit veřejný návrh smlouvy o koupi ostatních veřejně obchodovatelných akcií této společnosti, s nimiž bylo spojeno hlasovací právo. Vznik odkupové povinnosti tedy nebyl vázán na ovládnutí cílové korporace, ale i na každé posílení vlivu v ní. Cena za jednu akcii byla u povinných odkupů stanovena nejméně ve výši váženého průměru cen, které byly

dotčených cenných papírů manipulovány, pokud byly tržní ceny obecně nebo určité tržní ceny konkrétně ovlivněny mimořádnými událostmi, nebo aby byla umožněna záchrana společnosti v obtížné situaci. Mohou rovněž určit kritéria, která mají být v takových případech použita, například průměrnou tržní hodnotu za určité období, likvidační hodnotu společnosti nebo jiná objektivní oceňovací kritéria obecně používaná ve finanční analýze.

uveřejněny z obchodů uskutečněných na veřejných trzích v době šesti měsíců přede dnem, kdy vznikla povinnost učinit veřejný návrh smlouvy.

Úprava nabídek převzetí v obchodním zákoníku byla následně několikrát novelizována. Nejdůležitější z těchto novel byla novela z roku 2000, účinná od 1. 1. 2001), která celou úpravu od základů změnila a poprvé také použila v českém pozitivním právu pojem „nabídka převzetí“. Hlavní věcnou změnou, kterou tato novela přinesla, byl především požadavek na předchozí souhlas Komise pro cenné papíry jako tehdejšího dozorového orgánu s uveřejněním nabídky převzetí týkající se kótovaných společností, vazba vzniku povinnosti učinit nabídku převzetí na ovládnutí společnosti (a nikoliv na dosažení určitých „prahů“ na hlasovacích právech jako v minulé úpravě) a také nová konstrukce výpočtu minimální ceny při povinné nabídce převzetí. Další novely ustanovení o nabídkách převzetí v obchodním zákoníku již měly pouze technický charakter a nezasáhly do celkové koncepce právní úpravy.

Po schválení evropské směrnice o nabídkách převzetí byly zahájeny legislativní práce na její transpozici. S ohledem na politické překážky i spornou úroveň původního návrhu nebyla ovšem směrnice transponována včas. Český zákonodárce byl tak od 20. května 2006 v prodlení s transpozicí direktivy, což vedlo Evropskou komisi dokonce k tomu, že zahájila s Českou republikou řízení z důvodů neprovedené transpozice směrnice o nabídkách převzetí.

Směrnice o nabídkách převzetí nakonec byla do českého práva transponována zákonem č. 104/2008 Sb. ze dne 19. března 2008 (zákonem o nabídkách převzetí). Uvedený předpis nabyl účinnosti k 1. dubnu 2008. Doposud byl třikrát novelizován. Významná byla novela provedená zákonem č. 420/2009 Sb., ze dne 22. července 2009, kterou byl především novelizován obchodní zákoník. V rámci úpravy dalších předpisů mířila novela i na zákon o nabídkách převzetí, kde došlo ke zpřesnění řady ustanovení zákona i některým věcným posunům (na obojí bude upozorňováno v rámci komentáře ke konkrétním ustanovením). Druhá novela pak byla přijata v souvislosti s novým daňovým řádem³⁵⁾ a pro úpravu samotných nabídek převzetí nemá žádný význam (srov. blíže komentář k § 63 odst. 5). Třetí novela, provedená zákonem č. 188/2011 Sb., představuje rozsáhlejší technickou úpravu zákona. K poslední změně zákona došlo potom v souvislosti s rekodifikací. Nový občanský zákoník zrušil v bodě 118 § 3080 část druhou zákona (tj. derogální ustanovení vztahující se k obchodnímu zákoníku). Z věcného pohledu tedy nejde o žádnou významnou změnu.

6. Charakter právní úpravy

Právní úprava nabídek převzetí je koncipována podobně jako ve většině evropských států v samostatném předpise, čímž bylo vyhověno dlouholetému volání české odborné veřejnosti.³⁶⁾

Úprava ve zvláštním předpise přináší určitý komfort pro budoucí zákonodárce. Jak totiž připomíná důvodová zpráva, lze předpokládat, že zákon o nabídkách převzetí bude

³⁵⁾ Zákonem ze dne 22. července 2009, č. 281/2009 Sb., kterým se mění některé zákony v souvislosti s přijetím daňového řádu.

³⁶⁾ Dědič, J., Bučková, I. Právní úprava take-over v České republice (srovnání s úpravou Evropské unie a s rakouskou úpravou). *Právní rozhledy*. 1999, č. 2, s. 63–73.

častěji novelizován v závislosti na vývoji kapitálového trhu a jej upravujících předpisů, přičemž zařazení takto dynamicky se vyvíjející úpravy do obchodního zákoníku se jeví jako nevhodné. Rozsah této právní úpravy je navíc natolik velký, že jeho začlenění do obchodního zákoníku by narušilo jeho strukturu. Osamostatnění úpravy nabídek převzetí má umožnit koncipovat tuto úpravu nezávisle na novém občanském zákoníku i zákonu o obchodních korporacích.

Samostatná úprava také reflektuje specifický charakter norem upravujících nabídky převzetí i jejich eklektičnost. Jejich hlavním cílem je chránit zájmy vlastníků účastnických cenných papírů společností, jejichž účastnické cenné papíry byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu, v situacích, kdy tyto společnosti jsou buď cílem (předmětem) nabídek převzetí, nebo dochází ke změně subjektů, které je ovládají. Předpis obsahuje normy veřejnoprávní a soukromoprávní (u těch druhých pak zcela převažují kogentní ustanovení).

Úprava nabídek převzetí rozhodně nesplňuje požadavek na to, aby „každé právní odvětví bylo charakterizováno typickými vztahy a způsoby jejich regulace a nedocházelo tak k přesahům mezi odvětvími“.³⁷⁾ Z pohledu veřejného práva je zákon o nabídkách převzetí především zvláštním předpisem práva kapitálového trhu zajišťujícím ochranu investorské veřejnosti ve vazbě na ovládnutí společnosti či snahu o toto ovládnutí. Obsahuje ustanovení, která jsou ve vztahu *lex specialis* k zákonu o podnikání na kapitálovém trhu a zákonu o dohledu nad kapitálovým trhem (resp. správnímu řádu).

Z pohledu závazkového práva pak můžeme nabídky převzetí považovat za rigidně upravený mechanismus kontraktace mezi navrhovatelem a společníky cílové korporace v situaci, kdy navrhovatel ovládl cílovou společnost (a činí tak následně povinnou nabídku převzetí) či o ovládnutí společnosti teprve usiluje. Je přitom nutné rozlišit dobrovolnou nabídku převzetí, která se může podle rozhodnutí navrhovatele týkat jak účastnických cenných papírů, které jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, tak účastnických cenných papírů, které nejsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, a povinnou nabídku převzetí (§ 35 a násl.), resp. dodatečnou nabídkou převzetí (§ 49 a násl.), které se vztahují pouze na účastnické cenné papíry, které jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu. K problematickému vztahu nabídky převzetí a veřejného návrhu smlouvy na koupi či směnu cenných papírů dle § 183a obch. zák. blíže komentář k § 2 odst. 1. Oproti úpravě veřejného návrhu smlouvy na koupi či směnu cenných papírů v obchodním zákoníku se zákon o nabídkách převzetí věnuje pouze nabídkám převzetí coby veřejnému návrhu činěnému v souvislosti s ovládnutím cílové společnosti, která vydala účastnické cenné papíry, které jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, a klade důraz na větší informovanost adresátů nabídky a na zásadu rovného zacházení s nimi; protiplnění může být toliko relutární či v cenných papírech. Do smluvní svobody účastníků zákon zásadně zasahuje zejména konstrukcí povinné nabídky převzetí, způsobem určení minimálního protiplnění s ingerencí České národní banky i dodatečnou úpravou již sjednaných podmínek ve prospěch vlastníků všech účastnických cenných papírů (srov. např. § 23 a § 30 odst. 3).

Pominout však nelze ani významný korporátní rozměr nabídek převzetí. Každá nabídka představuje nestandardní a velmi výrazný zásah do běžné existence cílové společnosti

³⁷⁾ Škop, M. In Škop, M., Macháček, P. *Základy právní nauky*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2011, s. 23.

i navrhovatele, na který právní úprava pamatuje také řadou speciálních ustanovení z oblasti práva obchodních společností a upravujících např. povinnosti členů orgánů navrhovatele či cílové společnosti v souvislosti s nabídkou (§ 3, § 14–16), možnosti tzv. průlomu do cílové korporace i přes bariéry společnostního práva (§ 32 a násl.) či pozastavení hlasovacích práv v případě prodlení s plněním nabídkové povinnosti (§ 53). Zákon o nabídkách převzetí tak lze považovat za speciální předpis koncernového práva upravující právní vztahy v rámci podnikatelských seskupení (či snahy o ně) u společností, jejichž účastnické cenné papíry byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu.

Literatura

- Assmann, H. D., Pötzsch, P., Schneider, U. W. *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz. Kommentar.* Köln: Schmidt Verlag, 2005.
- Čech, P. In Dědič, J. et al. *Obchodní zákoník. Komentář. Díl III.* 1. vyd. Praha: Polygon, 2002.
- Geibel, S., Süßmann, R. et al. *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG). Kommentar.* München: C. H. Beck, 2002.
- Hausmaninger, Ch., Herbst, Ch. *Übernahmegesetz.* Wien: Manz Verlag, 1999.
- Hirte, H., Bülow, Ch. et al. *Kölner Kommentar zum WpÜG.* Köln: Carl Heymanns Verlag, 2010.
- Havel, B., Pihera, V. *Zákon o nabídkách převzetí. Komentář.* 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2009.
- Krause, H. *Das obligatorische Übernahmeangebot.* Baden-Baden: Nomos, 1995.