

**UNIVERZITA KARLOVA**

**Právnická fakulta**

**Adam Weisser**

**Pravidlo neutrality orgánů cílové společnosti  
v EU z hlediska corporate governance**

Diplomová práce

Vedoucí diplomové práce: JUDr. Klára Hurychová, Ph.D.

Katedra: Katedra obchodního práva

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu): 1. 3. 2024

## **Čestné prohlášení**

Prohlašuji, že jsem předkládanou diplomovou práci vypracoval/a samostatně, že všechny použité zdroje byly řádně uvedeny a že práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

Dále prohlašuji, že vlastní text této práce včetně poznámek pod čarou má 291 911 znaků včetně mezer.

Adam Weisser

V Praze dne 1. 3. 2024

## **Poděkování**

Rád bych touto cestou poděkoval vedoucí práce JUDr. Kláře Hurychové, Ph.D. za její ochotu, vstřícnost a entusiasmus při vedení práce, jakož i cenné poznatky a rady, které mi v průběhu práce poskytla. Dále bych rád poděkoval své rodině za neutichající podporu při studiu a své přítelkyni za denní sdílení nadšení pro téma práce a kontinuální oponenturu.

# Obsah

Úvod.....	6
<b>1. Corporate Governance v kontextu nabídek převzetí.....</b>	<b>10</b>
1.1. Charakteristika, účel a nástroje corporate governance.....	10
1.1.1. Účel corporate governance a problémy zastoupení.....	10
1.1.2. Nástroje corporate governance.....	12
1.2. Specifika nabídek převzetí z pohledu corporate governance.....	14
1.2.1. Pojem nabídky převzetí.....	15
1.2.2. Postavení řídicího orgánu cílové společnosti při nabídce převzetí a ekonomické důvody nabídek převzetí.....	17
1.2.2.1. Role řídicího orgánu cílové společnosti při nabídce převzetí a obranné mechanismy.....	17
1.2.2.2. Trh s korporátní kontrolou a jeho disciplinární funkce.....	24
1.2.3. Problémy nabídek převzetí z hlediska corporate governance.....	26
1.3. Účel právní regulace nabídek převzetí obecně.....	28
1.4. Účel harmonizace právní úpravy nabídek převzetí v EU.....	32
1.5. Směrnice o nabídkách převzetí.....	33
1.5.1. Právní základ a aplikační působnost směrnice o nabídkách převzetí.....	35
1.5.2. Principiální zakotvení směrnice o nabídkách převzetí.....	39
1.5.3. Stručný přehled pravidel ve směrnici o nabídkách převzetí.....	40
<b>2. Pravidlo neutrality řídicího orgánu cílové společnosti.....</b>	<b>44</b>
2.1. Obecně k pravidlu neutrality.....	44
2.2. Vymezení pravidla neutrality ve směrnici.....	46
2.3. Pravidlo neutrality jako nepovinné ujednání směrnice.....	53
2.4. Transpozice pravidla neutrality členskými státy a národní protekcionismus.....	58
2.5. Zhodnocení naplnění harmonizačních cílů směrnice v otázce pravidla neutrality.....	60
<b>3. Opodstatnění pravidla neutrality z pohledu corporate governance a potřeba jeho harmonizace.....</b>	<b>62</b>
3.1. Tlak na akceptaci nabídky jako status quo.....	62
3.2. Výhody a nevýhody pravidla neutrality z pohledu corporate governance.....	64
3.2.1. Argumenty pro pravidlo neutrality z pohledu corporate governance.....	65
3.2.1.1. Náklady zastoupení a střet zájmů mezi řídicím orgánem a akcionáři.....	65
3.2.1.2. Disciplinární funkce nabídek převzetí.....	69
3.2.2. Argumenty proti pravidlu neutrality z pohledu corporate governance.....	73
3.2.2.1. Výhoda centralizovaného vyjednávání řídicího orgánu.....	74
3.2.2.2. Informační výhoda řídicího orgánu.....	75
3.2.2.3. Koncentrace řídicího orgánu na krátkodobé výsledky (Short-termism).....	78
3.2.2.4. Ochrana zájmů zúčastněných stran.....	83
3.2.3. Dílčí shrnutí.....	86

3.3. (Ne)potřeba pravidla neutrality v unijních jurisdikcích .....	89
3.3.1. Argument koncentrované vlastnické struktury unijních společností.....	91
3.3.2. Dostupnost obranných mechanismů v unijních jurisdikcích.....	94
<b>4. Alternativní přístupy regulace pravidla neutrality .....</b>	<b>97</b>
4.1. Zrušení pravidla neutrality.....	99
4.2. Povinné pravidlo neutrality bez flexibilních prvků.....	100
4.3. Dispozitivní pravidlo neutrality s možností opt-outu .....	105
4.3.1. Flexibilní model pravidla neutrality obecně.....	106
4.3.2. Návrh „nezaujaté“ regulace nabídek převzetí v EU .....	107
<b>Závěr .....</b>	<b>112</b>
Seznam používaných zkratk .....	117
Seznam použitých zdrojů .....	118
Abstrakt.....	125
Klíčová slova:.....	125
Abstract .....	126
Key words: .....	126

## Úvod

Směrnice Evropské Unie koordinující právní a správní předpisy členských států v oblasti nabídek převzetí u společností se sídlem v Unii, jejichž cenné papíry jsou obchodované na regulovaném trhu<sup>1</sup>, tento rok oslaví své 20. výročí od nabytí účinnosti. Odborná veřejnost však již od jejího přijetí tápe v tom, zda je tu co slavit. Příkladem budiž samotný název článku *Vanessy Edwards* z roku 2004: „*The Directive on Takeover Bids - Not Worth the Paper it's Written on?*“.<sup>2</sup>

Nabídky převzetí jsou nesmírně zajímavé z hlediska problematiky corporate governance, neboť zde vztahy mezi různě zúčastněnými subjekty na cílové společnosti, zejména pak mezi akcionáři a orgány, jimž je svěřena správa a řízení společnosti, nabývají na dynamice. Problémy pramenící z rozdělení vlastnictví společnosti a kontrolou nad ní, jež jsou standartně adresovány normami obecného korporátního práva, se při nabídce převzetí prohlubují. Podle *Enriquese, Gilsona a Paccese* jsou nabídky převzetí dokonce nejkontroverznějším tématem corporate governance.<sup>3</sup> Specifika nabídek převzetí jsou tak zpravidla reflektována speciální právní úpravou.

Směrnice o nabídkách převzetí je příkladem takové speciální právní úpravy. Jakožto směrnice však musí být transponována členskými státy do vnitrostátních právních řádů. V případě směrnice o nabídkách převzetí byla v tomto členském státům ponechána značná diskrece. Příčinou této diskrece je politický konsensus, který její finální podoba představuje. Složitý proces přijímání směrnice je důkazem toho, že regulace nabídek převzetí je rovněž středobodem řady politických a ekonomických zájmů.

Jedním z pravidel, které upravuje vztahy mezi akcionáři a řídicími nebo správními orgány cílových společností, jež jsou předmětem nabídek převzetí, je pravidlo neutrality orgánů cílové společnosti (ang. *Board Neutrality Rule* nebo *Non-Frustration Rule*). Obrazně jeho zavedením či nezavedením zákonodárce rozhoduje o tom, zda právo rozhodnout o nabídce převzetí dřímá výlučně v rukou akcionářů nebo do určité míry závisí na vůli řídicího nebo správního orgánu cílové společnosti. Na tom se během legislativního procesu v Evropské Unii jednoznačná shoda nenašla

---

<sup>1</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES ze dne 21. dubna 2004 o nabídkách převzetí. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [cit. 9. 2. 2024]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/>.

<sup>2</sup> EDWARDS, Vanessa. The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It’s Written On?. [Online]. European company and financial law review. 2004, roč. 1, č. 4, s. 416-439. [cit. 20.2.2024]. ISSN 1613-2548. Dostupné z: <https://doi.org/10.1515/ecfr.2004.1.4.416>.

<sup>3</sup> ENRIQUES, Luca, GILSON, R. J., PACCES, A. M. The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union). [online]. Harvard business law review (Cambridge, Mass.). 2014, roč. 4, č. 1, s. 85-127 [cit. 3.2.2024]. ISSN 2164-3601. Dostupné z: <https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/hbusrew4&i=91>. S.86.

a zavedení pravidla neutrality bylo ponecháno v diskreci členských států. Rozdíly v transpozici pravidla neutrality a finální dopad těchto rozdílů na naplnění harmonizačních cílů směrnice je dalším pozoruhodným aspektem regulace nabídek převzetí v Evropské Unii.

Předmětem této práce je právní analýza pravidla neutrality z hlediska corporate governance v kontextu unijní harmonizace právní regulace nabídek převzetí. Výzkumnou otázkou je, zda je pravidlo neutrality opodstatněným a vhodným nástrojem regulace problémů corporate governance, které se s nabídkami převzetí pojí, a současně do jaké míry je harmonizace pravidla neutrality v Evropské Unii třeba. Primárním předmětem posouzení je přitom právní úprava pravidla neutrality na úrovni Evropské Unie. O české právní úpravě tedy bude pojednáno pouze velmi okrajově.

V této souvislosti se práce dotkne i obecnějších otázek harmonizace pravidla neutrality na unijní úrovni, a to konkrétně, zda současný právní rámec Evropské Unie s ohledem na pravidlo neutrality naplňuje svých harmonizačních cílů. Pokud bude odpověď na tuto dílčí výzkumnou otázku negativní, bude pojednáno o možných alternativních přístupech harmonizace pravidla neutrality s posouzením jejich vhodnosti.

Diplomová práce je pro účely zodpovězení předestřených výzkumných otázek rozdělena do čtyř kapitol. Účelem první kapitoly je zasazení problematiky do širšího kontextu. V první řadě bude stručně vymezen pojem a nástroje corporate governance obecně. Dále bude pojednáno o specifikách corporate governance v kontextu nabídek převzetí, a to zejména se zaměřením na roli řídicího orgánu cílové společnosti při nabídce převzetí a širší ekonomický kontext nabídek převzetí. Následně bude pojednáno obecně o účelu regulace nabídek převzetí a účelu harmonizace této oblasti v Evropské Unii. Konečně bude v rámci první kapitoly pojednáno obecně o směrnici o nabídkách převzetí, jakožto instrumentu, kterým se harmonizují právní řády členských států v oblasti regulace nabídek převzetí, a jejím principiálním zakotvením.

Druhá kapitola je věnována právní analýze pravidla neutrality ve směrnici o nabídkách převzetí. Nejprve bude pojednáno o pravidlu neutrality obecně jako o způsobu regulace problémů corporate governance, které s nabídkami převzetí souvisí. Poté bude přistoupeno k vymezení pravidla neutrality ve směrnici, jeho transpozičnímu mechanismu a pojednání o způsobu, jakým bylo pravidlo neutrality transponováno členskými státy. Závěrem druhé kapitoly bude zhodnocení pravidla neutrality ve směrnici o nabídkách převzetí se zaměřením na to, zda směrnice v této souvislosti naplňuje své harmonizační cíle.

Stěžejní kapitolou této práce je kapitola třetí, jež by měla vyústit v zodpovězení základní výzkumné otázky této práce, a tedy zda je pravidlo neutrality opodstatněným způsobem regulace problémů corporate governance při nabídkách převzetí a zda je harmonizace pravidla neutrality na unijní úrovni potřeba. V rámci této kapitoly bude systematicky pojednáno o vybraných argumentech pro a proti zakotvení pravidla neutrality s posouzením jejich relevance. Na základě vzájemného hodnocení předestřených argumentů bude uzavřeno, zda je pravidlo neutrality vhodným způsobem regulace problémů corporate governance spojených s nabídkami převzetí či nikoliv. Na tomto podkladě bude posouzena potřeba harmonizace pravidla neutrality v Evropské Unii s ohledem na některá specifika unijních jurisdikcí.

Konečně, pokud z přecházejících kapitol vyplyne, že současný režim pravidla neutrality nenaplnuje své harmonizační cíle a pravidlo neutrality je přitom opodstatněným a potřebným nástrojem unijní regulace nabídek převzetí, bude ve čtvrté kapitole pojednáno o možných alternativních přístupech regulace pravidla neutrality na unijní úrovni.

Za účelem řešení výzkumných otázek bude použito kombinace metod, a to zejména metody analytické, deduktivní, syntetické, v omezeném rozsahu metody komparativní a v nezbytném rozsahu metody deskriptivní.

Závěrem je nutno poznamenat, že problematika nabídek převzetí a s nimi spojených problémů corporate governance je problematikou velmi komplexní, jež přesahuje rámce jednotlivých právních odvětví a má silný ekonomický základ. Proto je i tato práce do jisté míry multidisciplinární, když integruje poznatky z práva obchodních korporací (korporátního práva), práva Evropské Unie a ve velmi omezené míře práva kapitálových trhů. Primárním předmětem zájmu v této práci jsou však principiální problémy corporate governance, pokud možno bez úzké vazby na konkrétní právní řád a na podkladě do jisté míry kusovitého právního rámce Evropské Unie ve zmíněných oblastech.

Současně je třeba uvést, že problematika regulace jednání řídicích orgánů cílových společností například prostřednictvím pravidla neutrality má svůj původ a relativně dlouhou tradici především v jurisdikcích USA a Velké Británie. V České republice a řadě dalších členských státech Evropské Unie se této problematice dostává menšího prostoru s ohledem na specifika kapitálového trhu a úrovně vlastnické koncentrace veřejně obchodovaných společností. Nejspíše i proto je problematice pravidla neutrality v české právní literatuře věnován pouze omezený prostor, a vzhledem k tomu tato práce většinou vychází ze zahraničních zdrojů.



Mám však za to, že s postupným rozvojem kapitálového trhu v Evropské Unii a případnými změnami v intenzitě vlastnické koncentrace unijních veřejně obchodovaných společností má problematika pravidla neutrality potenciál k tomu se stát frekventovanějším předmětem zájmu ze strany zákonodárců a odborné veřejnosti třeba i v jurisdikcích, kde se jí dnes dostává pouze omezené popularity. Některé z těchto změn by přitom mohlo nastartovat již současné prosazování unijního akčního programu „*Unie kapitálových trhů pro občany a podniky*“ z roku 2020, jež má mimo jiné za cíl podpořit rozvoj a integraci kapitálových trhů v Evropské Unii.

# 1. Corporate Governance v kontextu nabídek převzetí

Předmětem této kapitoly je základní vymezení pojmu corporate governance, jeho účelu a nástrojů. Samostatně o těchto aspektech bude pojednáno pouze v rozsahu nezbytně nutném pro zasazení problematiky nabídek převzetí a pravidla neutrality orgánů cílové společnosti do širšího kontextu corporate governance. Zvýšená pozornost proto bude účelně věnována vybraným problémům corporate governance, které s nabídkami převzetí úzce souvisí. Vymezení těchto problémů přitom poslouží jako odrazový můstek pro navazující úvahy ve stěžejních částech této práce. Pro zasazení problematiky do širšího kontextu bude také vymezen účel regulace nabídek převzetí a účel její harmonizace v EU obecně. Konečně bude pojednáno o současném unijním právním rámci regulace nabídek převzetí.

## 1.1. Charakteristika, účel a nástroje corporate governance

V odborné literatuře se můžeme setkat s různými definicemi pojmu corporate governance.<sup>4</sup> Pojmem corporate governance se v rámci této práce rozumí „*systém, prostřednictvím něhož jsou společnosti řízeny a kontrolovány*“<sup>5</sup>. Tento systém je přitom tvořen souborem zásad, pravidel a postupů různého stupně závaznosti<sup>6</sup>, jejichž předmětem jsou zejména vztahy mezi orgány společnosti, jejími společníky (akcionáři), širším managementem a dalšími zúčastněnými stranami na společnosti.<sup>7</sup> Corporate governance jakožto systém představuje rámec pro dosahování stanovených cílů společnosti a kontrolu její činnosti.<sup>8</sup>

### 1.1.1. Účel corporate governance a problémy zastoupení

Obecně lze říci, že účelem corporate governance je „*zajistit, aby osoby spravující společnost tak činily v jejím zájmu, tj. dosáhnout dobré a odpovědné správy.*“<sup>9</sup> Prostřednictvím

---

<sup>4</sup> AFSHARIPOUR, Afra a GELTER, Martin. Introduction to comparative corporate governance. In: GELTER, Martin a AFSHARIPOUR, Afra. Comparative corporate governance. [online]. United Kingdom: Edward Elgar Publishing Limited, 2021 [cit. 1. 2. 2024]. ISBN 1788975324. Dostupné z: <https://doi.org/10.4337/9781788975339.00008>. S. 1.

<sup>5</sup> CADBURY, Adrian. Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance. [online]. London: Gee & Co. Ltd, 1992 [cit. 1. 2. 2024]. ISBN 0 85258 913 1. Dostupné z: <https://www.ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/cadbury.pdf>. Par. 2.5. Pozn. překlad autora.

<sup>6</sup> JOSKOVÁ, Lucie. Kapitola XIV.3. In: ČERNÁ, Stanislava, ŠTENGLOVÁ, Ivana a PELIKÁNOVÁ, Irena. a kol. Právo obchodních korporací. 2. vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2021. ISBN 978-80-7598-991-8. S. 408.

<sup>7</sup> OECD, G20/OECD Principles of Corporate Governance. [online]. OECD Publishing, Paris, 2015 [cit. 1. 8. 2023]. Dostupné z: <https://doi.org/10.1787/9789264236882-en>. S. 9.

<sup>8</sup> Tamtéž.

<sup>9</sup> JOSKOVÁ, Lucie 2021. op. cit. pozn. 6. S. 408.

nástrojů corporate governance se za tímto účelem adresují primárně problémy vyplývající z oddělení vlastnictví a správy společnosti. K oddělení vlastnictví a správy společnosti dochází tam, kde vlastníci společnosti (její akcionáři) delegují řízení a správu společnosti na třetí osoby (profesionální management).<sup>10</sup> Přirozeně tak problémy vyplývající z oddělení vlastnictví a správy společnosti nabývají na intenzitě u veřejně obchodovaných společností, kde je toto oddělení obecně nejširší.

Výlučně veřejně obchodovaných společností se rovněž týká unijní i česká právní úprava nabídek převzetí. Proto bude výklad v rámci této práce veden výhradně s ohledem na tyto společnosti, ačkoliv lze řadu zásad a principů corporate governance aplikovat i v kontextu správy jiných druhů společností. Současně vzhledem k celospolečenskému dopadu činnosti veřejně obchodovaných společností v dnešním světě mají principy a pravidla, dle kterých jsou řízeny a kontrolovány, stěžejní význam.

Základním problémem, který vyvstává z oddělení vlastnictví a správy společnosti, je tzv. problém zastoupení (ang. *agency problem*). Problém zastoupení lze teoreticky rozdělit do tří kategorií.<sup>11</sup> První kategorie problému zastoupení se týká vztahu mezi osobami, které se vlastnický účastní na společnosti (akcionáři) a osobami, jimž je svěřena správa a řízení společnosti, přičemž v českém právním prostředí hovoříme zejména o statutárním orgánu společnosti.

Právě první problém zastoupení je relevantní z hlediska pravidla neutrality orgánů cílové společnosti. Jeho podstatou je, že statutární orgán má faktické pobídky k tomu se v určitých situacích chovat oportunisticky v rozporu s nejlepším zájmem akcionářů potažmo společnosti, což plodí tzv. náklady zastoupení (ang. *agency costs*). Statutární orgán přitom disponuje větším množstvím informací o společnosti, které nabývá a současně je povinen nabývat při výkonu správy a řízení společnosti. Tato informační asymetrie mezi akcionáři a statutárním orgánem společnosti komplikuje akcionářům výkon efektivní kontroly nad činností statutárního orgánu a oportunistické chování jeho členů může zůstat bez odezvy.

---

<sup>10</sup> LASÁK, Jan. Předmluva. In: LASÁK, Jan. *Kontrola řízení a správy akciové společnosti a postavení dozorčí rady*. [online]. Praha: Wolters Kluwer, 2023. [cit. 25.2.2024]. ISBN 978-80-7676-566-5. Dostupné z: [www.aspi.cz](http://www.aspi.cz).

<sup>11</sup> Výklad k dělení problémům zastoupení: HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier a ARMOUR, John. *Agency Problems and Legal Strategies*. In: DAVIES, Paul, RINGE, Wolf-Georg, HERTIG, Gerard, ARMOUR, John; KANDA, Hideki et al. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach* [online]. Third edition. Oxford: Oxford University Press, 2017. [cit. 25.2.2024]. ISBN 9780198739630. Dostupné z: <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780198739630.003.0002>. S. 29. Srov. JOSKOVÁ, Lucie 2021. op. cit. pozn. 6. S. 408 – 409.

Již zde se sluší poznamenat, že náklady zastoupení v této kategorii problému zastoupení se liší dle vlastnické struktury společnosti. Náklady zastoupení v rámci vztahu mezi akcionáři a statutárním orgánem budou zpravidla vyšší ve společnostech s roztržitou vlastnickou strukturou, které se typicky ve vyšší míře vyskytují například v USA nebo Velké Británii<sup>12</sup>, a to zejména kvůli vyšším informačním a koordinačním nákladům akcionářů na výkon kontroly. Ve společnostech s vyšší vlastnickou koncentrací, kde je typicky přítomen akcionář disponující takovým podílem ve společnosti, který mu umožňuje efektivně vykonávat kontrolu nad ní, budou principiálně tyto náklady zastoupení nižší, neboť tento majoritní akcionář má silnou motivaci a prostředky k efektivnímu výkonu kontroly statutárního orgánu.<sup>13</sup> V prostředí těchto „kontrolovaných společností“, které se v současné době ve vyšší míře vyskytují v kontinentální Evropě,<sup>14</sup> vystupuje do popředí druhý problém zastoupení.

Druhý problém zastoupení vzniká ve vztazích mezi většinovými akcionáři a menšinovými akcionáři. Většinou akcionáři mají ze své pozice k dispozici dostatek nástrojů k prosazování vlastních zájmů v otázkách řízení a správy společnosti. Svým vlivem tak mohou prosazovat rozhodnutí, která jsou na újmu menšinovým akcionářům potažmo společnosti jako celku.<sup>15</sup>

Třetí problém zastoupení vyvstává z dopadů činnosti společnosti na ostatní různě zúčastněné strany na společnosti (ang. *stakeholders*). Těmito zúčastněnými stranami rozumíme například věřitele společnosti, její zaměstnance nebo zákazníky. Rozhodování na úrovni společnosti může zasahovat do rozličných zájmů těchto zúčastněných stran, a tím v krajních případech vést ke snížení společného blahobytu všech.<sup>16</sup>

### 1.1.2. Nástroje corporate governance

K moderaci výše nastíněných problémů zastoupení existuje řada různých nástrojů corporate governance. Dobrá znalost dostupných nástrojů a jejich příhodný výběr je předpokladem pro efektivní regulaci chování orgánů cílové společnosti při nabídce převzetí, stejně jako pro jakoukoliv jinou regulaci.

---

<sup>12</sup> OECD, OECD Corporate Governance Factbook 2023. [online]. OECD Publishing, Paris, 2023. [cit. 20.2.2024]. Dostupné z: <https://doi.org/10.1787/6d912314-en>. S.19. Tabulka č. 1.6.

<sup>13</sup> JOSKOVÁ, Lucie 2021. op. cit. pozn. 6. S. 408.

<sup>14</sup> OECD Corporate Governance Factbook 2023, op. cit. pozn. 12.

<sup>15</sup> JOSKOVÁ, Lucie 2021. op. cit. pozn. 6. S.409.

<sup>16</sup> HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier a ARMOUR, John 2017. op. cit. pozn. 11. S.30.

V nejobecnějším slova smyslu dělíme nástroje corporate governance na právní (např. právní předpisy nebo smlouvy) a mimoprávní (např. soft law).<sup>17</sup> Právními předpisy upravujícími otázky corporate governance jsou zejména normy korporátního práva, a to jak na úrovni Evropské Unie, tak vnitrostátní. V rámci Evropské Unie jde zejména o úpravu vybraných aspektů korporátního práva prostřednictvím směrnic. Vedle směrnice o nabídkách převzetí lze příkladem uvést směrnici o některých aspektech práva obchodních společností<sup>18</sup>, směrnici o výkonu některých práv akcionářů ve společnostech s kótovanými akciemi<sup>19</sup>, směrnici o podpoře dlouhodobého zapojení akcionářů,<sup>20</sup> nebo směrnici o transparentnosti<sup>21</sup>.

Základními českými právními předpisy korporátního práva jsou zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech („ZOK“) a příslušné normy zákona č. 89/2012 Sb., Občanský zákoník („OZ“). Dále jsou některé specifické korporátní situace upraveny zvláštními právními předpisy, a to právě například zákonem č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí („ZoNP“). Určité aspekty corporate governance jsou však ovlivněny i normami jiných právních odvětví, a to například zákony o účetnictví nebo daňovými zákony.<sup>22</sup>

Dalším právním nástrojem corporate governance jsou smlouvy. V mezích kogentních norem korporátního práva jsou vztahy subjektů uvnitř společnosti upraveny společenskou smlouvou, resp. stanovami. Řada podstatných aspektů corporate governance je rovněž předmětem tzv. vedlejších dohod mezi akcionáři.<sup>23</sup> Macey v tomto kontextu uvádí, že „z ekonomické

---

<sup>17</sup> ŠTENGLOVÁ, Ivana. Kapitola 2.2. [Nástroje regulace corporate governance]. In: HAVEL, Bohumil; LASÁK, Jan, PIHERA, Vlastimil, ŠTENGLOVÁ, Ivana, GŘIVNA, Tomáš et al. Corporate governance na pomezí zákona a soft law. [online]. Praha: Wolters Kluwer, 2022. [cit. 25.2.2024]. ISBN 978-80-7676-557-3. Dostupné z: [www.aspi.cz](http://www.aspi.cz).

<sup>18</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1132 ze dne 14. června 2017 o některých aspektech práva obchodních společností (kodifikované znění). In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [cit. 9. 2. 2024]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/>.

<sup>19</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2007/36/ES ze dne 11. července 2007 o výkonu některých práv akcionářů ve společnostech s kótovanými akciemi. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [cit. 9. 2. 2024]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/>.

<sup>20</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/828 ze dne 17. května 2017, kterou se mění směrnice 2007/36/ES, pokud jde o podporu dlouhodobého zapojení akcionářů. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [cit. 9. 2. 2024]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/>.

<sup>21</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/109/ES ze dne 15. prosince 2004 o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, a o změně směrnice 2001/34/ES. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [cit. 9. 2. 2024]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/>.

<sup>22</sup> ŠTENGLOVÁ, Ivana 2022. Kapitola 2.2.1.1. [Právní předpisy]. op. cit. pozn. 17.

<sup>23</sup> ŠTENGLOVÁ, Ivana 2022. Kapitola 2.2.1.2. [Smlouvy jako nástroj řízení a správy]. op. cit. pozn. 17.

*perspektivy, jsou společnosti nejen organizované na základě idey smlouvy, ale jsou také nejpřesněji popsateľné jako smlouva.*“<sup>24</sup>

Konečně přesuneme-li se k mimoprávním nástrojům, tak se v oblasti corporate governance setkáváme s významným vlivem tzv. *soft law*. Příkladem jsou nedávno publikované G20/OECD Principles of Corporate Governance (2023)<sup>25</sup> vypracované Organizací pro hospodářskou spolupráci a rozvoj, která tímto na základě své odborné činnosti poskytuje předlohu pro kvalitní nastavení corporate governance. V České republice je obdobou Kodex správy a řízení společností ČR z roku 2018.<sup>26</sup>

## **1.2. Specifika nabídek převzetí z pohledu corporate governance**

Ve světle obecného vymezení corporate governance je následující podkapitola věnována jeho specifikům při nabídkách převzetí. Předtím, než bude pojednáno o problémech corporate governance spojených s nabídkami převzetí, považuji za důležité nejprve obecně vymezit pojem nabídky převzetí a osvětlit postavení orgánů cílové společnosti při nabídce převzetí. Pro lepší pochopení dynamiky vztahů mezi jednotlivými aktéry nabídky převzetí a za účelem zasazení nabídek převzetí do širšího ekonomického kontextu považuji za důležité rovněž pojednat o ekonomických důvodech nabídek převzetí.

V tomto bodě je nutné objasnit terminologii užívanou v této práci. Pravidlo neutrality orgánů cílové společnosti při nabídce převzetí se podle článku 9 směrnice o nabídkách převzetí vztahuje na řídicí nebo správní orgán cílové společnosti. Tento pojem přitom ve společnostech s dvouprvkovou (dualistickou) strukturou orgánů podle článku 9 odst. 6 směrnice zahrnuje správní radu i dozorčí radu. V intencích českého práva zde hovoříme o statutárním orgánu (představenstvu) a kontrolním orgánu (dozorčí radě) a ve společnostech s monistickou strukturou pouze o správní radě, která je současně statutárním i kontrolním orgánem. Vzhledem k tomu, že předmětem zkoumání v této práci je unijní směrnice o nabídkách převzetí, považuji za vhodné

---

<sup>24</sup> MACEY, Jonathan R. Corporate governance: promises kept, promises broken. [1st ed.]. [online]. Princeton: Princeton University Press, 2008. [cit. 3. 2. 2024]. ISBN 9780691129990. Dostupné z: <https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=e000xww&AN=295526&lang=cs&site=ehost-live>. S. 20.

<sup>25</sup> OECD, G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023. [online]. OECD Publishing, Paris, 2023, [cit. 20. 2. 2024]. Dostupné z: <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>.

<sup>26</sup> Kodex správy a řízení společností ČR 2018. [online]. Praha: Czech institute of directing, 2018. [cit. 11. 2. 2023]. ISBN 978-80-270-4402-3. Dostupné z: [https://www.mfer.cz/assets/cs/media/2018\\_Kodex-spravy-a-řízení-spolecnosti-CR.pdf](https://www.mfer.cz/assets/cs/media/2018_Kodex-spravy-a-řízení-spolecnosti-CR.pdf).

používat terminologii obsaženou ve směrnici, jakkoliv působí z hlediska terminologie užívané českým zákonem o obchodních korporacích cizorodě.

Nadále tedy bude pro unijní pojem řídicího a správního orgánu užíván z důvodu plynulosti textu pouze pojem *řídicí orgán*. Tento v sobě integruje podle českého práva jak statutární, tak kontrolní orgán. Není primárním účelem této práce rozlišovat vymezení působnosti mezi statutárním a kontrolním orgánem společnosti, jakkoliv je tento aspekt klíčový z hlediska corporate governance, nýbrž zkoumání vztahu mezi akcionáři, respektive jejich orgánem v rámci cílové společnosti (valnou hromadou), a orgány cílové společnosti, jimž je svěřeno řízení a správa společnosti (primárně statutární orgán), jakož i kontrola tohoto řízení a správy (kontrolní orgán). Tam, kde bude v rámci výkladu nezbytně třeba odlišit statutární orgán a kontrolní orgán společnosti, bude užíváno těchto pojmů. Obecně však lze poznamenat, že většina pravomocí relevantních k přijímání obranných mechanismů vůči nabídce převzetí bude náležet alespoň v intencích českého práva do působnosti statutárního orgánu cílové společnosti.

### 1.2.1. Pojem nabídky převzetí

Při obecném vymezení pojmu nabídky převzetí je třeba mít na paměti, že spíše než obecným institutem korporátního práva, je právní úprava nabídek převzetí specifickým aspektem regulace kapitálového trhu.<sup>27</sup> Svou podstatou však normy upravující nabídky převzetí stojí na pomezí práva kapitálového trhu a korporátního práva.<sup>28</sup> Regulace nabídek převzetí se tak zpravidla uplatňuje ve vztahu ke společnostem, jejichž cenné papíry jsou veřejně obchodované.<sup>29</sup> Tak tomu je i v případě směrnice o nabídkách převzetí, jejíž aplikace je omezena na nabídky převzetí u společností, jejíž cenné papíry nebo alespoň některé z nich jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu v jednom nebo ve více členských státech.<sup>30</sup>

Obecně nabídku převzetí můžeme definovat jako určitý „postup, při kterém zájemce poptává od veřejnosti účastnické cenné papíry určité cílové společnosti za účelem jejího

---

<sup>27</sup> PIHERA, Vlastimil. Kapitola IV. In: ŠTENGLOVÁ, Ivana, DĚDIČ, Jan, LASÁK, Jan, PIHERA, Vlastimil, LÁLA, Daniel, JOSKOVÁ, Lucie. Akciové společnosti. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2023. ISBN 978-80-7400-914-3. S. 258, marg. č. 890.

<sup>28</sup> PAPADOPOULOS, Thomas. EU law and the harmonization of takeovers in the internal market. [online]. Alphen aan den Rijn, The Netherlands: Wolters Kluwer Law & Business, 2010. [cit. 3.2.2024]. ISBN 90-411-3740-8. Dostupné z: <https://www.kluwercompetitionlaw-com.ezproxy.is.cuni.cz/document/KLI-KCL-1039201-a>. S. 100.

<sup>29</sup> DAVIES, Paul, HOPT, Klaus, RINGE, Wolf-Georg. Control Transactions. In: DAVIES, Paul et. al. 2017. op. cit. pozn. 11. S. 206.

<sup>30</sup> Článek 1 odst. 1 směrnice o nabídkách převzetí.

ovládnutí.<sup>31</sup> Právě potencialita změny subjektu, který může prostřednictvím kontrolního podílu účinně ovlivňovat další fungování společnosti, je pojmovým znakem nabídky převzetí. V životě obchodní korporace je nabídka převzetí společně s jinými formami změny kontroly ve společnosti nevšední událostí, která se vymyká standardnímu režimu správy a řízení společnosti, a proto zasluhuje zvláštní pozornost.

Z hlediska corporate governance je důležité, že změna kontroly prostřednictvím nabídky převzetí probíhá ve své podstatě na základě individuálních transakcí mezi držiteli účastnických cenných papírů (akcionáři) společnosti a předkladatelem nabídky. Cílová společnost není subjektem transakce, a tedy na rozdíl od jiných forem změny kontroly ve společnosti (např. fúzí), zpravidla není třeba ke změně kontroly souhlasu valné hromady cílové společnosti.<sup>32</sup> V zásadě je osud nabídky převzetí v rukou jednotlivých akcionářů, jímž je nabídka adresována.

Řídící orgán cílové společnosti má však v závislosti na konkrétní korporátní právní úpravě, jíž se cílová společnost řídí, k dispozici určité nástroje k ovlivnění pravděpodobnosti učinění nabídky ze strany předkladatele nebo její úspěšnosti. V této souvislosti rozlišujeme mezi tzv. přátelskými nabídkami převzetí, které mají podporu řídicího orgánu cílové společnosti a tzv. nepřátelskými nabídkami převzetí, kdy se zájemce pokouší o nabytí kontroly v cílové společnosti prostřednictvím nabídky převzetí proti vůli jejího řídicího orgánu.<sup>33</sup>

Dále rozlišujeme mezi tzv. dobrovolnými nabídkami převzetí, které předkladatel nabídky činí ze své vlastní vůle a tzv. povinnými nabídkami převzetí, které je předkladatel nabídky povinen učinit na základě zákonem stanovené povinnosti.

Pro vyloučení pochybností uvádím, že pojmy (účastnický) cenný papír a akcie, stejně jako pojmy držitel (účastnického) cenného papíru a akcionář budu i nadále z důvodu plynulosti a srozumitelnosti textu užívat zaměnitelně i s ohledem na to, že v českém právním prostředí se právní úprava nabídek převzetí v zákoně o nabídkách převzetí týká pouze akciových společností, jejichž účastnické cenné papíry byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu.<sup>34</sup>

---

<sup>31</sup> HAVEL, Bohumil, PIHERA, Vlastimil. In: HAVEL, Bohumil a PIHERA, Vlastimil. Zákon o nabídkách převzetí: komentář. [online]. Praha: Beck, 2009. [cit. 25.2.2024]. ISBN 978-80-7400-051-5. S. IX. Dostupné z: <https://www.beck-online.cz>.

<sup>32</sup> DAVIES, Paul, HOPT, Klaus, RINGE, Wolf-Georg 2017. op. cit. pozn. 29. S. 205.

<sup>33</sup> PIHERA, Vlastimil 2023. op. cit. pozn. 27. S. 255, marg. č. 881.

<sup>34</sup> § 1 ZoNP.



### **1.2.2. Postavení řídicího orgánu cílové společnosti při nabídce převzetí a ekonomické důvody nabídek převzetí**

Vymezení role a pravomocí řídicího orgánu cílové společnosti při nabídce převzetí je pro účely analýzy pravidla neutrality z hlediska corporate governance klíčové, neboť právě chování tohoto řídicího orgánu je pravidlem neutrality regulováno. Pravomoci řídicího orgánu cílové společnosti jsou v této podkapitole popsány pouze obecně, protože přesný rozsah a podmínky jejich uplatňování se mohou lišit dle právní úpravy jednotlivých jurisdikcí.

Dále je nabídky převzetí nutno chápat v souvislosti s jejich ekonomickou podstatou. Tu můžeme empiricky zkoumat v různých úrovních, a to nejprve obecnou ekonomickou funkci nabídek převzetí jako součásti trhu s korporátní kontrolou v ekonomice. Následně můžeme zkoumat ekonomický vliv nabídky převzetí úžeji v kontextu konkrétních společností, a to konkrétně její dopady na cílovou společnost jako celek, blahobyt akcionářů cílové společnosti a akcionářů společnosti předkladatele nabídky, řídicí orgány těchto společností nebo i blahobyt ostatních jinak zúčastněných osob na společnosti. Empirické studie o těchto aspektech nabídek převzetí jsou směrodatné pro zákonodárce, kteří mohou výskyt nabídek převzetí jejich regulací moderovat.

#### **1.2.2.1. Role řídicího orgánu cílové společnosti při nabídce převzetí a obranné mechanismy**

Ačkoliv ovládnutí společnosti prostřednictvím nabídky převzetí probíhá na základě jednotlivých transakcí mezi jejími stávajícími akcionáři a předkladatelem nabídky, řídicí orgán cílové společnosti může v určitých případech pravděpodobnost výskytu nebo úspěchu nabídky převzetí významně snížit či úplně vyloučit. Řídicí orgán cílové společnosti totiž může být v závislosti na konkrétním vymezení jeho působnosti v rámci právní úpravy příslušné jurisdikce vybaven k přijímání tzv. obranných mechanismů, které mohou učinit cílovou společnost pro předkladatele nabídky různými způsoby méně atraktivní a nabídku převzetí ekonomicky nevýhodnou.

Jak významnou roli může řídicí orgán cílové společnosti v procesu nabídky převzetí sehrát, bez uvážení specifické regulace nabídek převzetí, je tedy závislé primárně na rozsahu jeho působnosti stanovené obecnými normami korporátního práva příslušné jurisdikce, případně stanovami společnosti, jakožto základními právními nástroji corporate governance.

Obranné mechanismy sloužící řídicímu orgánu cílové společnosti k ovlivnění osudu nabídky převzetí mohou být poměrně různorodé. S jejich používáním se přitom z logiky věci setkáváme zejména u nepřátelských nabídek převzetí.

*Davies a spol.* rozdělují obranné mechanismy do tří hlavních kategorií.<sup>35</sup> Podstatou první z nich je alokace určitého objemu akcií společnosti do rukou „spřátelené“ osoby, která s největší pravděpodobností nabídku nepřijme, čímž se předkladateli omezuje možnost úplného ovládnutí společnosti, což může být začasť hlavním motivem nabídky převzetí. Dále může jít o účelové poskytování zvláštních práv akcionářům například v rámci obranného mechanismu nazývaného *poison pill*<sup>36</sup>, jehož podstata bude blíže rozvedena dále. Třetí kategorií jsou mechanismy umožňující alokaci stěžejních aktiv společnosti mimo dosah potencionálně úspěšného předkladatele nabídky, což rovněž činí cílovou společnost zvláště pro předkladatele nabídky, který má zvláštní zájem na nabytí těchto aktiv, méně atraktivní.<sup>37</sup> Tento výčet kategorií však není vyčerpávající. Jako obranný mechanismus může sloužit v podstatě jakékoliv opatření nebo operace, které jsou způsobilé ovlivnit vůli předkladatele nabídku předložit.

Pokud má řídicí orgán společnosti příslušné pravomoci k účinnému přijetí obranných mechanismů, je osud nabídky ve svém důsledku závislý nejen na vůli akcionářů cílové společnosti, ale také na vůli tohoto řídicího orgánu, z čehož vyplývají problémy zastoupení mezi akcionáři a řídicím orgánem společnosti. I v případě adopce obranných mechanismů však musí členové řídicího orgánu cílové společnosti postupovat v souladu se standardem, který je na výkon jejich funkce kladen právními normami příslušné jurisdikce.

Nejčastěji uváděným příkladem obranného mechanismu je již zmíněný *poison pill*. Tento mechanismus má své kořeny v USA a svou podstatou typicky spočívá v tom, že se v reakci na předem definovanou událost (nejčastěji překročení určité hranice hlasovacích práv ve společnosti potencionálním předkladatelem nabídky) aktivuje stávajícím akcionářům s výjimkou potencionálního předkladatele nabídky právo na úpis nových akcií za zlevněnou cenu, a to buďto akcií cílové společnosti (tzv. *flip-in poison pill*) nebo dokonce akcií společnosti předkladatele nabídky za předpokladu, že po převzetí cílové společnosti dojde k fúzi obou společností (tzv. *flip-*

---

<sup>35</sup> DAVIES, Paul, HOPT, Klaus, RINGE, Wolf-Georg 2017. op. cit. pozn. 29. S. 208.

<sup>36</sup> V české odborné literatuře se můžeme setkat i s širším vymezením pojmu *poison pills* v podstatě zahrnující širokou škálu obranných mechanismů, například: HAVEL, Bohumil. 2022. Kapitola 7.3. [Nabídky převzetí]. op. cit. pozn. 17. V této práci bude pojem *poison pill* užíván v užším smyslu jako označení pro jeden z obranných mechanismů.

<sup>37</sup> DAVIES, Paul, HOPT, Klaus, RINGE, Wolf-Georg 2017. op. cit. pozn. 29. S. 208.

*over poison pill*).<sup>38</sup> Prostřednictvím tohoto mechanismu se zředí vlastnická struktura společnosti, resp. podíly předkladatele nabídky v ní, a uskutečnění nabídky převzetí se pro něj stane ekonomicky nevýhodným.<sup>39</sup>

*Poison pill* může být teoreticky předvídan již stanovami nebo proveden rozhodnutím řídicího orgánu cílové společnosti.<sup>40</sup> Řídicí orgán je zpravidla oprávněn *poison pill* revokovat, například po dohodě s předkladatelem nabídky, který nabídne lepší podmínky nabídky.<sup>41</sup> Za účelem revokace *poison pill* může předkladatel nabídky vyvolat tzv. *proxy fight*, v jehož rámci se pokusí přesvědčit dostatečný počet akcionářů cílové společnosti k hlasování pro odvolání současných členů řídicího orgánu, kteří nejsou nabídce nakloněni, a jmenování nových členů tohoto orgánu, kteří budou ochotni *poison pill* revokovat a fakticky umožnit předložení nabídky převzetí.<sup>42</sup>

Dostupnost tohoto mechanismu závisí na konkrétních podmínkách korporátního práva v dané jurisdikci. V unijních jurisdikcích je využití tohoto mechanismu řídicím orgánem bez souhlasu valné hromady v určité míře limitováno na rozdíl například od USA, kde má řídicí orgán cílové společnosti obecně relativně široké pravomoci s ohledem na upisování nových akcií.<sup>43</sup> Na základě článku 68 Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1132 ze dne 14. června 2017 o některých aspektech práva obchodních společností („směrnice 2017/1132“)<sup>44</sup> se totiž ke zvýšení základního kapitálu společnosti mimo jiné úpisem nových akcií zásadně vyžaduje rozhodnutí valné hromady. Dle citovaného článku však může valná hromada zmocnit ke zvýšení základního kapitálu do určité výše jiný orgán společnosti s tím, že toto oprávnění může být uděleno pouze na dobu pěti let.

---

<sup>38</sup> SERETAKIS, Alexandros. Hostile takeovers and defensive mechanisms in the United Kingdom and the United States: a case against the United States regime. [online]. Entrepreneurial business law journal. 2013, roč. 8, č. 2, s.12. [cit. 20.1.2024]. ISSN 1932-4480. Dostupné z: <https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=lgs&AN=95089562&lang=cs&site=ehost-live>. S.256.

<sup>39</sup> DAVIES, Paul, HOPT, Klaus, RINGE, Wolf-Georg 2017. op. cit. pozn. 29. S. 216.

<sup>40</sup> HAVEL, Bohumil, PIHERA, Vlastimil. 2009. op. cit. pozn. 31. S.71.

<sup>41</sup> PAPADOPOULOS, Thomas. 2010. op. cit. pozn. 28. S.109.

<sup>42</sup> DAVIES, Paul, HOPT, Klaus, RINGE, Wolf-Georg 2017. op. cit. pozn. 29. S. 216.

<sup>43</sup> DAVIES, Paul L., SCHUSTER, Edmund-Philipp, and Van De Walle DE GHELCKE, Emilie. "The Takeover Directive as a Protectionist Tool?".[online]. ECGI - Law Working Paper No. 141/2010, 2010. [cit. 3. 2. 2024]. Dostupné z: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1554616>. S.6.

<sup>44</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1132 ze dne 14. června 2017 o některých aspektech práva obchodních společností (kodifikované znění). In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [cit. 9. 2. 2024]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/>.

Další potencionální překážkou přijímání *poison pill* v unijních jurisdikcích je požadavek respektování práva stávajících akcionářů na přednostní úpis nových akcií při zvyšování základního kapitálu společnosti peněžitými vklady, který je zakotven s určitými výjimkami v článku 72 směrnice 2017/1132. Aby byl totiž *poison pill* účinný, musí dojít k vyloučení práva na přednostní úpis akcií svědčícímu předkladateli nabídky, jestliže je rovněž akcionářem cílové společnosti, v souladu s příslušnou vnitrostátní právní úpravou. Podle citovaného článku 72 směrnice 2017/1132 stanovy společnosti nemohou přednostní právo omezit či zrušit, může tak ovšem učinit valná hromada rozhodnutím, a to prostřednictvím kvalifikované většiny hlasů. I v tomto případě však mohou právní předpisy členských států umožnit delegaci tohoto rozhodnutí na jiný orgán společnosti (typicky statutární orgán), který je oprávněn ke zvyšování základního kapitálu (viz. výše) v mezích tohoto oprávnění, a to již ve stanovách nebo rozhodnutím valné hromady (rovněž kvalifikovanou většinou).

I za předpokladu řádného zmocnění jiného orgánu společnosti k upisování nových akcií a současnému omezení nebo vyloučení přednostního práva na úpis těchto akcií se zdá být obecně problematickým diskriminační charakter vyloučení tohoto přednostního práva předkladatele nabídky, a to z hlediska zásady rovného zacházení se všemi akcionáři ve stejném postavení zakotvené v článku 85 směrnice 2017/1132. Dle tohoto článku mají právní předpisy členských států zajistit dodržování zásady rovného zacházení s akcionáři při provádění mimo jiné výše uvedených ustanovení.

Již článek 72 odst. 2 směrnice 2017/1132 ovšem umožňuje, aby právní předpisy členských států vyloučily nebo modifikovaly aplikaci přednostního práva na úpis akcií s ohledem na různou druhovost akcií společnosti. Citovaný článek přitom výslovně zmiňuje takové druhy akcií, s nimiž je spojeno omezené právo na výplatu zisku či účast na rozdělení majetku společnosti v případě likvidace, nebo druhy akcií s rozdílným hlasovacím právem. Pokud tedy právní předpis členského státu tuto výjimku do svého právní řádu vtělí, bude efektivní možnost užití *poison pill* v příslušné jurisdikci do jisté míry principiálně závislá na druhovosti akcií konkrétní společnosti, a zejména pak na druhu akcií, jimiž disponuje předkladatel nabídky před uskutečněním nabídky převzetí. Z uvedeného nicméně vyplývá, že diskriminační omezení nebo vyloučení přednostního práva na úpis nových akcií směřované výlučně vůči předkladateli nabídky bez vázanosti na konkrétní druh akcií je v kontextu unijního práva problematické.

V intencích českého práva je zásada rovného zacházení s akcionáři obsažena v ustanovení § 244 ZOK. Konkrétně v souvislosti s omezením nebo vyloučením přednostního práva pak ustanovení § 488 odst. 2 bez dalšího stanoví, že toto vyloučení nebo omezení „*musí být pro*

všechny akcionáře určeno ve stejném rozsahu.“ Český zákonodárce nicméně směrnicí nabízenou možnost delegace rozhodnutí o vyloučení přednostního práva na jiný orgán společnosti, který je oprávněn rozhodovat o zvýšení upsaného základního kapitálu, nevyužil, když k omezení nebo vyloučení přednostního práva je oprávněna v souladu s ustanovením § 488 odst. 1 ZOK pouze valná hromada, a to pouze v důležité zájmu společnosti.<sup>45</sup>

Dalším obranným mechanismem je tzv. *white squire*. Tento mechanismus spočívá v účelové alokaci určitého počtu nových akcií cílové společnosti, které však ve svém souhrnu nepředstavují kontrolní podíl ve společnosti, „spřátelené“ osobě, která nabídku převzetí od předkladatele nepřijme. Ve svém důsledku se tímto mechanismem zvýší celkový objem akcií cílové společnosti, čímž se nabídka převzetí předkladateli prodraží. Současně, pokud je nabytý podíl spřátelené osoby na cílové společnosti dostatečně velký, může být ohrožena možnost předkladatele nabyt prostřednictvím nabídky převzetí efektivní kontrolu nad společností, což snižuje pravděpodobnost samotného předložení nabídky.<sup>46</sup> I zde platí úvahy o potencionálním omezení možností řídicího orgánu rozhodovat o zvýšení základního kapitálu úpisem nových akcií a požadavku respektování přednostního práva akcionářů na úpis nových akcií, jak je pojednáno výše.

Řídící orgán cílové společnosti dále může činit aktivní kroky k vyhledání konkurenčního předkladatele nabídky převzetí (tzv. *white knight*), čímž může odradit původního zájemce o převzetí cílové společnosti od předložení nabídky. Svým způsobem tak řídicí orgán cílové společnosti iniciuje jistou formu aukce, jež zpravidla povede k zvýšení ceny, kterou akcionáři akceptací lepší z nabídek obdrží. Tento mechanismus je považován na základě empirických studií za obecně prospěšný pro akcionáře cílové společnosti a je zpravidla povolenou výjimkou z pravidla neutrality.<sup>47</sup>

Dále může řídicí orgán cílové společnosti ve snaze frustrovat nabídku převzetí různě disponovat s určitými aktivy společnosti, které mohou být jedním z motivů potencionálního

---

<sup>45</sup> V souladu s výkladem v: KUBÍK, Martin, KRŽÍŽ, Josef, § 488 [Omezení nebo vyloučení přednostního práva usnesením valné hromady]. In: LASÁK, Jan, DĚDIČ, Jan, POKORNÁ, Jarmila a ČÁP, Zdeněk a kol. Zákon o obchodních korporacích: komentář. [online]. 2. vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2021. [cit. 29.2.2024]. ISBN 978-80-7598-881-2. Dostupné z: [www.aspi.cz](http://www.aspi.cz). Pozn. autora: Důležitý zájem společnosti je přitom dle současné judikatury Nejvyššího soudu zkoumán poměrně striktně s přihlédnutím k tomu, že podle Nejvyššího soudu přednostní právo akcionářů na upsání nových akcií představuje jedno ze základních práv spojených s akciemi (viz. usnesení Nejvyššího soudu ČR sp. zn. 27 Cdo 155/2019, ze dne 26. 11. 2020).

<sup>46</sup> SERETAKIS, Alexandros 2013. op. cit. pozn. 38. S.259.

<sup>47</sup> DAVIES, Paul, HOPT, Klaus, RINGE, Wolf-Georg 2017. op. cit. pozn. 29. S. 214.

předkladatele nabídky k předložení nabídky převzetí. Tento mechanismus se v odborné literatuře nazývá taktikou spalené změně<sup>48</sup> nebo tzv. *crown jewel defence*,<sup>49</sup> a spočívá v tom, že cílová společnost převede vlastnické právo k určitému významnému aktivu společnosti na třetí osobu, a to zpravidla podmíněně pro případ, že dojde k úspěšnému převzetí cílové společnosti. Podmíněnost převodu členové řídicího orgánu cílové společnosti zajistí typicky uzavřením smlouvy, jejímž předmětem bude převod vlastnického práva k danému aktivu, ovšem s odkládací podmínkou účinnosti převodu pro případ úspěšného převzetí cílové společnosti. Předmětné aktivum cílové společnosti tak v případě úspěšné nabídky převzetí zůstane mimo dosah předkladatele nabídky. Podmíněnost převodu vlastnického práva přitom zvyšuje šanci, že uzavření transakce členy řídicího orgánu nebude v rozporu s příslušným standardem výkonu funkce. Na základě obecných norem korporátního práva příslušných jurisdikcí je však dispozice s významnými aktivy společnosti začasť podmíněna souhlasem valné hromady.<sup>50</sup>

Za obranný mechanismus lze považovat rovněž nabývání vlastních akcií cílovou společností (tzv. *share repurchase* nebo *buy-back*) za účelem zvýšení ceny akcií<sup>51</sup> a udržení části akcií mimo dosah předkladatele.<sup>52</sup> Pravomoc řídicího orgánu ze své vlastní působnosti rozhodovat o nabývání vlastních akcií společnosti je však v unijních jurisdikcích omezena na základě článku 60 směrnice 2017/1132, a to zejména požadavkem souhlasu valné hromady. Právní předpisy členských států se však od tohoto požadavku mohou odchýlit, „*pokud je nabytí vlastních akcií nezbytné k tomu, aby se společnost vyhnula vážné a bezprostředně hrozící újmě*“.<sup>53</sup> Do jaké míry lze pod takto vymezenou situaci podřadit hrozící nabídku převzetí, která třeba na základě úvahy řídicího orgánu představuje vážnou a bezprostředně hrozící újmu cílové společnosti, je otázkou výkladu. Uvedená výjimka je v rámci českého právního řádu zakotvena v ustanovení § 304 ZOK.

---

<sup>48</sup> LASÁK, Jan, BUCEK, Dalibor, § 15 [Povinnost neutrality orgánů cílové společnosti]. In: LASÁK, Jan. Zákon o nabídkách převzetí: komentář.[online]. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2012. [cit. 29.1.2024]. ISBN 978-80-7357-888-6. Dostupné z: [www.aspi.cz](http://www.aspi.cz).

<sup>49</sup> DAVIES, Paul L., SCHUSTER, Edmund-Philipp, and Van De Walle DE GHELCKE, Emilie. op. cit. pozn. 43. S.7. pozn. 24.

<sup>50</sup> Tamtéž.

<sup>51</sup> CLERC, Christophe, DEMARIGNY, Fabrice, DE MANUEL, Mirzha, VALIANTE, Diego. A Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation. [online]. CEPS Paperbacks, 2012. ISBN 978-94-6138-234-4, Dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=2187837>, S.179.

<sup>52</sup> LASÁK, Jan, BUCEK, Dalibor. 2012. op. cit. pozn. 48.

<sup>53</sup> Článek 60 odst. 2 směrnice 2017/1132.

V neposlední řadě lze zmínit mechanismus, který spočívá v odvetném učinění nabídky převzetí cílovou společností na společnost předkladatele nabídky nazývanou „*pacman defence*“.<sup>54</sup>

Adopcí výše zmíněných obranných mechanismů může řídicí orgán společnosti odradit předkladatele nabídky od předložení nabídky převzetí, a tím rovněž zamezit možnosti akcionářů rozhodnout o její podstatě. Takový postup může být teoreticky ku prospěchu akcionářů cílové společnosti například v případech zjevně nevýhodných a nátlakových nabídek převzetí. I tyto nabídky totiž mohou mít teoretickou naději na úspěch, pokud se předkladateli nabídky podaří využít koordinačních problémů akcionářů cílové společnosti, v jejichž důsledku jsou jednotliví akcionáři fakticky tlačeni k akceptaci i suboptimální nabídky, jak je blíže vysvětleno v kapitole 3.1. této práce. Členové řídicího orgánu přitom disponují a jsou povinni disponovat širším okruhem informací o společnosti potřebných k posouzení výhodnosti nabídky a centralizovaným jednáním třeba za využití obranných mechanismů může řídicí orgán cílové společnosti sanovat předestřené koordinační problémy akcionářů cílové společnosti za účelem vyjednání výhodnějších podmínek nabídky.<sup>55</sup>

Obecně však existuje riziko, že členové řídicího orgánu nebudou v rámci rozhodování o přijetí obranných mechanismů jednat ku prospěchu akcionářů a budou blokovat třeba i výhodnou nabídku převzetí, neboť tito členové mají relevantní motivace se při zaujetí svého postoje k nabídce převzetí chovat oportunisticky a v rozporu se zájmy akcionářů potažmo společnosti jako celku. Změna kontroly ve společnosti je totiž zpravidla doprovázena personálními změnami v jejím řídicím orgánu. V důsledku úspěšné nabídky převzetí tak mohou členové řídicího orgánu cílové společnosti ztratit své lukrativní funkce a renomé.<sup>56</sup> Tomu mohou předejít právě frustrováním nabídky převzetí prostřednictvím obranných mechanismů.

Oportunistické jednání řídicího orgánu nicméně zvyšuje náklady zastoupení, poškozují akcionáře společnosti a v širším měřítku podryvá potencionální ekonomický přínos nabídek převzetí, o němž bude pojednáno v následující podkapitole.

---

<sup>54</sup> PAPAPOULOS, Thomas. 2010. op. cit. pozn. 28. S.109.

<sup>55</sup> DAVIES, Paul. Control Shifts via Share Acquisition Contracts with Shareholders (Takeovers). In: GORDON, Jeffrey N. a RINGE, Wolf-Georg. The Oxford handbook of corporate law and governance. [online]. Oxford: Oxford University Press, 2015. [cit. 9. 2. 2024]. ISBN 978-0-19-874368-2. Dostupné z: <https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780198743682.013.28>. S. 536.

<sup>56</sup> EASTERBROOK, Frank H. a FISCHER, Daniel R. The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer. [online]. Harvard law review. 1981, roč. 94, č. 6, s. 1161-1204. [cit. 9. 2. 2024]. ISSN 0017-811X. Dostupné z: <https://doi.org/10.2307/1340753>. S.1175. Srov. DAVIES, Paul, HOPT, Klaus, RINGE, Wolf-Georg 2017. op. cit. pozn. 29. S. 206.

### 1.2.2.2. Trh s korporátní kontrolou a jeho disciplinární funkce

Pojem trhu s korporátní kontrolou (ang. *market for corporate control*) uvedl na svět Henry Manne<sup>57</sup> ve svém článku „*Mergers and the Market for Corporate Control*“ z roku 1965.<sup>58</sup> V té době bylo téma změn kontrol ve společnostech (myšleno změn v subjektu, který v rámci příslušné společnosti disponuje kontrolním podílem) spojeno zejména se soutěžním právem. Manne však změny v kontrole společností představil v jiném kontextu. Jeho stěžejním tvrzením bylo, že „*kontrola společností může představovat cenné aktivum; a toto aktivum existuje nezávisle na jakémkoliv zájmu v ekonomice rozsahu [ang. economics of scale] nebo monopolních výhodách.*“<sup>59</sup>

Za předpokladu pozitivní korelace mezi manažerskou efektivitou a tržní cenou akcie mohou případní předkladatelé nabídky detekovat skrytý potenciál společnosti, společnost ovládnout, a tento potenciál se ziskem realizovat prostřednictvím efektivnějšího řízení společnosti zpravidla s jiným personálním obsazením řídicího orgánu. V této možnosti realizace skrytého potenciálu tedy spočívá podle Manneho hodnota kontroly společnosti a obecněji se změnou kontroly dosahuje efektivnější alokace zdrojů v ekonomice.<sup>60</sup>

Trh s korporátní kontrolou přitom má svůj význam i kontextu corporate governance. Macey dokonce tvrdí, že „*trh s korporátní kontrolou je nejdůležitějším tržním mechanismem corporate governance v USA*“ a dále, že „*robustní trh s korporátní kontrolou je klíčově důležitým nástrojem monitorování a disciplinování managementů společností.*“<sup>61</sup>

Z uvedeného v obecnosti vyplývají dvě teoretické výhody aktivního trhu s korporátní kontrolou, jehož jsou nabídky převzetí součástí. Za prvé efektivní alokace zdrojů v ekonomice a za druhé disciplinární funkce trhu s korporátní kontrolou.<sup>62</sup>

Co se týká efektivní alokace zdrojů v ekonomice, nabídka převzetí může být teoreticky ku ekonomickému prospěchu všech aktérů. Akcionáři zcizením akcie v rámci nabídky převzetí obdrží tzv. *premium*, což je rozdíl mezi tržní hodnotou akcie a cenou, kterou za akcii nabízí předkladatel

---

<sup>57</sup> MCCHESENEY, Fred S. Manne, mergers, and the market for corporate control. [online]. Case Western Reserve law review. 1999, roč. 50, č. 2, s. 245. [cit. 12.2.2024]. ISSN 0008-7262. Dostupné z: <https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/cwrlrv50&i=265>. S.245.

<sup>58</sup> MANNE, Henry G. Mergers and the Market for Corporate Control. [online]. The Journal of political economy. 1965, roč. 73, č. 2, s. 110-120. [cit. 12.2.2024]. ISSN 0022-3808. Dostupné z: <https://doi.org/10.1086/259000>.

<sup>59</sup> Tamtéž. S. 112. Pozn. překlad autora.

<sup>60</sup> Tamtéž. S. 113 a 119.

<sup>61</sup> MACEY, Jonathan R. 2008. op. cit. pozn. 24. S. 118. Pozn: překlad autora.

<sup>62</sup> Srov. HABERSACK, Mathias. Non-frustration Rule and Mandatory Bid Rule – Cornerstones of European Takeover Law?. [online]. European company and financial law review. 2018, roč. 15, č. 1, s. 1-40. [cit. 12. 2. 2024]. ISSN 1613-2548. Dostupné z: <https://doi.org/10.1515/ecfr-2018-0001>. S.13.



nabídky. Předkladatel nabídky ovládne společnost, zefektivní její řízení a realizuje zisk. V širším měřítku může navíc předkladatel nabídky po ovládnutí cílové společnosti těžit ze synergií, které mu vzniknou ve spojení s jeho dosavadními podnikatelskými aktivitami jím již kontrolovaných společností. Z následného ekonomického růstu cílové společnosti pak teoreticky profitují i akcionáři, kteří svou akcii v rámci nabídky převzetí neprodali a ve společnosti zůstali.<sup>63</sup>

Disciplinární funkce nabídek převzetí spočívá v tom, že pokud pod vedením dosavadního řídicího orgánu cílová společnost nebude dosahovat svého potenciálu, objeví se předkladatel nabídky, který tento nesoulad výkonnosti a potenciálu cílové společnosti detekuje, a po ovládnutí společnosti členy řídicího orgánu společnosti nahradí. Základním měřítkem nedostatků efektivního řízení veřejně obchodované společnosti přitom je zpravidla tržní cena akcie. Aby se společnost nestala terčem pro případnou nabídku převzetí, a tím nebyla ohrožena funkce členů řídicího orgánu, jsou tímto tito členové motivováni ke zvyšování tržní ceny akcií mimo jiné prostřednictvím zefektivnění řízení společnosti, čímž maximalizují hodnotu pro akcionáře společnosti.<sup>64</sup> Tímto působí disciplinární funkce nabídky převzetí na výkonnost řídicího orgánu preventivně jako tzv. externí mechanismus corporate governance.<sup>65</sup>

K oběma teoreticky vymezeným ekonomickým výhodám nabídek převzetí je ovšem třeba doplnit následující. V první řadě empirické studie o pozitivním vlivu nabídky převzetí na celkový blahobyt akcionářů cílové společnosti a akcionářů společnosti, která nabídku převzetí činí, nejsou zcela jednoznačné.<sup>66</sup> Studie však naznačují, že akcionáři cílové společnosti z uskutečněné nabídky převzetí povětšinou v krátkém časovém horizontu po oznámení nabídky profitují a akcionáři společnosti, která nabídku předkládá, v průměru neztrácí.<sup>67</sup>

Výzkum dlouhodobých efektů nabídky převzetí na blahobyt akcionářů je složitý, neboť je těžké separovat čistý efekt nabídky převzetí od jiných ekonomických vlivů. Profitovost nabídky převzetí je ovlivněna řadou dalších faktorů jako hospodářský cyklus, technologické šoky nebo třeba oportunistickým chováním členů řídicích orgánů předkladatele nabídky.<sup>68</sup> Obecně pak studie

---

<sup>63</sup> EASTERBROOK, Frank H. a FISCHER, Daniel R. 1981. op. cit. pozn. 56. S. 1173. Srov. MACEY, Jonathan R. 2008. op. cit. pozn. 24. S. 119.

<sup>64</sup> EASTERBROOK, Frank H. a FISCHER, Daniel R. 1981. op. cit. pozn. 56. S. 1173

<sup>65</sup> PAPADOPOULOS, Thomas. 2010. op. cit. pozn. 28. S.108.

<sup>66</sup> MARTYNOVA, Marina a RENNEBOOG, Luc. A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?.[online]. Journal of banking & finance. 2008, roč. 32, č. 10, s. 2148-2177. [cit. 12.2.2024]. ISSN 0378-4266. Dostupné z: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.038>. S. 2168.

<sup>67</sup> Tamtéž. S. 2164.

<sup>68</sup> Tamtéž. S. 2173.

dopadů nabídek převzetí na blahobyt akcionářů začasť předpokládají efektivní trh, což může být v řadě případů zavádějící.<sup>69</sup>

Za druhé je skutečný význam disciplinární funkce trhu s korporátní kontrolou ovlivněn vlastnickou strukturou veřejně obchodovaných společností. Například v USA nebo Velké Británii, kde je vlastnická struktura veřejně obchodovaných společností typicky roztržštěná,<sup>70</sup> nesou jednotliví akcionáři vysoké náklady na monitoring kvality řízení společnosti řídicím orgánem. Tito akcionáři rovněž čelí koordinačním nákladům k uskutečnění případných změn v personálním obsazení tohoto řídicího orgánu. Disciplinární funkce nabídek převzetí může oba problémy do jisté míry efektivně sanovat, a proto není divu, že *Macey* považuje nabídky převzetí jako klíčový prvek systému corporate governance v USA.

Situace je odlišná ve společnostech, kde je přítomný akcionář s kontrolním podílem, který výkonnost řídicího orgánu monitoruje a na případné nedostatky je schopen účinně reagovat. Jurisdikcí s koncentrovanou vlastnickou strukturou veřejně obchodovaných společností je přítom na světě většina.<sup>71</sup> Mezi tyto jurisdikce patří obecně také státy kontinentální Evropy.<sup>72</sup>

### **1.2.3. Problémy nabídek převzetí z hlediska corporate governance**

V této podkapitole je pojednáno o základním vymezení specifík a problémů nabídek převzetí z hlediska corporate governance, a to pouze v rozsahu nezbytném pro kontext následujících částí této práce. Na všechny zde uvedené úvahy bude detailněji navázáno zejména ve třetí kapitole, jejímž předmětem je posouzení argumentů pro a proti zakotvení pravidla neutrality.

Nabídky převzetí vykazují řadu specifík oproti běžnému režimu řízení a správy společnosti, pročež bývají ve většině jurisdikcí předmětem zvláštní právní úpravy. Tato specifika jsou přitom natolik významná, že je z regulatorního pohledu odlišujeme i od jiných způsobů změny kontroly ve společnosti.<sup>73</sup>

Jak již bylo naznačeno, specifikum nabídky převzetí spočívá zejména v tom, že se změna kontroly ve své podstatě odehrává na základě individuálních transakcí mezi stávajícími akcionáři cílové společnosti a předkladatelem nabídky. K takové změně kontroly není třeba korporátního

---

<sup>69</sup> Tamtéž. S. 2164.

<sup>70</sup> OECD Corporate Governance Factbook 2023, op. cit. pozn. 12.

<sup>71</sup> DAVIES, Paul, HOPT, Klaus, RINGE, Wolf-Georg 2017. op. cit. pozn. 29. S. 238.

<sup>72</sup> OECD Corporate Governance Factbook 2023, op. cit. pozn. 12.

<sup>73</sup> DAVIES, Paul. 2015. op. cit. pozn. 55. S.533.

rozhodnutí na úrovni cílové společnosti a cílová společnost není subjektem transakce, nýbrž spíše jejím objektem. K tomu vliv přítomnosti nového subjektu, jímž je předkladatel nabídky, dodává dynamice vztahů corporate governance uvnitř i vně cílové společnosti nový rozměr.<sup>74</sup>

V rámci nabídky převzetí se významně prohlubuje problém zastoupení mezi akcionáři a řídicím orgánem společnosti, neboť zájmy obou stran se s ohledem na nabídku převzetí intenzivněji rozcházejí. Zatímco předpokládaným zájmem akcionářů je maximalizace zisku z jejich účasti ve společnosti, k čemuž může dojít například i prodejem akcie v rámci nabídky převzetí, zájmy členů řídicího orgánu mohou být takovou nabídkou převzetí ohroženy například očekávanou ztrátou jejich funkce v důsledku úspěšné nabídky převzetí.<sup>75</sup>

Akcionáři cílové společnosti čelící nabídce převzetí současně trpí informační asymetrií a koordinačními problémy, čehož může využít předkladatel nabídky ve svůj vlastní prospěch na úkor těchto akcionářů. Předkladatel nabídky může zejména využít omezenou způsobilost akcionářů individuálně posoudit výhodnost nabídky anebo omezenou možnost těchto akcionářů o jejích podmínkách koordinovaně vyjednávat. Při absenci jakékoliv regulace může předkladatel nabídky rovněž strukturovat nabídku převzetí agresivním způsobem, čímž akcionáře cílové společnosti fakticky přiměje své akcie prodat i za suboptimálních podmínek.<sup>76</sup>

Agresivním způsobem lze nabídku převzetí strukturovat například stanovením její účinnosti po krátký časový úsek, což akcionářům cílové společnosti ztěžuje koordinaci a možnost opatřit si relevantní informace k rozhodnutí o nabídce. Ke zvýšení tlaku na akcionáře by dále mohl předkladatel nabídku strukturovat do několika po sobě jdoucích nabídek, přičemž akcionáři, kteří akceptují nabídku v prvním kole, získají za akcii vyšší cenu, což vytváří tlak na akceptaci nabídky. Bez příslušné regulace by mohl předkladatel rovněž nabízet různým akcionářům odkup akcií za různých podmínek.

Některé z výše uvedených problémů mohou být zmírněny procedurálními pravidly pro nabídky převzetí. Dále, jak již bylo předestřeno v kapitole 1.2.2.1., problém informační asymetrie a koordinační problémy akcionářů cílové společnosti mohou být do jisté míry moderovány

---

<sup>74</sup> DAVIES, Paul, HOPT, Klaus, RINGE, Wolf-Georg 2017. op. cit. pozn. 29. S. 205.

<sup>75</sup> ROWOLDT, Maximilian a STARKE, Dennis. The role of governments in hostile takeovers – Evidence from regulation, anti-takeover provisions and government interventions. [online]. International review of law and economics. 2016, roč. 47, s. 1-15. [cit. 12.2.2024]. ISSN 0144-8188. Dostupné z: <https://doi.org/10.1016/j.irl.2016.03.003>. S. 1.

<sup>76</sup> DAVIES, Paul, HOPT, Klaus, RINGE, Wolf-Georg 2017. op. cit. pozn. 29. S. 208.

prostřednictvím centralizovaného vyjednávání řídicího orgánu cílové společnosti o nabídce převzetí, který je za tímto účelem vybaven pravomocí přijímat obranné mechanismy.<sup>77</sup>

S ohledem na odlišné zájmy členů řídicího orgánu v kontextu nabídky převzetí se však zvyšuje riziko, že řídicí orgán tuto pravomoc nevyužije v souladu se zájmy akcionářů. V krajním případě může využitím obranných mechanismů řídicí orgán úplně vyloučit svobodu akcionářů o nabídce rozhodnout právě například s argumentem nevýhodnosti nabídky. Tento úsudek však bude ve většině případů těžko přezkoumatelný, a to jak samotnými akcionáři společnosti, tak případně soudem v rámci řízení o porušení standardu výkonu funkce. Posouzení výhodnosti nabídky má totiž silně ekonomický základ, je značně komplexní a zčásti může jistě vyplývat ze znalostí o společnosti, kterými disponují pouze členové řídicího orgánu.

Pro úplnost je nezbytné znovu podotknout, že výše uvedené úvahy se plně šíří uplatní v kontextu společností s roztržštěnou vlastnickou strukturou. Přítomností majoritního akcionáře ve společnosti se náklady prvního zastoupení významně snižují, neboť tento akcionář je schopen účinně zajistit sladění vlastních motivací s motivacemi řídicího orgánu cílové společnosti (nejen) vůči nabídce převzetí. V těchto kontrolovaných společnostech dochází ke zvýšení nákladů druhého problému zastoupení, neboť majoritní akcionář je bez příslušné regulace schopen vyjednat pro sebe lepší podmínky nabídky na úkor ostatních akcionářů společnosti. Minoritní akcionáři jsou rovněž vystaveni riziku budoucího řízení společnosti novým majoritním akcionářem způsobem, který povede k jeho vlastnímu prospěchu na jejich úkor.<sup>78</sup>

Konečně jsou potencionální změnou kontroly ve společnosti ohroženy i zájmy osob zúčastněných na společnosti jiným způsobem, zejména zaměstnanců, což vesměs platí jak pro společnosti s koncentrovanou vlastnickou strukturou, tak pro společnosti s roztržštěnou vlastnickou strukturou.<sup>79</sup>

### **1.3. Účel právní regulace nabídek převzetí obecně**

Před zahájením výkladu o samotné směrnici o nabídkách převzetí je žádoucí v tomto bodě pojednat stručně o účelu právní regulace nabídek převzetí ve světle směrnice.

---

<sup>77</sup> Tamtéž. S. 218.

<sup>78</sup> DAVIES, Paul, HOPT, Klaus, RINGE, Wolf-Georg 2017. op. cit. pozn. 29. S. 208. Srov. DAVIES, Paul. 2015. op. cit. 55. S. 539.

<sup>79</sup> DAVIES, Paul, HOPT, Klaus, RINGE, Wolf-Georg 2017. op. cit. pozn. 29. S. 208.

Již bylo v rámci vymezení pojmu nabídky převzetí řečeno, že spíše než obecným institutem korporátního práva je právní úprava nabídek převzetí zvláštním projevem regulace kapitálového trhu.<sup>80</sup> Uvedené se projevuje v charakteru právní úpravy nabídek převzetí, který je typický spíše účelovým adresováním problémů, které se s touto specifickou situací pojí.

Předestřené problémy corporate governance jsou významnou skupinou takových problémů nikoliv však jedinou. Účel regulace nabídek převzetí je širší a zahrnuje rovněž prvky související s ochranou kapitálového trhu. Jednou z obecných zásad směrnice o nabídkách převzetí je v tomto směru prevence vytváření tzv. nepravých trhů,<sup>81</sup> s čímž souvisí rovněž požadavek na transparentnost nabídek převzetí.<sup>82</sup>

Regulací nabídek převzetí se chrání zájmy jednotlivých aktérů procesu nabídky převzetí. Nejvýraznější je přitom zájem na ochraně akcionářů cílové společnosti, jimiž má být zajištěno rovné zacházení podle druhu jejich akcií.<sup>83</sup> Akcionáři musí být současně řádně informováni o nabídce převzetí a musí mít dostatek času k učinění informovaného rozhodnutí o nabídce.<sup>84</sup> V tomto směru jsou rovněž klíčová procesní pravidla nabídky převzetí jako požadavek účinnosti nabídky po vymezenou dobu, čímž se limitují nátlakově strukturované nabídky převzetí.<sup>85</sup>

Předmětem ochrany jsou v určité míře i zájmy cílové společnosti, a to zejména požadavkem, aby cílová společnost nebyla nabídkou převzetí zatížena po nepřiměřeně dlouhou dobu.<sup>86</sup> V neposlední řadě se chrání i zájmy zaměstnanců cílové společnosti, a to zejména jejich informovanost nebo případné právo na projednání.<sup>87</sup>

Z ekonomického hlediska lze na účel právní regulace nabídek převzetí nahlížet v tom směru, že ideální regulace nabídek převzetí by systematicky umožnila uskutečnění ekonomicky efektivních nabídek převzetí, a naopak bránila těm ekonomicky neefektivním<sup>88</sup>, máje na paměti potenciaální pozitivní ekonomický efekt aktivního trhu s korporátní kontrolou spočívající v efektivní alokaci zdrojů a disciplinární funkci nabídek převzetí jako externího mechanismu corporate governance. Zvyšování tržní efektivity je nakonec jednou z funkcí práva kapitálového

---

<sup>80</sup> PIHERA, Vlastimil 2023. op. cit. pozn. 27. S.258, marg. č. 890.

<sup>81</sup> Článek 3 odst. 1 písm. d) a článek 8 směrnice o nabídkách převzetí.

<sup>82</sup> PIHERA, Vlastimil. 2023. op. cit. pozn. 27. S.258, marg. č. 890.; článek 8 směrnice o nabídkách převzetí.

<sup>83</sup> Článek 3 odst. 2 písm. a) směrnice o nabídkách převzetí.

<sup>84</sup> Článek 3 odst. 2 písm. a) směrnice o nabídkách převzetí.

<sup>85</sup> Článek 7 odst. 1 směrnice o nabídkách převzetí.

<sup>86</sup> Článek 3 odst. 2 písm. f) směrnice o nabídkách převzetí.

<sup>87</sup> Článek 3 odst. 1 písm. b) a článek 7 směrnice o nabídkách převzetí.

<sup>88</sup> DAVIES, Paul. 2015. op. cit. 55. S.540.

trhu.<sup>89</sup> Fundamentálním předpokladem pro tento způsob uvažování nad účelem právní regulace je nicméně vhodný výběr a způsob posuzování parametrů této ekonomické efektivity, což je vzhledem ke komplexnosti a různorodosti nabídek převzetí nelehký úkol.

V kontextu úvah nad účelem regulace nabídek převzetí je rovněž třeba dodat, že tato regulace je v jednotlivých jurisdikcích fakticky ovlivněna řadou dalších aspektů různé povahy. Tyto aspekty začasťe mají ekonomickou povahu, ale mohou vyplývat i z jiných skutečností, jimiž jsou například charakteristické kontury korporátního práva a prostředí v dané jurisdikci.

Regulace nabídek převzetí například zpravidla reflektuje typickou vlastnickou strukturu společností v dané jurisdikci, přičemž rovněž musí zapadat do stávajícího systému obecného korporátního práva a příslušné korporátní kultury.<sup>90</sup> Dobrým příkladem posledně jmenovaného jevu je právě v návaznosti na pravidlo neutrality markantní rozdíl ve způsobu regulace nabídek převzetí mezi USA a Velkou Británií, a to i přesto, že obě jurisdikce jsou typické roztržštěnou vlastnickou strukturou společností.

Zatímco ve Velké Británii platí poměrně striktní pravidlo neutrality řídicího orgánu, v USA má obecně řídicí orgán širokou pravomoc v otázce užívání obranných mechanismů.<sup>91</sup> Přesto je rozdíl v četnosti nepřátelských nabídek převzetí mezi těmito jurisdikcemi zanedbatelný.<sup>92</sup> Jedním z významných důvodů tohoto pozoruhodného jevu se zdá být, že používání obranných mechanismů řídicími orgány cílové společnosti je v USA korigováno jinými elementy corporate governance, a to zejména odměňovacími mechanismy členů řídicího orgánu nebo hojnou přítomností nezávislých členů v řídicích orgánech společností.<sup>93</sup> Takto regulace nabídek převzetí interaguje s obecnou kulturou corporate governance v daných jurisdikcích.

Charakter regulace nabídek převzetí ovlivňují také určité národní politicko-ekonomické zájmy. Regulace, která je obecně otevřena nabídkám převzetí v tom smyslu, že se jejím prostřednictvím odstraňují některé překážky nabídek převzetí, a tedy umožňuje vytěžit jejich ekonomický potenciál, na druhou stranu zjednodušuje zahraničním subjektům ovládnutí

---

<sup>89</sup> PAPAPOULOS, Thomas. 2010. op. cit. pozn. 28. S.14.

<sup>90</sup> DAVIES, Paul, HOPT, Klaus, RINGE, Wolf-Georg 2017. op. cit. pozn. 29. S.239.

<sup>91</sup> DAVIES, Paul L., SCHUSTER, Edmund-Philipp, and Van De Walle DE GHELCKE, Emilie. op. cit. pozn. 43. S.6.

<sup>92</sup> DAVIES, Paul. 2015. op. cit. 55. S.560. S odkazem na studii: ARMOUR, John a SKEEL JR, David A. Who writes the rules for hostile takeovers, and why? - The peculiar divergence of U.S. and U.K. takeover regulation.[online]. The Georgetown law journal. 2007, roč. 95, č. 6, s. 1727-1794. [cit. 16.2.2024]. ISSN 0016-8092. Dostupné z: <https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/glj95&i=1739>. S.1741.

<sup>93</sup> Tamtéž. S.561.

„domácích“ společností včetně těch, které mají pro danou jurisdikci zvláštní hodnotu, například pokud jde o společnosti operující ve strategických odvětvích.

Právě případy ovládnutí společností se zvláštním významem pro národní ekonomiku zahraničními subjekty měly historicky neopomenutelný vliv na formování regulace nabídek převzetí v některých jurisdikcích. Dobrým příkladem je úspěšná nepřátelská nabídka převzetí ze strany britské společnosti Vodafone vůči německé společnosti Mannesman v roce 2000, která vyvolala silnou politickou reakci německých politiků a posílila německou averzi k přijetí pravidla neutrality řídicího orgánu, které obecně spíše zvyšuje naději nabídky převzetí na úspěch, do směrnice o nabídkách převzetí.<sup>94</sup> Současně přijalo Německo v roce 2001 vlastní zákon regulující nabídky převzetí<sup>95</sup>, který v ustanovení § 33 zakotvuje pravidlo neutrality ve velmi omezené podobě, když opravňuje statutární orgán cílové společnosti k přijímání obranných opatření se souhlasem dozorčí rady nebo bez tohoto souhlasu, pokud jde o opatření, která by přijal obezřetný a svědomitý manažer společnosti, která není nabídkou převzetí dotčena.<sup>96</sup>

Faktický účel regulace nabídek převzetí tak začasť může být v různé míře ovlivněn těmito jinými zájmy nezávislými na teoretickém ekonomickém přínosu nabídek převzetí nebo vhodném řešení problémů corporate governance.

Z hlediska harmonizace právní regulace nabídek převzetí v EU je situace o to složitější, neboť zde dochází ke střetu různých kultur korporátního práva a národních politických zájmů na podkladě odlišných ekonomických reálií jednotlivých členských států. Intenzivní harmonizace práva kapitálové trhu je nicméně dle mého názoru důležitým aspektem pro další rozvoj vnitřního trhu EU.

V tomto kontextu závěrem poukáži na přílnavý výrok bývalého předsedy britské vlády Tonyho Blaira, který v reakci na výše zmíněné nepřátelské převzetí německé společnosti Mannesman prohlásil: *"Dnes žijeme na evropském trhu, kde evropské společnosti přebírají jiné evropské společnosti, přebírají britské společnosti a naopak. To je evropský trh."*<sup>97</sup> Jaký je účel harmonizace právní úpravy nabídek převzetí, je předmětem následující podkapitoly.

---

<sup>94</sup> DAVIES, Paul. 2015. op. cit. 55. S.565.

<sup>95</sup> Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vom 20. Dezember 2001 (BGBl. I S. 3822), (WpÜG). [online]. [cit. 10.11.2023]. Dostupné v německém jazyce z: [https://www.gesetze-im-internet.de/wp\\_g/index.html](https://www.gesetze-im-internet.de/wp_g/index.html).

<sup>96</sup> §33 odst. 1 WpÜG; HABERSACK, Mathias. 2018. op. cit. 62. S.4.

<sup>97</sup>MORGAN, Oliver. Interference on the line, Oliver Morgan on the British dilemma. The Guardian. [online]. 28. listopadu 1999. [cit. 22.9.2023]. Dostupné z: <https://www.theguardian.com/business/1999/nov/28/observerbusiness.theobserver8>. Pozn.: Překlad autora.

#### 1.4. Účel harmonizace právní úpravy nabídek převzetí v EU

Vzhledem k tomu, že předmětem této práce je analýza směrnice o nabídkách převzetí, a tedy právního předpisu, jehož primárním účelem je harmonizace právních řádů jednotlivých členských států, je namístě osvětlit účel a potřebnost této harmonizace v oblasti nabídek převzetí.

Vytvoření plně integrovaného vnitřního trhu je jedním z hlavních cílů EU. Esenciálními elementy vnitřního trhu EU jsou volný pohyb osob, zboží, služeb a kapitálu. Trh s korporátní kontrolou je přitom důležitou součástí vnitřního trhu.<sup>98</sup> Nabídku převzetí, již se předkladatel nabídky snaží nabýt kontrolní podíl v cílové společnosti se sídlem v jiném členském státě, a tedy se efektivně podílet na jejím řízení a ekonomické aktivitě, lze považovat za výkon svobody usazování.<sup>99</sup> Rozdíly v právní úpravě nabídek převzetí v jednotlivých členských státech tuto svobodu v různé míře omezují, protože předkladatel nabídky čelí právní nejistotě a vysokým transakčním nákladům na uskutečnění nabídky převzetí vůči cílové společnosti se sídlem v jiném členském státě.

Jednotlivé členské státy přitom mohou své právní úpravy koncipovat tak, aby cílové společnosti, které se řídí jejich právem, byly nabídkám převzetí více či méně otevřeny, například tím, že právní úprava příslušného členského státu umožní řídicím orgánům cílových společností v široké míře přijímat obranné mechanismy. Členské státy tedy mohou regulací nabídek převzetí prosazovat vlastní protekcionistické zájmy, spočívající například v ochraně domácích společností před jejich akvizicemi zahraničními investory, což je nicméně v rozporu s představou jednotného vnitřního trhu EU.<sup>100</sup>

Nesoulad právních norem upravujících nabídky převzetí ve svém důsledku zapříčiňuje, že předkladatel nabídky nemůže učinit nabídku převzetí vůči cílovým společnostem z jiných členských států bez nepřiměřených transakčních nákladů a s rozumně obdobným očekáváním jejího úspěchu. To může předkladatele nabídky odradit od výkonu svobody usazování prostřednictvím nabídky převzetí. Ve svém důsledku mají akcionáři unijních společností nerovnou příležitost prodat své akcie, což společně vytváří na vnitřním trhu EU nerovné podmínky (*ang. lack of level playing field*).<sup>101</sup> V tomto kontextu je z hlediska volného pohybu kapitálu obecně

---

<sup>98</sup> PAPAPOULOS, Thomas. 2010. op. cit. pozn. 28. S.71.

<sup>99</sup> PAPAPOULOS, Thomas. 2010. op. cit. pozn. 28. S.84.

<sup>100</sup> DAVIES, Paul, HOPT, Klaus, RINGE, Wolf-Georg 2017. op. cit. pozn. 29. S.240.

<sup>101</sup> WINTER, Jaap W., SCHANS CHRISTENSEN, Jan., GARRIDO GARCIA, José M., HOPT, Klaus J., RICKFORD, Jonathan., ROSSI, Guido., SIMON, Joelle. Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues



problematická odlišná úroveň ochrany akcionářů v rámci nabídek převzetí, neboť investiční rozhodování (potencionálních) akcionářů může být podmíněno jinými než ekonomickými úvahami, čímž se omezuje přeshraniční pohyb kapitálu a investic obecně.<sup>102</sup>

S přihlédnutím k ekonomickému přínosu aktivního trhu s korporátní kontrolou, který má potenciál umožnit efektivní přerozdělení zdrojů v ekonomice, využívání synergických efektů a výhod ekonomiky rozsahu, se přitom zdá prospěšné koncipovat harmonizovaná pravidla způsobem, který je obecně nabídkám převzetí spíše otevřený, a tedy se jím omezují překážky přeshraničních nabídek převzetí.

Harmonizace regulace nabídek převzetí tedy má své opodstatnění s ohledem na dotváření vnitřního trhu EU, zejména s přihlédnutím k zájmu na zajištění efektivního výkonu svobody usazování a podpoře volného pohybu kapitálu. Harmonizovaný režim má v tomto kontextu potenciál podpořit ekonomický růst EU, a tím zvýšit konkurenceschopnost EU na globálním poli.<sup>103</sup>

Právě zájem Evropské Komise na hlubší integraci národních ekonomik, které společně tvoří jednotný vnitřní trh EU, a posílení globální konkurenceschopnosti unijní ekonomiky prostřednictvím aktivnějšího trhu s korporátní kontrolou skrze odstranění některých překážek pro přeshraniční nabídky převzetí, lze považovat za původní myšlenku za směrnici o nabídkách převzetí.<sup>104</sup>

## 1.5. Směrnice o nabídkách převzetí

Za účelem zařazení unijní regulace pravidla neutrality do širšího kontextu bude v rámci této podkapitoly pojednáno obecně o směrnici o nabídkách převzetí, v níž je právní úprava pravidla neutrality na unijní úrovni obsažena.

---

Related to Takeover Bids in the European Union. [online]. Brusel, 2002. Dostupné z: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=315322](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=315322). S.2.

<sup>102</sup> PAPAPOULOS, Thomas. 2010. op. cit. pozn. 28. S.84. Srov. JOHNSTON, Andrew. EC regulation of corporate governance. [online]. Cambridge: Cambridge University Press, 2009. [cit. 16.2.2024]. ISBN 978-0-521-87667-4. Dostupné z: <https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=e000xww&AN=323972&lang=cs&site=ehost-live>. S.266.

<sup>103</sup> EUROPEAN COMMISSION. Explanatory Memorandum - Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on takeover bids (2003/C 45 E/01), COM(2002) 534 final — 2002/0240(COD). [online]. Úř. věst. C 45 E/1, 25.2.2003. [cit. 29. 9. 2023]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2002:0534:FIN:EN:PDF>. S.2.

<sup>104</sup> DAVIES, Paul L., SCHUSTER, Edmund-Philipp, and Van De Walle DE GHELCKE, Emilie. op. cit. pozn. 43. S.1.

Směrnice o nabídkách převzetí byla přijata 21. dubna 2004 v rámci tzv. Akčního Plánu Finančních Služeb<sup>105</sup>, jehož cílem byla mimo jiné integrace unijních finančních trhů do roku 2005.<sup>106</sup> První snahy o harmonizaci pravidel nabídek převzetí však sahají až do 80. let 20. století.<sup>107</sup> Od té doby Komise představila hned několik návrhů legislativních aktů v této oblasti. Všechny však byly předmětem kontroverzí a žádný z nich se nepodařilo přijmout až s výjimkou směrnice o nabídkách převzetí v roce 2004.<sup>108</sup>

Regulace nabídek převzetí se ukázala být oblastí, kde dochází ke střetu mezi národními kulturami v oblasti corporate governance spolu s národními ekonomickými zájmy a unijními snahami o hlubší ekonomickou integraci. Zkušenost s dlouhodobě neúspěšnou snahou o harmonizaci v této oblasti ukázala, že vzhledem k provázanosti regulace nabídek převzetí s korporátním právem, jehož podoba doznává v členských státech rozdílných rysů, je složité nacházet společnou půdu pro přijetí dostatečně konkrétních a unifikovaných pravidel.<sup>109</sup>

Jedním z hlavních předmětů diskuze mezi zástupci členských států bylo právě zakotvení pravidla neutrality. Obecně se navrhovaná unijní úprava z velké části inspirovala britskou úpravou nabídek převzetí obsaženou v *The City Code on Takeovers and Mergers*<sup>110</sup>, která je charakteristická svým pro-akcionářským přístupem a uplatňováním pravidla neutrality.

Hlavním oponentem ryze akcionářského rozhodování o nabídce převzetí na základě pravidla neutrality bylo Německo, které bylo mimo jiné znepokojeno upozaděním role dozorčí rady s členským zastoupením zaměstnanců při rozhodování o nabídce převzetí.<sup>111</sup> Reprezentaci zaměstnanců v řídicím orgánu společnosti a ochranu zájmů zaměstnanců lze přitom označit za tradiční prvek corporate governance v Německu.<sup>112</sup> Stěžejním zdrojem německé opozice byla v tomto kontextu zřejmě obava, že pravidlo neutrality usnadní zahraničním investorům nepřátelská převzetí německých společností, a tím ohrozí domácí ekonomiku především ztrátou nebo

---

<sup>105</sup> EUROPEAN COMMISSION. Communication from the Commission - Implementing the framework for financial markets: action plan - COM(1999) 232 final. [online]. Brusel. 11.5.1999. [cit. 29. 9. 2023]. Nepublikováno v Úředním věstníku. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:51999DC0232&from=nl>.

<sup>106</sup> EUROPEAN COMMISSION. 2003. op. cit. pozn. 103. S.2.

<sup>107</sup> JOHNSTON, Andrew 2009. op. cit. pozn. 102. S.268.

<sup>108</sup> Tamtéž. S.268-280.

<sup>109</sup> MUKWIRI, Jonathan. The End of History for the Board Neutrality Rule in the EU.[online]. European business organization law review. 2020, roč. 21, č. 2, s. 253-277. [cit. 16.2.2024]. ISSN 1566-7529. Dostupné z: <https://doi.org/10.1007/s40804-019-00164-w>. S.256.

<sup>110</sup> JOHNSTON, Andrew. 2009. op. cit. pozn. 102. S. 268.

<sup>111</sup> Tamtéž. S. 271.

<sup>112</sup> DAVIES, Paul. 2015. op. cit. 55. S.548.

přesunem pracovních míst.<sup>113</sup> Uvedená obava Německa byla nejspíše umocněna také omezením určitých korporátních struktur, které v praxi fungují jako překážky nabídek převzetí nezávisle na pravidlu neutrality (např. režim akcií s několikanásobným hlasovacím právem), v rámci německého práva oproti ostatním jurisdikcím EU, což by se současným přijetím pravidla neutrality implikovalo relativně nadstandardní otevřenost německých společností ve srovnání se společnostmi z jiných členských států.<sup>114</sup>

Rozličné postoje členských států v otázkách pravidla neutrality řídicího orgánu a tzv. pravidla průlomu (*ang. breakthrough rule*) se zcela překlenout nepodařilo ani při vyjednávání přijaté směrnice o nabídkách převzetí, která obě pravidla koncipuje jako nepovinná.<sup>115</sup> Transpozice těchto pravidel do vnitrostátních právních řádů je tedy na vůli jednotlivých členských států. Z hlediska hlubší integrace unijního trhu s korporátní kontrolou se nicméně jedná o pravidla klíčová a spolu se značnou diskrecí členských států v transpozici ostatních ustanovení směrnice o nabídkách převzetí toto kompromisní řešení původní záměr Komise významně oslabuje.

### 1.5.1. Právní základ a aplikační působnost směrnice o nabídkách převzetí

Na základě článku 50 odst. 1 SFEU (bývalý článek 44 Smlouvy o ES) jsou Evropský parlament a Rada zmocněny k přijímání směrnic k zavedení svobody usazování v určité oblasti. Právním základem směrnice o nabídkách převzetí je článek 50 odst. 2 písm. g) SFEU. Na základě tohoto článku příslušné instituce EU za účelem zavedení svobody usazování „*v míře nezbytné k dosažení jejich rovnocennosti koordinují záruky, které jsou pro ochranu zájmů společníků i třetích osob vyžadovány v členských státech od společností ve smyslu čl. 54 druhého pododstavce.*“

Článek 50 odst. 2 písm. g) SFEU je unijním zákonodárcem frekventovaně využíván jako základ pro harmonizaci korporátního práva členských států.<sup>116</sup> Harmonizací přitom zde rozumím sblížení právních řádů,<sup>117</sup> tedy především odstraňování rozdílů mezi právními řády členských států, a to zejména těch, které určitým způsobem narušují dosahování cílů EU. Pojem harmonizace je však vícevýznamovým pojmem, a to i v souvislosti s legislativní činností EU, což implikuje

---

<sup>113</sup> ROWOLDT, Maximilian a STARKE, Dennis. 2016. op. cit. pozn. 75. S.3.

<sup>114</sup> LASÁK, J., VYBÍRAL, P., JEMELKA, L., KOTÁSEK, J., NĚMEC, L. a kol. 2012. [Úvod]. op. cit. pozn. 45.

<sup>115</sup> Článek 12 směrnice o nabídkách převzetí

<sup>116</sup> ŠMEJKAL, Václav. In: TOMÁŠEK, Michal; TÝČ, Vladimír; MALENOVSKÝ, Jiří; PELIKÁNOVÁ, Irena; PETRLÍK, David et al. Právo Evropské unie. 2. aktualizované vydání. Praha: Leges, 2017. ISBN 978-80-7502-184-7. S.238.

<sup>117</sup> TÝČ, Vladimír. 2017. op. cit. pozn. 116. S.109.

jisté nejasnosti s ohledem na ustanovení článku 50 odst. 2 písm. g) SFEU jako právního základu pro harmonizaci právních řádů členských států v oblasti korporátního práva.

*Mukwiri* v této souvislosti poukazuje na problém vyplývající z doslovného výkladu ustanovení článku 50 odst. 2 písm. g) SFEU, který spočívá v tom, že zmocnění unijního zákonodárce v souladu se zásadou svěřených pravomocí v článku 5 SEU není z citovaného ustanovení zcela zřejmé, když zmocňuje unijního zákonodárce toliko ke „koordinaci“ záruk v míře nezbytné k dosažení jejich rovnocennosti.<sup>118</sup>

*Papadopoulos* tvrdí, že uvedené sousloví je možné vykládat dvěma způsoby.<sup>119</sup> V první řadě restriktivně tak, že článek 50 odst. 2 písm. g) SFEU zmocňuje unijního zákonodárce k přijímání toliko takových opatření, která odstraňují zvláštní specifické právní normy nebo praxi členských států diskriminačního charakteru, jež zamezují výkonu svobody usazování. V takovém případě by podle *Papadopoulose* v duchu zásady svěřených pravomocí nebylo možné přijímat na úrovni EU legislativní akty upravující danou problematiku korporátního práva nebo corporate governance obecnějším způsobem.

Širší pojetí je založeno na systematickém výkladu předmětného ustanovení v souvislosti se zásadou rovného zacházení v článku 43 SFEU, z čehož podle *Papadopoulose* vyplývá zmocnění k obecnější harmonizaci korporátního práva v EU za účelem zajištění této svobody usazování. Současně lze ze znění SFEU dovodit, že pojem koordinace je v kontextu ustanovení článku 50 odst. 2 písm. g) třeba vnímat jako synonymum harmonizace, když účelem obou pojmů je zejména vymezení oproti úplné unifikaci práva v této oblasti.<sup>120</sup> V souladu s tímto chápáním je i jedno z možných vymezení pojmu harmonizace podle *Enriquese*, a tedy, že vyjádření „koordinace“ v tomto kontextu představuje synonymum pojmu harmonizace.<sup>121</sup> Lze tedy dovozovat, že unijní zákonodárce je na základě a v mezích výše citovaného článku 50 odst. 2 písm. g) SFEU zmocněn k harmonizaci právních řádů členských států i v oblasti nabídek převzetí.

Aplikační působnost směrnice o nabídkách převzetí je vymezena v článku 1 odst. 1 a pravidla v ní obsažená se uplatní ve vztahu k nabídkám převzetí u cenných papírů společností,

---

<sup>118</sup> MUKWIRI, Jonathan. 2020. op. cit. pozn. 109. S.267.

<sup>119</sup> PAPADOPOULOS, Thomas. 2010. op. cit. pozn. 28. S.20.

<sup>120</sup> PAPADOPOULOS, Thomas. 2010. op. cit. pozn. 28. S.21-22.

<sup>121</sup> ENRIQUES, Luca. A HARMONIZED EUROPEAN COMPANY LAW: ARE WE THERE ALREADY?. [online]. The International and comparative law quarterly. 2017, roč. 66, č. 3, s. 763-777. ISSN 0020-5893. [cit. 16.2.2024]. Dostupné z: <https://doi.org/10.1017/S0020589317000239>. S.2.

kté se řídí právem členského státu, pokud jsou všechny nebo některé tyto cenné papíry přijaty k obchodování na regulovaném trhu ve smyslu směrnice 93/22/EHS v jednom nebo více členských státech.

Dle článku 2 odst. 1 písm. a) směrnice o nabídkách převzetí se nabídkou převzetí rozumí „veřejná nabídka (jiná než kterou podává sama cílová společnost) učiněná držitelům cenných papírů obchodní společnosti na nabytí všech nebo některých těchto cenných papírů, povinná či dobrovolná, která následuje po ovládnutí cílové společnosti nebo má za cíl ovládnutí cílové společnosti v souladu s vnitrostátním právem.“

Nabídka převzetí je zejména nabídkou veřejnou, která směřuje vůči držitelům cenných papírů, o jejichž nabytí má předkladatel nabídky zájem nebo je k učinění nabídky ze zákona povinen, a to za účelem nebo v důsledku nabytí kontroly ve společnosti. V této souvislosti je třeba rozlišovat mezi nabídkou převzetí a tzv. „soukromým prodejem kontroly“<sup>122</sup>, který probíhá na základě jednání s jedním nebo omezeným počtem držitelů cenných papírů společnosti (čili neveřejně), kteří kontrolním podílem disponují.<sup>123</sup> Tímto způsobem probíhá změna kontroly typicky ve společnostech s účastí majoritního akcionáře a nepřátelské nabídky převzetí jsou v těchto případech vzácnější.<sup>124</sup> Zásadně však po nabytí kontrolního podílu touto soukromou cestou vznikne nabyvateli povinnost učinit povinnou nabídku převzetí.<sup>125</sup>

Předmětem nabídky je návrh na odkoupení nebo směnu cenných papírů vydaných cílovou společností. Cennými papíry směrnice rozumí „převoditelné cenné papíry spojené s hlasovacím právem ve společnosti.“<sup>126</sup>

Zajímavou otázkou je, zda se dobrovolná nabídka převzetí musí týkat všech těchto cenných papírů vydaných cílovou společností. Z kontextuálního výkladu požadavku směrnice na obsah nabídkového dokumentu<sup>127</sup> lze dle mého názoru dovozovat, že směrnice předpokládá, že se nabídka nemusí vztahovat na všechny výše definované cenné papíry cílové společnosti, ale i jen

---

<sup>122</sup> CLERC, Christophe, DEMARIGNY, Fabrice, DE MANUEL, Mirzha, VALIANTE, Diego. 2012. op. cit. pozn. 51. S.130.

<sup>123</sup> GERVEN, Dirk van. Common legal framework for takeover bids in Europe. [online]. Cambridge: Cambridge University Press, 2010. [cit. 16.2.2024]. ISBN 0-511-84775-0. Dostupné z: <https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=e000xww&AN=312764&lang=cs&site=ehost-live>. S.6.

<sup>124</sup> CLERC, Christophe, DEMARIGNY, Fabrice, DE MANUEL, Mirzha, VALIANTE, Diego. 2012. op. cit. pozn. 51. S.130.

<sup>125</sup> Článek 5 směrnice o nabídkách převzetí.

<sup>126</sup> Článek 2 odst. 1 písm. e) směrnice o nabídkách převzetí.

<sup>127</sup> Článek 6 odst. 3 písm. c) směrnice o nabídkách převzetí: „Nabídkový dokument uvedený v odstavci 2 musí obsahovat alespoň ... c) cenné papíry nebo případně druh či druhy cenných papírů, na něž se nabídka vztahuje;“

na určitý počet nebo druh cenných papírů, který předkladatel nabídky předem vymezení v rámci nabídky. Tato možnost je českým zákonem o nabídkách převzetí výslovně připuštěna při splnění stanovených podmínek jako tzv. částečná nabídka převzetí<sup>128</sup> na rozdíl například od německé úpravy, která tento druh nabídky neumožňuje.<sup>129</sup>

V každém případě je naprosto klíčovým pojmovým znakem dobrovolné nabídky převzetí úmysl předkladatele nabídky cílovou společností ovládnout, tedy skrze nabídku převzetí nabýt takový počet a druh cenných papírů, který nabyvateli zajistí kontrolu nad společností.

Ovládnutí společnosti je třeba posuzovat podle vnitrostátního práva. V rámci českého práva pojem ovládnutí zákon o nabídkách převzetí sám nedefinuje, a tak je třeba „ovládnutí“ posoudit dle ustanovení § 74 a § 75 ZOK.<sup>130</sup> Skutečnost, zda se předkladateli nabídky ovládnout cílovou společností na základě nabídky převzetí skutečně podaří, je z hlediska posouzení nabídky jako nabídky převzetí irelevantní.

Konečně se pravidla směrnice uplatní pouze ve vztahu k nabídkám převzetí u společností, které se řídí právem některého členského státu a jejichž všechny nebo některé cenné papíry jsou obchodovány na regulovaném trhu v jednom nebo ve více členských státech. Pojem regulovaného trhu je po četných legislativních změnách za současného právního stavu nutno vykládat s odkazem na článek 4 odst. 1 bod 21 konsolidovaného znění směrnice MiFID II<sup>131</sup>.

Konečně jsou z působnosti směrnice vyloučeny nabídky převzetí u cenných papírů emitovaných centrálními bankami členských států a nabídky převzetí u cenných papírů emitovaných společnostmi, jejichž předmětem činnosti je kolektivní investování kapitálu získaného od veřejnosti, které provozují svou činnost na základě zásady rozložení rizika a jejichž podílové jednotky jsou na žádost podílníků přímo nebo nepřímo odkoupeny nebo vyplaceny z majetku těchto společností.<sup>132</sup>

---

<sup>128</sup> §21 ZoNP

<sup>129</sup> VYBÍRAL, Petr. 2012. § 21 [Částečná nabídka převzetí]. op. cit. pozn. 45. S odkazem na § 32 WpÜG.

<sup>130</sup> V souladu s podstatou výkladu za účinnosti obchodního zákoníku uvedeném v: VYBÍRAL, Petr. 2012. § 2 [Vymezení pojmů]. op. cit. 45. Podle mého názoru přitom není důvod, aby se uvedený výklad neprosadil také v intencích současné právní úpravy.

<sup>131</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU (přepřpracované znění). In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [cit. 16. 2. 2024].

<sup>132</sup> Článek 1 odst. 2 a 3 směrnice o nabídkách převzetí.

### 1.5.2. Principiální zakotvení směrnice o nabídkách převzetí

Finální podoba směrnice o nabídkách převzetí do jisté míry principiálně vychází z doporučení Skupiny vysoce kvalifikovaných odborníků na právo obchodních společností (ang. *Group of High-Level Company Law Experts*)<sup>133</sup>, jež byla sestavena a pověřena Komisí k vypracování doporučení pro řešení problémů, kvůli nimž se nepodařilo přijmout předchozí unijní legislativní návrhy týkající se nabídek převzetí.<sup>134</sup>

Regulatorní doporučení Skupiny stojí na dvou základních principech, a to zaprvé principiálním upřednostnění rozhodování akcionářů o osudu nabídky převzetí, a za druhé principu proporcionality mezi rizikovým kapitálem a kontrolou.

Princip upřednostnění rozhodování akcionářů o nabídce převzetí znamená, že akcionáři cílové společnosti by měli mít možnost svobodně rozhodnout o tom, zda nabídku k prodeji akcií přijmou nebo ne a za jakých podmínek. Tato svobodná volba by v zásadě neměla být omezena jakýmkoliv jednáním řídicího orgánu cílové společnosti, které je způsobilé nabídku převzetí zmařit, bez souhlasu valné hromady. Ztělesněním tohoto principu je pravidlo neutrality řídicího orgánu. Pokud se v konkrétním případě zdá ospravedlnitelné přijmout obranné mechanismy vůči předložené nabídce převzetí, musí je schválit akcionáři, resp. nejvyšší orgán společnosti.<sup>135</sup>

Princip proporcionality mezi rizikovým kapitálem a kontrolou znamená, že akcionáři by měli mít takovou možnost rozhodovat (podílet se na řízení a kontrole společnosti prostřednictvím hlasovacích práv), která je úměrná ekonomickému riziku, jež tito akcionáři nesou jakožto residuální věřitelé společnosti. V rozporu s tímto principem jsou zejména situace, kdy určití akcionáři disponují neúměrně rozsáhlými kontrolními právy vzhledem k jejich podílu na ekonomických výsledcích společnosti, a tedy jsou ze své pozice schopni rozhodnout o nabídce převzetí na úkor ostatních akcionářů, aniž by nesli odpovídající ekonomické riziko. V tomto kontextu Skupina doporučuje, aby obranné mechanismy podléhaly schválení takové většiny akcionářů, která představuje danou většinu rizikového kapitálu ve společnosti. V rámci hlasování valné hromady o schválení obranných mechanismů by tedy zásadně mělo dojít k pozastavení účinnosti takových hlasovacích struktur, která způsobují neúměrnost mezi rizikovým kapitálem a

---

<sup>133</sup>WINTER, Jaap W., SCHANS CHRISTENSEN, Jan., GARRIDO GARCIA, José M., HOPT, Klaus J., RICKFORD, Jonathan., ROSSI, Guido., SIMON, Joelle. 2002. op. cit. 101.

<sup>134</sup>EUROPEAN COMMISSION. 2003. op. cit. 103. S. 2.

<sup>135</sup>WINTER, Jaap W., SCHANS CHRISTENSEN, Jan., GARRIDO GARCIA, José M., HOPT, Klaus J., RICKFORD, Jonathan., ROSSI, Guido., SIMON, Joelle. 2002. op. cit. 101. S.27 – 28.

kontrolou, jimiž jsou například hlasovací stropy nebo akcie s několikanásobným hlasovacím právem.<sup>136</sup> Uvedený princip je ve směrnici inkorporován v pravidle průlomu.<sup>137</sup>

Směrnice z uvedených principů koncepčně vychází, nicméně se od nich v určitých nezanedbatelných aspektech odchyluje, protože podoba doporučených pravidel se setkala s opozicí ze strany členských států, a to zejména z důvodu právních a výkladových problémů, které navrhovaná podoba pravidel představovala a jejich implikacích pro vnitrostátní systémy korporátního práva.<sup>138</sup> Naprosto zásadní systematickou odchylkou je nepovinná aplikace obou klíčových pravidel, tedy jak pravidla neutrality, tak pravidla průlomu, jak bude blíže vysvětleno dále.

Směrnice o nabídkách převzetí je v režimu tzv. minimální harmonizace. Pravidla obsažená ve směrnici tedy představují pouze minimální standard a členské státy jsou výslovně oprávněny zavádět přísnější pravidla a podmínky pro regulaci nabídek převzetí do vnitrostátního práva.<sup>139</sup> Tato přísnější pravidla by však měla sloužit k zajištění zásad vyjmenovaných v článku 3 odst. 1 písm. a) až f) směrnice.

Z hlediska diskrece členských států při transpozici směrnice je pozoruhodný článek 4 odst. 5 druhého pododstavce, který stanoví, že členské státy jsou za podmínky dodržení obecných zásad vyjmenovaných v článku 3 oprávněny stanovit odchylky od pravidel stanovených ve směrnici v návaznosti na okolnosti zjištěné ve vnitrostátním právu. Zásady článku 3 tedy hrají důležitou roli při transpozici směrnice na vnitrostátní úrovni s přihlédnutím k široké flexibilitě, kterou směrnice o nabídkách převzetí členským státům nabízí.

### **1.5.3. Stručný přehled pravidel ve směrnici o nabídkách převzetí**

Finální dopad regulace na nabídky převzetí je výsledkem vzájemného působení jednotlivých pravidel. Proto považuji za důležité v této podkapitole stručně vyjmenovat klíčová pravidla obsažená ve směrnici.

Již zmíněný článek 3 směrnice členské státy povínuje zajištěním dodržování vyjmenovaných obecných zásad. S ohledem na relativně širokou diskreci členských států v rámci transpozice směrnice mají tyto obecné zásady působit jako jistý korektiv. S ohledem na pravidlo

---

<sup>136</sup> WINTER, Jaap W., SCHANS CHRISTENSEN, Jan., GARRIDO GARCIA, José M., HOPT, Klaus J., RICKFORD, Jonathan., ROSSI, Guido., SIMON, Joelle. 2002. op. cit. 101. S.28 – 29.

<sup>137</sup> Článek 11 směrnice o nabídkách převzetí.

<sup>138</sup> EUROPEAN COMMISSION. 2003. op. cit. 103. S.2–3.

<sup>139</sup> Článek 3 odst. 2 směrnice o nabídkách převzetí.



neutrálnosti je důležitá zásada uvedená v článku 3 odst. 1 písm. c) směrnice, která stanoví, že „řídící orgán cílové společnosti musí jednat v zájmu společnosti jako celku a nesmí držitelům cenných papírů odepřít možnost rozhodovat o podstatě nabídky“.

Směrnice dále obsahuje pravidla pro určování příslušnosti dozorčích orgánů a rozhodného práva například v případech, kdy má společnost sídlo v jednom členském státě, ale její cenné papíry byly přijaty k obchodování v jiném členském státě.<sup>140</sup>

Za účelem zabránění obchodování zasvěcených osob a náležitého informování akcionářů cílové společnosti o nabídce je předkladatel nabídky povinen bez prodlení zveřejnit rozhodnutí o učinění nabídky a následně vypracovat a včas zveřejnit nabídkový dokument<sup>141</sup>, jehož minimální obsah je stanoven směrnicí.<sup>142</sup> Lhůta pro přijetí nabídky musí být minimálně dva týdny a maximálně deset týdnů od zveřejnění nabídkového dokumentu.<sup>143</sup> Akcionáři cílové společnosti by tak měli mít dostatek času k učinění informovaného rozhodnutí o nabídce.

Překážkou pro učinění ekonomicky efektivní nabídky převzetí mohou být i některá ustanovení stanov cílové společnosti nebo vedlejších dohod mezi jejími akcionáři. Problematickými jsou v tomto kontextu ujednání, která omezují svobodu akcionářů disponovat s cennými papíry nebo určitou dispozici podmiňují souhlasem jiné osoby.

Z hlediska předkladatele nabídky jsou dále podstatná ta ustanovení stanov nebo vedlejší ujednání mezi akcionáři, která ovlivňují výkon hlasovacích práv spojených s akciemi na valné hromadě. S různými druhy akcií mohou být spojena různá hlasovací práva nebo mohou být některé akcie spojeny se speciálními kontrolními právy. Ačkoliv se tak předkladateli nabídky podaří získat v rámci nabídky převzetí podstatnou část akcií společnosti, nemusí mít reálnou možnost efektivně kontrolu vykonávat. Za účelem posílení transparentnosti těchto případů proto směrnice zavádí povinnost cílových společností uveřejnit některé kapitálové a kontrolní struktury ve výroční zprávě.<sup>144</sup>

Tato povinnost zveřejnění má rovněž potenciál k posílení efektivity trhu, neboť investoři budou na základě zveřejněných informací schopni lépe posoudit výhodnost investice.<sup>145</sup> Přijímání

---

<sup>140</sup> Článek 4 směrnice o nabídkách převzetí.

<sup>141</sup> Článek 6 a recitály 12 a 13 směrnice o nabídkách převzetí.

<sup>142</sup> Článek 6 odst. 3 směrnice o nabídkách převzetí.

<sup>143</sup> Článek 7 směrnice o nabídkách převzetí.

<sup>144</sup> Článek 10 směrnice o nabídkách převzetí.

<sup>145</sup> WINTER, Jaap W., SCHANS CHRISTENSEN, Jan., GARRIDO GARCIA, José M., HOPT, Klaus J., RICKFORD, Jonathan., ROSSI, Guido., SIMON, Joelle. 2002. op. cit. 101. S.25.

různých kapitálových a kontrolních struktur se tak může projevit v ceně akcie a podléhat tržním mechanismům.

Věcně adresuje výše zmíněné strukturální překážky nabídek převzetí již zmiňované pravidlo průlomu zakotvené v článku 11 směrnice o nabídkách převzetí. Pravidlo průlomu zjednodušeně stanoví, že omezení převodu cenných papírů plynoucí ze stanov nebo ujednáních mezi společnostmi a akcionáři nebo pouze akcionáři cílové společnosti se neuplatní v době, kdy plyne lhůta pro přijetí nabídky. Dále platí, že omezení hlasovacích práv opět na základě stanov nebo vedlejších dohod nejsou účinná na valné hromadě, která rozhoduje o zmocnění řídicího orgánu k přijetí obranných mechanismů. S cennými papíry, se kterými jsou spojena několikanásobná hlasovací práva, je na této valné hromadě spojen pouze jeden hlas (*tzv. one share one vote principle*). Pokud předkladatel nabídky prostřednictvím nabídky nabude minimálně 75 % základního kapitálu spojeného s hlasovacími právy, nepoužijí se obě výše zmíněná omezení (převodu a hlasovacích práv) ani žádná mimořádná práva ke jmenování a odvolání členů řídicího orgánu cílové společnosti. Akcionáři, kteří v důsledku aplikace pravidla průlomu utrpí ztrátu, mají nárok na spravedlivé odškodnění.

Předkladateli nabídky se pravidlem průlomu zajišťuje možnost efektivního převzetí kontroly nad cílovou společností v souladu s principem proporcionality mezi rizikovým kapitálem a kontrolou. Jedná se o ustanovení, které podporuje uskutečňování nabídek převzetí. Absence pravidla průlomu, a tedy aplikace různých kapitálových a kontrolních struktur ve společnostech jakožto strukturálních překážek nabídek převzetí, může přes posílení postavení akcionářů při rozhodování o nabídce převzetí skrze pravidlo neutrality, nabídkám převzetí účinně bránit.

Jako takové však pravidlo průlomu intenzivně zasahuje do obligačních vztahů mezi akcionáři, přičemž některé z uvedených kapitálových nebo kontrolních struktur mají v určitých členských státech dlouhou tradici. I proto bylo pravidlo průlomu předmětem značných kontroverzí a podobně jako pravidlo neutrality je jeho transpozice dobrovolná na základě článku 12 směrnice o nabídkách převzetí.<sup>146</sup> Pravidlo průlomu do svých právních řádů zavedly pouze Estonsko, Lotyšsko a Litva.<sup>147</sup>

---

<sup>146</sup> PAPADOPOULOS, Thomas. 2010. op. cit. pozn. 28. S. 129 – 131.

<sup>147</sup> EUROPEAN COMMISSION. Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions - Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids - COM(2012) 347 final. [online]. Brusel. 28.6.2012. [cit. 9.10.2023]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM%3A2012%3A0347%3AFIN>. S.3. pozn. 8.

Povinně musí členské státy transponovat ustanovení týkající se povinné nabídky převzetí dle článku 5 směrnice a pravidla týkající se práva výkupu akcií (*ang. squeeze-out*) a práva na odkup akcií (*ang. sell-out*) dle článku 15, respektive článku 16 směrnice.

Povinná nabídka převzetí je prostředek ochrany minoritních akcionářů a spočívá v povinnosti osoby, která získala ve společnosti kontrolní podíl (společnost ovládla), učinit nabídku zbývajícím akcionářům za spravedlivou cenu, jak je blíže specifikována ve směrnici. Toto pravidlo adresuje problémy vyplývající z druhého problému zastoupení mezi majoritními a minoritními akcionáři. Z hlediska pravidla neutrality je důležité, že povinnost učinit nabídku se neuplatní v případě, kdy akcionář získal kontrolní podíl v důsledku dobrovolné nabídky převzetí učiněné v souladu s požadavky směrnice.

Právo výkupu předmětných cenných papírů svědčí předkladateli nabídky, který drží předem definovaný prahový podíl na základním kapitálu a hlasovacích právech společnosti ve společnosti, který je směrnicí určen ve výši nejméně 90 % s omezenou možností členských států tento práh zvýšit. Předkladatel nabídky tak může zefektivnit správu a řízení společnosti a překlenout potencionální problémy spojené s výkonem práv minoritních akcionářů. Nabídku převzetí to obecně činí atraktivnější pro předkladatele nabídky, který může prostřednictvím práva výkupu cílovou společnost ovládnout zcela.

Zrcadlovým institutem oproti právu výkupu je právo minoritních akcionářů na odkoupení jejich akcií ve společnosti vůči majoritnímu akcionáři za analogické aplikace předpokladů, které jsou stanoveny pro právo výkupu. Minoritní akcionář požadující odkoupení svých akcií tímto může předejít případnému zneužívání dominantní pozice majoritním akcionářem a prodat své akcie, které se mimo jiné v důsledku vysoké vlastnické koncentrace společnosti stávají částečně ilikvidními.<sup>148</sup>

---

<sup>148</sup> WINTER, Jaap W., SCHANS CHRISTENSEN, Jan., GARRIDO GARCIA, José M., HOPT, Klaus J., RICKFORD, Jonathan., ROSSI, Guido., SIMON, Joelle. 2002. op. cit. 101. S.62.

## 2. Pravidlo neutrality řídicího orgánu cílové společnosti

V této kapitole bude pojednáno o pravidlu neutrality zakotveném ve směrnici o nabídkách převzetí. Úvodem bude vymezen charakter pravidla neutrality obecně jako jednoho ze způsobů regulace chování řídicího orgánu při nabídce převzetí. Následně bude věnována pozornost konkrétnímu vymezení pravidla neutrality ve směrnici a jeho transpozičnímu mechanismu. Tento výklad je důležitý s ohledem na dílčí část výzkumné otázky této práce, neboť otázka zhodnocení dosažení harmonizačních cílů směrnice je součástí výzkumné otázky. Za tímto účelem bude věnována pozornost rovněž tomu, jak bylo pravidlo neutrality transponováno členskými státy.

### 2.1. Obecně k pravidlu neutrality

Pravidlo neutrality řídicího orgánu cílové společnosti omezuje pravomoci tohoto orgánu v době, kdy je cílová společnost cílem nabídky převzetí nebo se předložení nabídky převzetí bezprostředně očekává. Pravidlem neutrality se reguluje vztah mezi akcionáři cílové společnosti a jejím řídicím orgánem. Pravidlo neutrality v tomto limituje náklady prvního problému zastoupení, když ve své podstatě po vymezený časový úsek a s ohledem na vymezená jednání tento vztah zastoupení pozastaví. Pravomoc rozhodnout o adopci obranných mechanismů vůči nabídce převzetí je pravidlem neutrality principiálně alokována akcionářům cílové společnosti.

Pravidlo neutrality je *ex ante* pravidlo, kterým se preventivně normuje chování řídicího orgánu cílové společnosti při nabídce převzetí. V případě absence pravidla neutrality je řídicí orgán v závislosti na konkrétní právní úpravě příslušné jurisdikce oprávněn ze své vlastní působnosti přijímat obranné mechanismy vůči nabídce převzetí, které jsou způsobilé předložení nabídky zmařit. Akcionáři cílové společnosti tak mohou být zbaveni příležitosti rozhodnout o podstatě nabídky.

Ani v případě absence pravidla neutrality však není výkon pravomoci k přijímání obranných mechanismů řídicím orgánem cílové společnosti zcela neomezený, nýbrž je regulován příslušným standardem výkonu funkce, jež lze z legislativního pohledu považovat za alternativní způsob regulace chování řídicího orgánu při nabídce převzetí vedle pravidla neutrality.<sup>149</sup> V intencích českého práva je tímto standardem standard péče řádného hospodáře.

---

<sup>149</sup> DAVIES, Paul, HOPT, Klaus, RINGE, Wolf-Georg 2017. op. cit. pozn. 29. S.216.

Zásadní rozdíl mezi regulací chování řídicího orgánu *ex ante* pravidlem neutrality oproti regulaci standardem výkonu funkce spočívá v tom, že standard je vymezen obecněji a posouzení jeho dodržení členy řídicího orgánu společnosti je prováděno *ex post* zpravidla soudem.

Další důležitý aspekt odlišení obou způsobů regulace spočívá v tom, či zájmy jsou jednotlivými způsoby regulace (*ex ante* pravidlem a standardem) chráněny. Součástí standardu péče řádného hospodáře v českém právu je povinnost člena voleného orgánu obchodní korporace (řídicího orgánu podle dikce směrnice) svým jednáním sledovat zájem obchodní korporace. Zájem obchodní korporace přitom není omezen pouze na zájmy akcionářů.<sup>150</sup> Členové řídicího orgánu musejí při rozhodování o přijetí obranných mechanismů k frustraci nabídky převzetí v souladu se standardem péče řádného hospodáře zvažovat i zájem obchodní korporace jako celku, jehož součástí jsou i zájmy jiných zúčastněných subjektů nebo dlouhodobý zájem obchodní korporace.<sup>151</sup> Obdobné širší vymezení zájmů, jež jsou předmětem ochrany prostřednictvím standardu výkonu funkce, lze přitom očekávat i v ostatních jurisdikcích EU.

Naproti tomu pravidlo neutrality svěřuje rozhodnutí o přijetí obranných mechanismů akcionářům, kteří subjektem tohoto standardu nejsou a lze předpokládat, že budou rozhodnutím jako racionální ekonomické subjekty sledovat výlučně své vlastní zájmy. Ostatní zájmy jiných zúčastněných stran na společnosti tímto mohou zůstat zcela opomenuty. Je však otázkou, do jaké míry by měly být rozličné zájmy jiných zúčastněných stran při nabídce převzetí zohledňovány.

V každém případě regulace chování řídicího orgánu standardem vyvíjí značný tlak na *ex post* rozhodování soudu. Velmi komplexní ekonomické souvislosti a důsledky nabídek převzetí činí posouzení souladu chování se standardem nelehkou úlohou. Toto posouzení je ještě komplexnějším, když může řídicí orgán cílové společnosti přijetí obranných opatření ospravedlnit širokou paletou zájmů jiných zúčastněných stran na společnosti nebo obecně argumentem dlouhodobého zájmu cílové společnosti. Soud tak bude povolán k posouzení důležitosti jednotlivých zájmů a zhodnocení vlivu nabídky převzetí na dlouhodobé cíle společnosti, přičemž řada těchto aspektů bude jen obtížně objektivně přezkoumatelných. Současně lze předpokládat, že napříč jurisdikcemi bude striktní aplikace standardu výkonu funkce korigována určitou formou pravidla podnikatelského úsudku. S ohledem na výše uvedené skutečnosti lze očekávat, že soud shledá porušení daného standardu pouze v omezeném množství případů.<sup>152</sup>

---

<sup>150</sup> PATĚK, Daniel. 2021. op. cit. pozn. 6. S.184.

<sup>151</sup> Tamtéž.

<sup>152</sup> DAVIES, Paul, HOPT, Klaus, RINGE, Wolf-Georg 2017. op. cit. pozn. 29. S.209 a 219.

Posuzování souladu chování řídicího orgánu při nabídce převzetí se zákonným standardem je rovněž problematické z hlediska harmonizace regulace nabídek převzetí v EU, neboť vymezení standardu a zejména pak jeho výklad může v kontextu odlišných rozhodovacích praxí soudů v jednotlivých členských státech plodit rozmanité výstupy.<sup>153</sup> Obecně je navíc složité formovat konzistentní doktrínu při posuzování ospravedlnitelnosti přijímání obranných mechanismů řídicím orgánem, protože každý případ bude s ohledem na komplexitu problému velmi specifický a závěry soudu z konkrétního případu jen omezeně zobecnitelné. Právní úprava těchto situací prostřednictvím *ex ante* pravidla chování tak má neopominutelné výhody.

Z pohledu harmonizace pravidla neutrality v EU je z mého pohledu nezbytné vnímat dvě roviny problému, jakkoliv tyto roviny nelze při úvahách nad vhodnou regulací pravidla neutrality v EU zcela oddělit. Zaprvé, zda má pravidlo neutrality své opodstatnění v kontextu konkrétní společnosti, tedy zda je vhodným nástrojem corporate governance pro úpravu vztahů mezi řídicím orgánem společnosti a jejími akcionáři. A zadruhé, roli pravidla neutrality z hlediska zájmu EU na hlubší ekonomické integraci v oblasti trhu s korporátní kontrolou. Pravidlo neutrality má v tomto potenciál ke zvýšení pravděpodobnosti učinění a úspěšného dokončení přeshraničních nabídek převzetí. Předmětem této práce a zejména výkladu ve třetí kapitole je však primárně prvně vymezená rovina pravidla neutrality.

## 2.2. Vymezení pravidla neutrality ve směrnici

Pravidlo neutrality řídicího orgánu cílové společnosti je zakotveno v článku 9 směrnice o nabídkách převzetí. Článek 9 směrnice stanoví, že řídicí nebo správní orgán cílové společnosti získá předběžné zmocnění valné hromady akcionářů vydané k tomuto účelu před provedením jakýchkoliv kroků, které by mohly vést ke zmaření nabídky.

Omezení řídicího nebo správního orgánu cílové společnosti činit kroky ke zmaření nabídky ze své vlastní působnosti bez zmocnění valné hromady je podstatou pravidla neutrality a naplňuje se jím obecná zásada směrnice podle článku 3 odst. 1 písm. c) spočívající v tom, že řídicí nebo správní orgán nesmí držitelům cenných papírů odeprít možnost rozhodovat o podstatě nabídky.

---

<sup>153</sup> HOPT, Klause J. Takeover defenses in Europe: a comparative, theoretical and policy analysis. [online]. The Columbia journal of European law. 2014, roč. 20, č. 3, s. 249. [cit. 26.11.2023]. ISSN 1076-6715. Dostupné z: <https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/coljeul20&i=332>. S.262.

V důvodové zprávě ke článku 9 směrnice se uvádí, že „*Pokud je v sázce kontrola nad společností, která je předmětem nabídky, je důležité zajistit, aby o jejím osudu rozhodovali její akcionáři.*“<sup>154</sup>

Řídícím nebo správním orgánem se dle článku 9 odst. 6 směrnice rozumí u společností s dvouprvkovou strukturou orgánů správní rada i dozorčí rada. V českém právním prostředí se u těchto (akciových) společností jedná o představenstvo a dozorčí radu. Za účelem plynulosti textu budu i nadále v obecnostech používat pouze pojmu *řídící orgán*.

Směrnice výslovně nevyžaduje, aby se pravidlo neutrality vztahovalo i na jiné orgány cílové společnosti. V českém právní prostředí se v této otázce můžeme setkat se dvěma názory reflektujícími právní úpravu pravidla neutrality v § 15 ZoNP. Přestože citované ustanovení výslovně zmiňuje pouze členy představenstva a dozorčí rady, *Havel* dovozuje za použití argumentu *a fortiori*, že se povinnost neutrality vztahuje i na jiné orgány společnosti a případně také na vedoucí nebo jiné zaměstnance.<sup>155</sup>

*Lasák a Bucek* tvrdí, že povinnost neutrality nelze rozšiřovat na jiné osoby než ty výslovně uvedené v § 15 ZoNP, protože opačný výklad by v kontextu veřejnoprávních sankcí za porušení této povinnosti vedl k porušení zásady *nullum crimen sine lege, nulla poena sine lege*.<sup>156</sup> Přestože se domnívám, že většina pravomocí způsobilých vést ke zmaření nabídky, bude obvykle držet v rukou představenstva, lze si nejspíše představit i takové korporátní nastavení, kde jistými pravomocemi tohoto charakteru disponují i osoby mimo tento řídicí orgán, a to například generálního ředitele cílové společnosti<sup>157</sup>, který současně není členem řídicího orgánu.

Zde se přikláním ke striktnějšímu výkladu *Lasáka a Bucka*, jakkoliv takový závěr považuji za problémový z hlediska podstaty a účelu právní normy v intencích soukromého práva, protože rozšiřování okruhu povinných osob v oblasti veřejného práva v situaci, kdy je tento okruh osob jednoznačně určen, rovněž považuji za nepřípustné z hlediska zásady *nullum crimen sine lege a nulla poena sine lege*. Jedná se nicméně o dobrý příklad dokládající postavení právní úpravy nabídek převzetí na pomezí soukromého a veřejného práva.

Optikou směrnice o nabídkách převzetí mám však za to, že pojmy „řídící a správní orgán“ by se ve světle účelu směrnice, mezi něž mimo jiné patří umožnění akcionářům rozhodnout o podstatě nabídky, měly vykládat spíše extenzivně. Členské státy by tak, podle mého názoru,

---

<sup>154</sup> EUROPEAN COMMISSION. 2003. op. cit. pozn. 103. S.5.

<sup>155</sup> HAVEL, Bohumil, PIHERA, Vlastimil. 2009. op. cit. pozn. 31. S.73.

<sup>156</sup> LASÁK, Jan, BUCEK, Dalibor. 2012. § 15 [Povinnost neutrality orgánů cílové společnosti]. op. cit. pozn. 48.

<sup>157</sup> Tamtéž.

s přihlédnutím k povaze nastavení corporate governance ve společnostech, které se řídí jejich právem, měly povinnost neutrality vztáhnout i na jiné osoby, které disponují pravomocemi způsobilými zmařit nabídku. V opačném případě by mohlo docházet k účelovému obcházení pravidla neutrality.

Povinnost řídicího orgánu získat zmocnění valné hromady se vztahuje k jakýmkoliv krokům, které by mohly vést ke zmaření nabídky. Opatření řídicího orgánu, která na základě pravidla neutrality podléhají zmocnění valné hromady, jsou tedy definována velmi obecně. Jediným rozhodným charakteristickým znakem těchto opatření je samotná potencialita zmařit nabídku.

Z logiky věci se pravidlo neutrality uplatní vůči takovým krokům a opatřením řídicího orgánu cílové společnosti, která mohou tyto orgány činit ze své vlastní působnosti. V případech, kdy řídicí orgán cílové společnosti potřebuje k přijetí daných opatření na základě obecných norem korporátního práva předběžné zmocnění valné hromady vždy bez ohledu na nabídku převzetí, zpravidla pravidlo neutrality ubývá na své relevanci, protože v daném případě není svévolným jednáním řídicího orgánu společnosti ohrožena možnost akcionářů rozhodnout o podstatě nabídky. Okruh opatření, ke kterým je řídicí orgán cílové společnosti oprávněn bez souhlasu valné hromady a která jsou současně způsobilá nabídku převzetí zmařit, přitom závisí na konkrétní právní úpravě působnosti orgánů společnosti v příslušné jurisdikci, respektive na autonomní úpravě působnosti orgánu společnosti ve stanovách v intencích kogentních norem korporátního práva této jurisdikce.

I vzhledem k výše uvedenému se nejeví vhodné ve směrnici stanovit okruh těchto opatření taxativním výčtem. Tento taxativní výčet by velmi pravděpodobně nerefletoval specifika korporátního práva jednotlivých členských států, a navíc by byl rigidní vůči případnému výskytu nových druhů obranných mechanismů.

Metodu obecné definice tedy shledávám správným legislativním řešením, ačkoliv dle mého názoru může v konkrétních případech implikovat výkladové nejasnosti. V tomto kontextu lze poukázat na úskalí příliš extenzivního výkladu způsobilosti opatření zmařit nabídku. V krajním případě by řídicí orgán cílové společnosti musel v době aktivace pravidla neutrality získávat zmocnění valné hromady k širokému okruhu opatření, jejichž frustrační potenciál je minimální, což by mohlo narušit běžný chod cílové společnosti. Tento problém je nicméně reflektován v preambuli směrnice<sup>158</sup>, která stanoví, že omezeny by měly být pravomoci řídicího orgánu

---

<sup>158</sup> Recitál 16 směrnice o nabídkách převzetí.



k provádění operací výjimečné povahy, aniž by byla cílová společnost nepřiměřeně omezována v běžné činnosti.

Podle mého názoru by tak článek 9 odst. 2 směrnice s přihlédnutím k její preambuli měl být vykládán v tom smyslu, že se nevztahuje na jakékoliv kroky (opatření) řídicího orgánu cílové společnosti, která jsou jakkoliv způsobilá zmařit nabídku, ale pouze na kroky (opatření) jakéhokoliv druhu, které jsou svou povahou výjimečné, a to zejména tím, že vybočují z běžných obchodních činností cílové společnosti, a jsou ve svém důsledku způsobilá působit především na vůli předkladatele nabídky nabídku vůbec předložit.

Z okruhu kroků, které mohou vést ke zmaření nabídky, směrnice výslovně uvádí vydávání jakýchkoliv akcií, které by mohlo trvale zabránit ovládnutí cílové společnosti předkladatelem nabídky. S ohledem na již citovaný článek 68 směrnice 2017/1132 patří v unijních jurisdikcích rozhodnutí o zvýšení upsaného základního kapitálu, například právě formou úpisu nových akcií, zásadně do působnosti valné hromady. Potřeba zmocnění valné hromady podle článku 9 směrnice o nabídkách převzetí tak bude relevantní v případech, kdy je řídicí orgán cílové společnosti ke zvyšování základního kapitálu úpisem nových akcií valnou hromadou náležitě zmocněn. Ohledně některých dalších příkladů obranných mechanismů, které mohou pod kategorií regulovaných opatření spadat, odkazují na výklad v podkapitole 1.2.2.1.

Výslovně jsou z povinnosti neutrality vyňaty takové kroky, které směřují k vyžádání konkurenčních nabídek (*tzv. white knight*). Ke krokům řídicího orgánu cílové společnosti činěným za účelem vyžádání konkurenčních nabídek není třeba předběžného zmocnění valné hromady. Tato výjimka slouží ve prospěch akcionářů, neboť ti v případě výskytu konkurenční nabídky převzetí budou mít alternativní možnost prodeje svých akcií zpravidla za výhodnějších podmínek.<sup>159</sup> Jisté výkladové pochybnosti se mohou pojit s tím, co vše může řídicí orgán cílové společnosti za účelem vyžádání konkurenční nabídky činit. Tento problém by měl být dle mého názoru posuzován rovněž s přihlédnutím k obecné zásadě směrnice v tom smyslu, že akcionáři cílové společnosti by neměli být připraveni o možnost rozhodnout o podstatě žádné z nabídek. Jednání řídicího orgánu by se tedy mělo omezit pouze na vyhledání či vyžádání alternativní nabídky, a to způsobem, který nebude akcionáře společnosti omezovat v možnosti rozhodnout o podstatě původní nabídky a nebude ztěžovat přijetí jedné nabídky ve prospěch druhé.

---

<sup>159</sup> PAPADOPOULOS, Thomas. 2010. op. cit. pozn. 28. S.123.

Zákaz řídicího orgánu cílové společnosti činit kroky ke zmaření nabídky bez zmocnění valné hromady je časově omezený a trvá od okamžiku, kdy řídicí orgán cílové společnosti obdrží informaci o rozhodnutí předkladatele nabídky učinit nabídku, a trvá do okamžiku, kdy je výsledek nabídky zveřejněn nebo nabídka ztratí platnost.<sup>160</sup> Rozhodnutí předkladatele nabídky o učinění nabídky přitom musí být podle článku 6 odst. 1 směrnice o nabídkách převzetí bez prodlení uveřejněno.

Členské státy mohou určit, že se zákaz uplatní již dříve, a to například od okamžiku, kdy řídicí orgán cílové společnosti zjistí, že nabídku lze bezprostředně očekávat. Tuto možnost považují za logickou s ohledem na účel pravidla neutrality. Pokud by řídicí orgán cílové společnosti přijímal obranné mechanismy v situaci, kdy si je na základě relevantních skutečností vědom, že přijetí rozhodnutí předkladatele o předložení nabídky se dá v nejbližší době očekávat, tak by se v těchto případech pravidlo neutrality míjelo zamýšleným účinkem. V některých případech si ovšem lze představit obtížnost prokazování vědomosti řídicího orgánu cílové společnosti o skutečnosti, že nabídku lze bezprostředně očekávat.

Směrnice o nabídkách převzetí dále adresuje i případy, kdy řídicí orgán cílové společnosti již uskutečnil opatření, které by mohlo vést ke zmaření nabídky, a to v době před aktivací povinnosti neutrality, avšak toto opatření dosud nebylo částečně či plně provedeno. Příkladem může být právě situace, kdy k tomu zmocněný orgán cílové společnosti rozhodne o zvýšení základního kapitálu úpisem nových akcií. Toto rozhodnutí však není v okamžiku zveřejnění rozhodnutí předkladatele nabídky učinit nabídku plně provedeno.<sup>161</sup> V takovém případě má podle článku 9 odst. 3 směrnice valná hromada schválit nebo potvrdit každé takové rozhodnutí, které není součástí běžné činnosti cílové společnosti a jehož provedení by mohlo vést ke zmaření nabídky.

K adopci opatření řídicím orgánem cílové společnosti po aktivaci pravidla neutrality, k nimž je vyžadováno zmocnění valné hromady, článek 9 odst. 2 směrnice výslovně vyžaduje, aby toto zmocnění bylo uděleno předběžně, tedy před učiněním daného opatření a nikoliv dodatečně.

Současně lze dle mého názoru ze znění článku 9 odst. 2 směrnice užívajícího sousloví „*k tomuto účelu*“ dovozovat, že předběžné zmocnění musí být uděleno k zamýšlenému opatření vůči konkrétní nabídce a není možné, aby valná hromada obecně zmocnila řídicí orgán k přijímání jakýchkoliv obranných opatření ve vztahu k potenciaálním budoucím nabídkám převzetí.

---

<sup>160</sup> Článek 9 odst. 1, druhý pododstavec směrnice o nabídkách převzetí.

<sup>161</sup> GERVEN, Dirk van. 2010. op. cit. pozn. 123. S.28.

V opačném případě by ve svém důsledku bylo rozhodnutí o aplikaci pravidla neutrality ponecháno na vůli jednotlivých společností, respektive valných hromad těchto společností dle jejich vlastnické struktury k určitému okamžiku předcházejícímu konkrétní nabídce.

Rozhodování o aplikaci pravidla neutrality na úrovni jednotlivých společností je přitom směrnicí výslovně předvídáno, avšak článkem 12 směrnice, který upravuje režim pravidla neutrality jako nepovinného ujednání směrnice. Na základě systematického výkladu směrnice lze tedy dle mého názoru dovozovat vůli unijního zákonodárce požadovat předběžné zmocnění valné hromady ke konkrétnímu kroku řídicího orgánu cílové společnosti vůči konkrétní nabídce převzetí. Tento záměr je také obsažen v důvodové zprávě ke směrnici o nabídkách převzetí, kde se výslovně uvádí, že zmocnění valné hromady musí být explicitně uděleno s ohledem na konkrétní nabídku převzetí.<sup>162</sup> To dle mého názoru nebrání tomu, aby valná hromada s ohledem na konkrétní nabídku převzetí zmocnila řídicí orgán v rámci jednoho rozhodnutí alternativně k více druhům obranných opatření, neboť takové rozhodnutí je projevem vůle aktuálních akcionářů společnosti a v souladu s obecnou zásadou směrnice je zachována autonomie vůle akcionářů rozhodovat o osudu nabídky.

Pro účely udělení předběžného zmocnění valnou hromadu směrnice umožňuje členským státům přijmout pravidla pro svolání valné hromady ve zkrácené lhůtě pod podmínkou, že se tato valná hromada nebude konat dříve než dva týdny od jejího oznámení.<sup>163</sup> Mimo jiné vzhledem k tomu, že dle empirických studií cena akcií cílové společnosti po oznámení nabídky stoupá<sup>164</sup>, lze předpokládat, že předkladatel nabídky bude po zveřejnění jeho rozhodnutí o učinění nabídky postupovat rychle, aby akcie stihl nabýt za nižší cenu.

Po zveřejnění rozhodnutí o učinění nabídky, od kterého se zásadně aktivuje povinnost neutrality, musí předkladatel nabídky podle článku 6 odst. 2 směrnice včas zveřejnit nabídkový dokument. Obsahovou náležitostí nabídkového dokumentu je i lhůta pro přijetí nabídky.<sup>165</sup> Tato lhůta nesmí být kratší než dva týdny a delší než deset týdnů ode dne zveřejnění nabídkového dokumentu. Pokud je tedy rozhodnutí o učinění nabídky a nabídkový dokument zveřejněn předkladatelem v krátkém časovém sledu, může být problematické z hlediska cílové společnosti včas svolat valnou hromadu pro případnou autorizaci obranných opatření. I z tohoto důvodu směrnice opravňuje členské státy k modifikacím délky lhůty pro přijetí nabídky ve zvláštních případech. Současně mohou členské státy svou právní úpravou zmocnit dozorčí orgán k povolení odchylky

---

<sup>162</sup> EUROPEAN COMMISSION. 2003. op. cit. pozn. 103. S.5.

<sup>163</sup> Článek 9 odst. 4 směrnice o nabídkách převzetí.

<sup>164</sup> MARTYNOVA, Marina a RENNEBOOG, Luc. 2008. op. cit. pozn. 66. S. 2153.

<sup>165</sup> Článek 6 odst. 3 písm. j) směrnice o nabídkách převzetí.

od stanovené lhůty pro přijetí nabídky právě proto, aby mohla cílová společnost svolat valnou hromadu ke zvážení nabídky.<sup>166</sup>

Konečně je řídicí orgán cílové společnosti povinen vypracovat a zveřejnit odůvodněné stanovisko k nabídce převzetí podle článku 9 odst. 5 směrnice. Role řídicího orgánu tak není při nabídce převzetí zcela upozaděna. Jistě relevantní poznatky řídicího orgánu cílové společnosti pro posouzení výhodnosti nabídky získané v rámci řízení a správy společnosti tímto způsobem budou dostupné akcionářům cílové společnosti. Tato povinnost řídicího orgánu cílové společnosti přispívá k naplnění obecné zásady směrnice uvedené v článku 3 odst. 1 písm. b), která stanoví, „že držitelé cenných papírů cílové společnosti musí mít dostatek času a informací, které jim umožní dojít k řádně informovanému rozhodnutí o nabídce;“.

Dle důvodové zprávy ke směrnici by měl řídicí orgán cílové společnosti ve svém stanovisku uvést argumenty pro a proti přijetí nabídky.<sup>167</sup> Článek 9 odst. 5 směrnice výslovně požaduje, aby stanovisko obsahovalo názory řídicího orgánu na účinky realizace nabídky na všechny zájmy společnosti se zvláštním důrazem na zaměstnanost. Stanovisko musí dále obsahovat názory řídicího orgánu na „strategické plány předkladatele nabídky pro cílovou společnost a jejich pravděpodobný dopad na zaměstnanost a místa podnikání společnosti uvedené v nabídkovém dokumentu v souladu s čl. 6 odst. 3 písm. i).“ Toto stanovisko má řídicí orgán cílové společnosti sdělit příslušným zástupcům zaměstnanců, a pokud nejsou, tak zaměstnancům samotným. Pokud zástupci zaměstnanců doručí řídicímu orgánu cílové společnosti vlastní stanovisko k nabídce převzetí, připojí řídicí orgán toto stanovisko zaměstnanců ke svému stanovisku. Akcionáři v tomto případě budou moci nabídku převzetí posoudit i z pohledu zaměstnanců společnosti.

Obecně lze v rámci uvedeného výkladu o vymezení pravidla neutrality řídicího orgánu cílové společnosti ve směrnici o nabídkách převzetí na závěr shrnout, že se jím chrání zejména možnost akcionářů rozhodnout o podstatě nabídky převzetí. Zásadně veškeré kroky, které mají potenciál zmařit nabídku, a tím narušit možnost akcionářů o ni rozhodnout, může řídicí orgán činit pouze s předchozím zmocněním valné hromady. Okruh kroků, které vyžadují zmocnění valné hromady je definován velmi obecně. S ohledem na rozmanitost obranných mechanismů a různě vymezenou působnost orgánů společností v jednotlivých jurisdikcích EU, která může být nadto

---

<sup>166</sup> Článek 7 odst. 2 směrnice o nabídkách převzetí.

<sup>167</sup> EUROPEAN COMMISSION. 2003. op. cit. pozn. 103. S.6.

ovlivněna autonomním vymezením působností orgánů jednotlivých společností, lze usuzovat, že obecné vymezení je správným legislativním řešením.

Výklad pravidla neutrality ve směrnici by měl rovněž reflektovat požadavek preambule, aby cílová společnost nebyla nepřiměřeně omezována ve své běžné činnosti a požadavek zmocnění valné hromady k přijetí ochranných opatření by se měl vztahovat ke krokům výjimečné povahy. Důležitým prvkem pravidla neutralita je rovněž povinnost řídicího orgánů cílové společnosti vypracovat a zveřejnit odůvodněné stanovisko k nabídce převzetí. Zvláštní pozornost je přitom věnována dopadům přijetí nabídky převzetí na zaměstnance. Obecně stanovisko řídicího orgánu přispívá k možnosti akcionářů cílové společnosti učinit řádně informované rozhodnutí o nabídce, neboť řídicí orgán ze své pozice disponuje cennými informacemi o cílové společnosti.

### **2.3. Pravidlo neutrality jako nepovinné ujednání směrnice**

Význam pravidla neutrality obsaženého ve směrnici je zcela zásadně ovlivněn článkem 12 směrnice, jež v prvním odstavci stanoví, že *„Členské státy si mohou vyhradit právo nepožadovat, aby společnosti uvedené v čl. 1 odst. 1, které mají sídlo na jejich území, používaly čl. 9 odst. 2 a 3 a/nebo článek 11.“* Transpozice pravidla neutrality v článku 9 odst. 2 a 3 směrnice a pravidla průlomu v článku 11 směrnice do vnitrostátních právních řádů je tak ponechána na vůli členských států.

V případě, že se členské státy při transpozici směrnice rozhodnou nepožadovat po společnostech se sídlem na jejich území uplatňování pravidla neutrality, musí přesto těmto společnostem legislativně umožnit vratnou možnost jeho použití dle článku 12 odst. 2 směrnice. Rozhodnutí konkrétní společnosti o uplatnění pravidla neutrality *„přijímá valná hromada akcionářů v souladu s vnitrostátními právními předpisy členského státu, ve kterém má společnost sídlo, a v souladu s pravidly platnými pro změnu stanov.“*<sup>168</sup> Toto rozhodnutí musí být sděleno příslušným dozorčím orgánům.

V první řadě je tedy na vůli členských států, zda pravidlo neutrality zakotví do vnitrostátního právního řádu jako (dispozitivně) povinné či nikoliv. Pokud členské státy pravidlo neutrality v rámci svého vnitrostátního práva jako (dispozitivně) povinné nestanoví, mohou přesto o jeho použití rozhodnout ve svém případě akcionáři jednotlivých společností.

---

<sup>168</sup> Článek 12 odst. 2, druhý pododstavec směrnice o nabídkách převzetí.

S ohledem na transpozici pravidla neutrality mají členské státy v prvním kroku v podstatě tři základní možnosti, a to (i) stanovit pravidlo neutrality jako povinně aplikovatelné bez možnosti *opt-outu* ze strany jednotlivých společností („povinné pravidlo neutrality“), (ii) stanovit dispozitivní aplikaci pravidla neutrality s možností jednotlivých společností učinit *opt-out* („dispozitivní pravidlo neutrality“), a konečně (iii) dispozitivně pravidlo neutrality neaplikovat s možností jednotlivých společností učinit *opt-in* („dobrovolné pravidlo neutrality“). Možnosti volby jednotlivých společností se následně odvíjejí od způsobu transpozice pravidla neutrality členským státem. Není přitom vyloučeno, aby členské státy v rámci vlastní právní úpravy pravidla neutrality uvedené základní režimy různě modifikovaly.

Komplexní transpoziční a aplikační mechanismus pravidla neutrality je dále dán tzv. pravidlem reciprocity podle článku 12 odst. 3 směrnice. Na základě tohoto ustanovení mohou členské státy prostřednictvím vnitrostátních právních předpisů osvobodit společnosti od uplatnění pravidla neutrality, jestliže se v jejich případě uplatňuje, pokud se tyto společnosti stanou předmětem nabídky převzetí podané společností (předkladatelem nabídky), „*kteřá nepoužívá tato stejná ustanovení, nebo společností, kterou taková společnost přímo či nepřímo ovládá, v souladu s článkem 1 směrnice 83/349/EHS.*“

Ze strany členských států se jedná o pouhou možnost pravidlo reciprocity zakotvit do vnitrostátního právního řádu. Pokud členské státy tuto možnost využijí a pravidlo reciprocity transponují, mohou řídicí orgány cílových společností přijímat obranné mechanismy i přesto, že se v jejich případě za normálních okolností pravidlo neutrality aplikuje. K přijímání obranných mechanismů na základě pravidla reciprocity se však vyžaduje zmocnění valné hromady akcionářů cílové společnosti, které musí být v souladu s článkem 12 odst. 5 směrnice uděleno nejdříve 18 měsíců předtím, než je uveřejněno rozhodnutí předkladatele nabídky o učinění nabídky v souladu s článkem 6 odst. 1 směrnice.<sup>169</sup> Zmocnění k využití pravidla reciprocity řídicím orgánem cílové společnosti tedy valná hromada uděluje preventivně. Na rozdíl od rozhodnutí společnosti o dobrovolném podřízení se pravidlu neutrality směrnice pro rozhodnutí o adopci pravidla reciprocity nevyžaduje žádné zvláštní požadavky, respektive aby bylo přijato v souladu

---

<sup>169</sup> Pozn. autora: Zde upozorňuji na nesoulad českého znění směrnice s anglickým zněním. Zatímco z anglického znění jasně vyplývá, že zmocnění valné hromady o využití pravidla reciprocity musí učiněno nejdříve 18 měsíců před zveřejněním rozhodnutí o učinění nabídky, české znění směrnice uvádí, že zmocnění musí být uděleno nejdříve 18 měsíců po zveřejnění rozhodnutí o učinění nabídky. Z logiky věci lze odchylku v českém znění považovat za zřejmou chybu překladu.

s pravidly platnými pro změnu stanov. Obdobně se pravidlo reciprocity uplatní s ohledem na pravidlo průlomu.

V tomto bodě je důležité pro kontext v krátkosti pojednat o charakteru pravidla neutrality a pravidla průlomu a důvodech, které vedly k přijetí článku 12 směrnice zejména s ohledem na pravidlo neutrality.

Článek 12 směrnice představuje nutný politický kompromis mezi členskými státy za účelem přijetí směrnice. Pravidlo neutrality i pravidlo průlomu ve svém důsledku zvyšují pravděpodobnost předložení nabídky převzetí a jejího úspěšného dokončení<sup>170</sup>, čímž přispívají k rozvoji aktivního trhu s korporátní kontrolou. Pravidlo neutrality eliminuje překážky nabídek převzetí, které vystávají po oznámení nabídky převzetí (*tzv. post-bid defensive measures*) a spočívají v adopci obranných mechanismů řídicím orgánem cílové společnosti. Pravidlo průlomu naproti tomu omezuje některé strukturální překážky nabídek převzetí, které existují před učiněním jakékoliv nabídky převzetí (*tzv. pre-bid defensive measures*).<sup>171</sup> Obě zmíněná pravidla, která jsou na základě článku 12 směrnice nepovinnými ujednáními směrnice, jsou přitom považovány za její klíčové aspekty, a to zejména s ohledem na jejich potenciál ke zvýšení aktivity na trhu s korporátní kontrolou v EU, což byl zřejmě primární cíl Komise.<sup>172</sup>

Pravidlo neutrality je výrazem liberálního přístupu k nabídkám převzetí, který je orientován ve prospěch akcionářů a má svůj původ v britské právní úpravě nabídek převzetí.<sup>173</sup> Komise se přiklonila k tomuto liberálnímu přístupu, což je dle mého názoru naprosto logické s ohledem na unijní zájmy v oblasti rozvoje vnitřního trhu a hlubší integraci kapitálového trhu. Zakotvení povinného pravidla neutrality se však, jak již bylo naznačeno, při projednávání směrnice setkala se silnou opozicí ze strany některých členských států, zejména Německa, zastávajících protekcionistický přístup k nabídkám převzetí, který roli řídicího orgánu při nabídce převzetí akcentuje.<sup>174</sup> V tomto kontextu je důležité poznamenat, že stanovení široké pravomoci řídicího orgánu cílové společnosti k přijímání obranných mechanismů činí společnost obecně odolnější

---

<sup>170</sup> CLERC, Christophe, DEMARIGNY, Fabrice, DE MANUEL, Mirzha, VALIANTE, Diego. 2012. op. cit. pozn. 51. S.201 a 203.

<sup>171</sup> WINTER, Jaap W., SCHANS CHRISTENSEN, Jan., GARRIDO GARCIA, José M., HOPT, Klaus J., RICKFORD, Jonathan., ROSSI, Guido., SIMON, Joelle. 2002. op. cit. 101. S.62.

<sup>172</sup> GATTI, Matteo. Optionality Arrangements and Reciprocity in the European Takeover Directive. [Online]. European business organization law review. 2005, roč. 6, č. 4, s. 553-579. [5.11.2023]. ISSN 1566-7529. Dostupné z: <https://doi.org/10.1017/S1566752905005537>. S.554- 556 a 562.

<sup>173</sup> PIHERA, Vlastimil. 2023. op. cit. pozn. 27. S. 256, marg. č. 885. Srov. PAPADOPOULOS, Thomas. 2010. op. cit. pozn. 28. S.126.

<sup>174</sup> PIHERA, Vlastimil. 2023. op. cit. pozn. 27. S.256, marg. č. 884.

vůči potencionálním nabídkám převzetí a může zprostředkovaně sloužit národním zájmům na ochraně „domácích“ společností před nepřátelskými nabídkami převzetí.<sup>175</sup>

Tento teoretický předpoklad byl s ohledem na pravidlo neutrality předmětem empirické studie *Rowoldta a Stakeho*.<sup>176</sup> Jedním z předmětů studie byl vzájemný vztah mezi existencí pravidla neutrality a otevřenosti trhu s korporátní kontrolou vůči nepřátelským nabídkám převzetí ze strany zahraničních společností, přičemž autoři na základě zkoumání 263 nepřátelských nabídek převzetí učiněných mezi roky 2000 a 2014 v Evropě a Severní Americe došli k závěru, že pravděpodobnost učinění přeshraniční nepřátelské nabídky převzetí pozitivně koreluje s existencí pravidla neutrality v dané jurisdikci. Ačkoliv na základě studie autorů nelze bez dalšího uzavřít, že pravidlo neutrality automaticky činí trh s korporátní kontrolou otevřenějším s ohledem na nepřátelské nabídky převzetí zejména proto, že pravděpodobnost nepřátelských nabídek převzetí může být ovlivněna řadou dalších jiných faktorů ať již právních nebo mimoprávních, je jejich závěr v souladu s teoretickým předpokladem. Uvedený závěr naznačuje, že rozhodnutí zákonodárců o přijetí pravidla neutrality v jednotlivých jurisdikcích může být relevantně ovlivněno jejich protekcionistickými zájmy.

Přesuneme-li se nyní k opodstatnění pravidla reciprocit v článku 12 odst. 3 směrnice, některé z výhrad členských států proti povinnému zakotvení pravidla neutrality spočívaly v tom, že se jím oslabí postavení unijních společností ve vztahu ke konkurenčním společnostem ze třetích států (zejm. USA)<sup>177</sup>, jejichž řídicí orgány se pravidlem neutrality zásadně držet nemusí.<sup>178</sup> Zjednodušeně řečeno bude pro společnosti ze třetích států jednodušší uskutečnit nabídku převzetí vůči unijním společnostem v důsledku povinnosti neutrality jejich řídicích orgánů, zatímco zahraniční společnosti, jejichž řídicí orgány jsou oprávněny k přijímání obranných mechanismů, budou tímto chráněny vůči unijním předkladatelům nabídek převzetí. Pravidlo reciprocit má v tomto teoretický potenciál tyto případné nerovnosti moderovat.

---

<sup>175</sup> MUKWIRI, Jonathan. Protectionism and the EU Market for Corporate Control: Is It Possible to Get the Best of Both Worlds?. [Online]. European company and financial law review. 2018, roč. 15, č. 2, s. 308-338. [cit. 17.2.2024]. ISSN 1613-2548. Dostupné z: <https://doi.org/10.1515/ecfr-2018-0011>. S. 310 – 311 a 315 – 316.; Srov. HABERSACK, Mathias. 2018. op. cit. pozn. 62. S. 3 – 5.

<sup>176</sup> ROWOLDT, Maximilian a STARKE, Dennis. 2016. op. cit. pozn. 75.

<sup>177</sup> CLARKE, Blanaid. The Takeover Directive: Is a Little Regulation Better Than No Regulation?. [Online]. European law journal: review of European law in context. 2009, roč. 15, č. 2, s. 174-197. [cit. 5.11.2023] ISSN 1351-5993. Dostupné z: <https://doi.org/10.1111/j.1468-0386.2008.00457.x>. S.194.

<sup>178</sup> DAVIES, Paul L., SCHUSTER, Edmund-Philipp, and Van De Walle DE GHELCKE, Emilie. op. cit. pozn. 43. S.6.



S ohledem na diskreci členských států v otázce transpozice pravidla neutrality může totožný problém nerovných podmínek pro učinění nabídky převzetí nastat mezi unijními společnostmi. Pravidlo reciprocit by tak teoreticky mělo zabránit tomu, aby společnosti, které uplatňují pravidlo neutrality, ať již ze zákona nebo dobrovolně, netrpěly ve svém důsledku konkurenční nevýhodou na unijním trhu s korporátní kontrolou vůči společnostem, které se pravidlem neutrality neřídí.<sup>179</sup>

Ve vztahu vůči třetím státům však znění pravidla reciprocit implikuje jisté interpretační potíže, a to formulací podmínky pro deaktivaci pravidla neutrality: „*pokud se stanou předmětem nabídky podané společností, která nepoužívá tato stejná ustanovení*“. Z logiky věci potencionální předkladatelé nabídky ze třetích států formálně nemohou být subjektem ustanovení směrnic EU.<sup>180</sup> Mám za to, že by se tato formulace měla vykládat s ohledem na účel pravidla reciprocit, a tedy v tom smyslu, že cílová společnost může využít pravidla reciprocit, pokud se daný předkladatel nabídky materiálně neřídí stejnými pravidly. To ovšem může být v určitých případech náročné posoudit.

Pravidlo reciprocit dále implikuje praktické potíže v případech, kdy je předkladatelů nabídky více, přičemž pouze jeden z nich neuplatňuje pravidlo neutrality.<sup>181</sup> Otázkou tedy je, zda je řídicí orgán cílové společnosti oprávněn na základě reciprocitní výjimky přijímat obranné mechanismy vůči oběma předkladatelům. Z hlediska účelu pravidla reciprocit vyplývá, že ochranné mechanismy nelze přijímat vůči předkladateli nabídky, který se pravidlem neutrality řídí. Řadu z obranných mechanismů však není možné separátně cílit pouze na vybrané předkladatele.

Teoretický pozitivní efekt z hlediska liberalizace trhu s korporátní kontrolou může mít pravidlo reciprocit v tom smyslu, že poskytuje motivaci společnostem, které mají zájem nabýt kontrolní podíl v jiné společnosti prostřednictvím nabídky převzetí, podřídit se dobrovolně pravidlu neutrality a přistoupit na liberálnější režim.<sup>182</sup> V takovém případě totiž nebudou čelit potenciálním obranným mechanismům přijímaným řídicím orgánem cílové společnosti na základě reciprocitní výjimky. Tento efekt je však částečně omezen tím, že dobrovolné rozhodnutí

---

<sup>179</sup> GATTI, Matteo. 2005. op. cit. pozn. 172. S.572.

<sup>180</sup> CLARKE, Blanaid. 2009. op. cit. pozn. 177. S.194, pozn.104.

<sup>181</sup> DAVIES, Paul L., SCHUSTER, Edmund-Philipp, and Van De Walle DE GHELCKE, Emilie. op. cit. pozn. 43. S.23.

<sup>182</sup> PAPADOPOULOS, Thomas. 2010. op. cit. pozn. 28. S.136.

společnosti o aplikaci pravidla neutrality je možné vrátit a potenciální předkladatel nabídky tak zakotvení pravidla neutrality může využívat účelově.<sup>183</sup>

Lze shrnout, že vzhledem k názorovým střetům mezi členskými státy směrnice o nabídkách nevyžaduje, aby členské státy transponovaly do svých vnitrostátních právních řádů povinnost neutrality řídicího orgánu cílové společnosti. Namísto toho se zavádí komplexní transpoziční a aplikační mechanismus. V první řadě je tedy na členských státech, zda budou po společnostech se sídlem na jejich území vyžadovat dodržování pravidla neutrality. Pokud členský stát nebude vyžadovat dodržování pravidla neutrality v rámci svého právního řádu, musí alespoň zajistit, aby tuto možnost měly jednotlivé společnosti.

Už zde je na pováženu, do jaké míry tento mechanismus harmonizuje právní řády členských států. Situace je o to komplikovanější tím, že členské státy mohou do svého právního řádu zahrnout pravidlo reciprocity, jehož aplikace je závislá na rozhodnutí valné hromady konkrétní společnosti. Ve svém důsledku tak existuje velké množství různých kombinací (ne)aplikace pravidla neutrality, což na první pohled nesevřídčí právní jistotu v kontextu unijní regulace nabídek převzetí. V následující podkapitole bude pojednáno o tom, jakým způsobem členské státy pravidlo neutrality do svých právních řádů transponovaly, což je vzhledem k široké paletě možností transpozice velmi zajímavým předmětem zkoumání.

#### 2.4. Transpozice pravidla neutrality členskými státy a národní protekcionismus

Zajímavou analýzu transpozice směrnice o nabídkách převzetí členskými státy s ohledem na pravidlo neutrality provedli *Davies, Schuster a de Chelcke*.<sup>184</sup> Závěrem jejich komparativní analýzy regulace pravidla neutrality jednotlivých členských států před a po transpozici směrnice je, že právní regulace pravidla neutrality v EU je po transpozici směrnice méně liberální vůči nabídkám převzetí, než tomu bylo před transpozicí.<sup>185</sup> Tento závěr je v přímém rozporu s původním záměrem Komise podpořit aktivitu na trhu s korporátní kontrolou v EU prostřednictvím harmonizace právních řádů v oblasti nabídek převzetí.<sup>186</sup>

Na základě údajů z roku 2010 zpracovaných *Daviesem, Schusterem a de Chelckem* celkem 19 z 27 členských států zakotvilo do svých vnitrostátních právních řádů povinné pravidlo neutrality čili bez možnosti jednotlivých společností učinit *opt-out*. Ve 14 z těchto členských států

---

<sup>183</sup> CLARKE, Blanaid. 2009. op. cit. pozn. 177. S.194.

<sup>184</sup> DAVIES, Paul L., SCHUSTER, Edmund-Philipp, and Van De Walle DE GHELCKE, Emilie. op. cit. pozn. 43.

<sup>185</sup> Tamtéž. S.50.

<sup>186</sup> Tamtéž. S.1.

však bylo pravidlo neutrality povinně uplatňováno již před transpozicí směrnice, a tedy transpozicí nedošlo s ohledem na zakotvení pravidla neutrality k žádné změně.

Pozitivní efekt z hlediska rozšíření povinného pravidla neutrality lze sledovat u 5 členských států<sup>187</sup>, které toto pravidlo zavedly nově. S výjimkou Finska se však jedná pouze o členské státy s velmi omezenou četností nepřátelských nabídek převzetí a malým podílem na celkové tržní kapitalizaci v EU.<sup>188</sup> Naproti tomu 5 členských států<sup>189</sup> s podstatně vyšším podílem na tržní kapitalizaci v EU obohatilo v rámci transpozice původní povinné pravidlo neutrality o pravidlo reciprocity<sup>190</sup>, čímž prakticky zvýšily okruh případů, ve kterých se pravidlo neutrality neuplatní. A konečně v případě Maďarska a Itálie došlo při transpozici směrnice ke změně z původně povinného pravidla neutrality na dobrovolné s možností společností učinit *opt-in*, přičemž z hlediska tržní kapitalizace tyto dvě jurisdikce k roku 2010 trojnásobně převažovaly nad zmíněnými 5 členskými státy, které nově zavedly povinné pravidlo neutrality.<sup>191</sup>

Možnost samotných společností dobrovolně přijmout pravidlo neutrality v jurisdikcích, kde se dispozitivně neaplikuje, má podle autorů analýzy zanedbatelný význam, když nenašli ani jeden případ společnosti, která by tuto možnost využila.<sup>192</sup> Na základě provedené analýzy transpozice pravidla neutrality tak *Davies, Schuster* a *de Chelcke* činí závěr, že v rámci transpozičního procesu došlo v EU k významnému odklonu od příznivosti regulace nabídek převzetí pro případné předkladatele nabídky.<sup>193</sup>

O tomto trendu svědčí i navazující vývoj regulace nabídek převzetí například ve Francii, která prvotně transponovala pravidlo neutrality jako povinné s reciprocitní výjimkou. V roce 2014 však došlo k novelizaci regulace nabídek převzetí, v jejímž rámci bylo povinné pravidlo neutrality zakotveno pouze v limitované podobě. Po novele je především možné, aby akcionáři francouzských společností zmocnili řídicí orgán společnosti k přijetí obranných mechanismů preventivně, tedy předtím, než se společnost stane terčem konkrétní nabídky převzetí.<sup>194</sup>

---

<sup>187</sup> Kypr, Finsko, Litva, Rumunsko a Malta.

<sup>188</sup> DAVIES, Paul L., SCHUSTER, Edmund-Philipp, and Van De Walle DE GHELCKE, Emilie. op. cit. pozn. 43. S.49.

<sup>189</sup> Francie, Řecko, Portugalsko, Slovinsko a Španělsko.

<sup>190</sup> DAVIES, Paul L., SCHUSTER, Edmund-Philipp, and Van De Walle DE GHELCKE, Emilie. op. cit. pozn. 43. S.50 a tabulka na S.52.

<sup>191</sup> Tamtéž. S.49.

<sup>192</sup> Tamtéž. S.27.

<sup>193</sup> Tamtéž. S.50.

<sup>194</sup> DAVIES, Paul, HOPT, Klaus, RINGE, Wolf-Georg 2017. op. cit. pozn. 29. S.216.

Zajímavým případem je překotný způsob transpozice pravidla neutrality v Itálii<sup>195</sup>, kde se před přijetím směrnice aplikovalo povinné pravidlo neutrality. Itálie nejprve v rámci transpozice směrnice zakotvila do svého právního řádu pravidlo neutrality jako dobrovolné. V roce 2009 však základě novelizace došlo k změně, v jejímž rámci si Itálie podržela možnost nepožadovat po italských společnostech povinnou aplikaci pravidla neutrality, nicméně zakotvila pravidlo neutrality jako dispozitivně aplikované s možností akcionářů společnosti prostřednictvím změny stanov rozhodnout jinak. Jedná se tedy z mého pohledu o velmi zajímavou alternativu k současnému režimu pravidla neutrality ve směrnici o nabídkách převzetí.

Pro úplnost uvádím, že pravidlo průlomu, které adresuje některé strukturální překážky nabídek převzetí, bylo transponováno pouze ve třech členských státech a to Estonsku, Litvě a Lotyšsku.<sup>196</sup> Maďarsko ve svém právní řádu před transpozicí směrnice jistou částečnou formu pravidla průlomu zavádělo, v rámci transpozice od pravidla průlomu však upustilo zcela.<sup>197</sup>

## 2.5. Zhodnocení naplnění harmonizačních cílů směrnice v otázce pravidla neutrality

Základním účelem směrnice o nabídkách převzetí je harmonizovat právní řády členských států v oblasti nabídek převzetí s cílem dosažení svobody usazování a podpory volného pohybu kapitálu v EU. Harmonizací zde přitom rozumíme sblížení právních řádů členských států, jímž se eliminují překážky výkonu svobody usazování nebo volného pohybu kapitálu plynoucí z rozdílů v těchto právních rádech.

Ačkoliv směrnice v řadě aspektů právní regulace nabídek převzetí plní svůj harmonizační cíl, není tomu tak u pravidla neutrality. Důvodem je zejména politický kompromis v podobě zařazení pravidla neutrality jako nepovinného ujednání směrnice. Členským státům je s ohledem na transpozici pravidla neutrality ponechána značná diskrece. Ve svém důsledku je tak harmonizační efekt směrnice v otázce pravidla neutrality závislý na vůli zákonodárců jednotlivých členských států, respektive zejména na tom, do jaké míry bude vůle těchto zákonodárců shodná. Tím se nemění mnohé oproti stavu před přijetím směrnice.

---

<sup>195</sup> DAVIES, Paul L., SCHUSTER, Edmund-Philipp, and Van De Walle DE GHELCKE, Emilie. op. cit. pozn. 43. S.32 a 35.

<sup>196</sup> EUROPEAN COMMISSION. 2012. op. cit. pozn. 147.

<sup>197</sup> COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT. Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids – SEC (2007) 268. 21.2.2007. [online]. Brusel. [cit.10.11.2023]. Dostupné z: <https://www.icjce.es/images/pdfs/TECNICA/B1%20-%20Comisi%C3%A3n%20Europea/B.1.21%20-%20CE%20-%20DSyGC%20-%20Moderniz%20legis/Report%20re%20Implem%20directive%20Takeover%20Bids%20-%2021022007.pdf>. S.7.

Okruh právních režimů pravidla neutrality, do kterých se mohou recipienti předmětných právních norem teoreticky dostat, je velmi různorodý. Členské státy mohou v první řadě rozhodnout o tom, zda se bude v rámci jejich jurisdikce pravidlo neutrality aplikovat povinně či dispozitivně nebo vůbec s možností jednotlivých společností pravidlo neutrality přesto přijmout. Tyto základní režimy je následně možné obohacovat řadou dalších myslitelných modifikací. Celý transpoziční a aplikační režim pravidla neutrality v EU je nadto rozšířen o možnost členských států zakotvit do vnitrostátní právní úpravy pravidlo recipacity, jehož aplikace je v případě jeho předvídání vnitrostátním právem na rozhodnutí valných hromad příslušných společností.

Takový režim má podle mého názoru pouze velmi omezený potenciál k odstraňování překážek plynoucích z rozdílů mezi právními řády členských států, kterými jsou například zvýšené transakční náklady přeshraničního výkonu svobody usazování prostřednictvím nabídek převzetí a právní nejistota subjektů, které mají v úmyslu svobodu usazování touto formou vykonávat. Současně se tímto režimem jen velmi omezeně koordinují záruky na ochranu společníků i třetích osob, jak vyplývá z právního základu směrnice.

Evropská Komise harmonizací právních řádů v oblasti nabídek převzetí dále zamýšlela podpořit trh s korporátní kontrolou v EU, který na základě některých ekonomických teorií může přispět její ekonomické prosperitě a konkurenceschopnosti. Pravidlo neutrality je pravidlem, které ze své podstaty odstraňuje některé překážky učinění nabídky převzetí a jejího úspěšného dokončení, a má tedy potenciál podpořit aktivitu na trhu s korporátní kontrolou. S ohledem na spíše protekcionistický způsob transpozice pravidla neutrality členskými státy, který ve svém důsledku zapříčil ještě menší otevřenost unijních společností vůči nepřátelským nabídkám převzetí oproti stavu před přijetím směrnice, nelze uzavřít jinak než že ani tento záměr směrnice nenaplnuje.

Dílním závěrem této práce tedy je, že právní úprava pravidla neutrality ve směrnice není vyhovujícím instrumentem harmonizace právních řádů členských států EU a směrnice o nabídkách převzetí v otázce pravidla neutrality nenaplnuje zamýšlené harmonizační cíle.

Klíčovou otázkou z hlediska této práce a její výzkumné otázky dále je, zda má pravidlo neutrality své opodstatnění z hlediska corporate governance. Jinými slovy, zda je pravidlo neutrality vhodným nástrojem k úpravě problémů corporate governance, které vyvstávají v kontextu nabídek převzetí. Analýza této otázky je předmětem následující kapitoly.

### **3. Opodstatnění pravidla neutrality z pohledu corporate governance a potřeba jeho harmonizace**

Na podkladě analýzy pravidla neutrality ve směrnici o nabídkách převzetí a závěru o jeho neúspěšné harmonizaci se nyní přesouváme do stěžejní části této práce, která bude věnována posouzení opodstatnění pravidla neutrality z pohledu corporate governance a zkoumání potřeby jeho harmonizace na úrovni EU.

Odhlédneme-li od potencionálního pozitivního vlivu pravidla neutrality na posílení ekonomické integrace EU prostřednictvím aktivnějšího trhu s korporátní kontrolou v EU, je dle mého názoru nezbytným předpokladem zařazení pravidla neutrality do případné revidované směrnice jeho opodstatnění z hlediska corporate governance. V druhé podkapitole tedy s vlastní reflexí představím obecné argumenty pro a proti pravidlu neutrality z pohledu corporate governance vyplývající z odborné literatury.

Třetí podkapitola bude věnována potřebnosti harmonizace pravidla neutrality v EU s ohledem na některé specifické rysy unijního trhu s korporátní kontrolou a stavu korporátního práva v EU.

Závěry vyplývající z této kapitoly následně poslouží jako základ pro analýzu alternativních způsobů harmonizace pravidla neutrality v EU ve čtvrté kapitole této práce.

#### **3.1. Tlak na akceptaci nabídky jako status quo**

Pro pochopení dynamiky vztahů mezi akcionáři a řídicím orgánem cílové společnosti při nabídce převzetí je v prvé řadě nutné vymezit problém plynoucí z koordinačních problémů akcionářů cílové společnosti, který vytváří *a priori* tlak na akcionáře k akceptaci předložené nabídky převzetí.

Předkladatel v rámci nabídky převzetí zpravidla nabídne stávajícím akcionářům společnosti za jejich akcie vyšší cenu, než je jejich tržní cena v době učinění nabídky. V opačném případě by akcionáři neměli motivaci k prodeji svých akcií prostřednictvím akceptace nabídky převzetí. Už v tomto bodě tzv. *premium*, tvořené rozdílem mezi nabídkovou cenou a aktuální tržní cenou akcie, představuje jistou výhodu pro akcionáře společnosti, kteří jsou adresáty nabídky.

Tato nabídka však nemusí být pro akcionáře skutečně výhodná. Tržní ani nabídková cena akcií totiž nemusí reflektovat inherentní hodnotu účasti ve společnosti v okamžiku učinění nabídky, neboť trh, respektive předkladatel nabídky, akcie podhodnocuje. Důvodem podhodnocení akcie může být například existence skutečností, na jejichž základě lze předpokládat,

že tržní cena akcie v budoucnu stoupne a akcionář nezcižením svých akcií bude v budoucnu realizovat vyšší zisk, než je výše prémie nabízená předkladatelem. Tyto skutečnosti přitom nejsou účastníkům trhu známy nebo jimi nejsou reflektovány odpovídajícím způsobem. Tento problém se prohlubuje v důsledku vysokých nákladů individuálních akcionářů na posouzení adekvátnosti nabídkové ceny a problému informační asymetrie.<sup>198</sup> Samotná existence a rozsah tohoto problému přitom závisí na efektivitě trhu. Pokud totiž věříme, že trh je absolutně efektivní, není možné hovořit o „podhodnocení“ nebo „nahodnocení“ ceny akcií.

Individuální akcionář při rozhodování o nabídce převzetí čelí nebezpečí, že pokud neakceptuje nabídku, zatímco ostatní akcionáři v dostatečném počtu své akcie v rámci nabídky převzetí prodají, a tedy dojde k ovládnutí cílové společnosti, zůstane akcionáři méně hodnotná a méně likvidní akcie představující minoritní podíl v nově ovládané společnosti. Vzhledem k tomu, že individuální akcionáři neznají rozhodnutí ostatních akcionářů, lze mít za to, že jejich optimální strategií bude předpokládat úspěšnost nabídky převzetí a tuto nabídku akceptovat, přestože o její adekvátnosti mohou mít své pochybnosti.<sup>199</sup>

Z uvedené teoretické úvahy plyne riziko, že akcionáři budou *a priori* akceptovat třeba i suboptimální nabídku.<sup>200</sup> Takový jev můžeme považovat za ekonomicky neefektivní, při němž dochází k neodůvodněnému snížení hodnoty účasti akcionářů ve společnosti. Problém tlaku na akceptaci nabídky může eliminovat řídicí orgán společnosti přijetím obranných mechanismů, čímž zabrání učinění suboptimální nabídky převzetí. Nejedná se však o jediný možný způsob řešení tohoto problému.

Jedním z možných alternativních řešení je zákonem stanovená možnost akcionářů, kteří své akcie v rámci nabídky převzetí neprodají, prodat své akcie po uskutečnění převzetí za spravedlivých podmínek. Akcionář za těchto podmínek není nucen porovnávat nabídnuté premium s hodnotou vlastnictví levnější a méně likvidní akcie v nově ovládané společnosti, protože má k dispozici možnost prodeje akcie za spravedlivých podmínek i po uskutečnění úspěšné nabídky převzetí.

---

<sup>198</sup> DAVIES, Paul, HOPT, Klaus, RINGE, Wolf-Georg 2017. op. cit. pozn. 29. S.224-225.

<sup>199</sup> CLERC, Christophe, DEMARIGNY, Fabrice, DE MANUEL, Mirzha, VALIANTE, Diego. 2012. op. cit. pozn. 51. S.134-137.

<sup>200</sup> LIPTON, Martin. Takeover Bids in the Target's Boardroom. [Online]. The Business lawyer. 1979, roč. 35, č. 1, s. 101-134. [cit. 2.12.2023]. ISSN 0007-6899. S. 114. Dostupné z: <https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/busl35&i=137>. S.114. Srov. PAPADOPOULOS, Thomas. 2010. op. cit. pozn. 28. S.123.

Takovým pravidlem je typicky pravidlo povinné nabídky převzetí v článku 5 směrnice o nabídkách převzetí. Povinnost učinit nabídku převzetí však podle článku 5 odst. 2 směrnice nevznikne, pokud došlo k ovládnutí společnosti na základě dobrovolné nabídky převzetí všem držitelům cenných papírů na všechny cenné papíry v jejich držení. Akcionáři, který ve společnosti zůstal, v takovém případě zbývá pouze využití tzv. *práva sell-outu* podle článku 16 směrnice. Aby však byl akcionář oprávněn požadovat odkup svých akcií, musí předkladatel po dokončení nabídky převzetí disponovat minimálně 90%, respektive 95%, podílem na základním kapitálu společnosti a totožným procentem hlasovacích práv.

Problém akcionářů plynoucí z popsaného tlaku na akceptaci nabídky jako důsledku jejich koordinačních problémů tak není zcela vyřešen a pravomoc řídicího orgánu přijímat obranné mechanismy vůči domnělým suboptimálním nabídkám převzetí může fungovat jako nástroj ochrany akcionářů. Problémem samozřejmě zůstává, že řídicí orgán vedený vlastními oportunistickými motivacemi nemusí obranné mechanismy přijímat pouze vůči neadekvátním nabídkám, ale rovněž vůči nabídkám, které jsou pro akcionáře výhodné.

Na tomto podkladě se nyní přesuneme k pojednání o vybraných argumentech svědčících pro a proti pravomoci řídicího orgánu k přijímání obranných mechanismů.

### **3.2. Výhody a nevýhody pravidla neutrality z pohledu corporate governance**

Jak již bylo řečeno, pravidlem neutrality se omezují některé pravomoci řídicího orgánu cílové společnosti v rozsahu nezbytném k zajištění možnosti akcionářů rozhodnout o podstatě nabídky. Zda je však upozadění role řídicího orgánu cílové společnosti při nabídce převzetí vhodné z hlediska corporate governance je předmětem diskusí.<sup>201</sup> Stěžejní otázkou při úvaze nad pravidlem neutrality přitom je, do jaké míry by měl být řídicí orgán cílové společnosti oprávněn k blokování nabídky převzetí.<sup>202</sup> Obě z variant, tedy jak čistě akcionářské rozhodování o nabídce převzetí, tak možnost řídicího orgánu ze své působnosti nabídku převzetí ovlivnit, mají své výhody a nevýhody.

---

<sup>201</sup> ENRIQUES, Luca, GILSON, R. J., PACCES, A. M. 2014. op. cit. pozn. 3. S. 86.

<sup>202</sup> BEBCHUK, Lucian Arye. The Case against Board Veto in Corporate Takeovers. [Online]. The University of Chicago law review. 2002, roč. 69, č. 3, s. 973-1035. [cit. 20.2.2024]. ISSN 0041-9494. Dostupné z: <https://doi.org/10.2307/1600639>. S. 974.



### 3.2.1. Argumenty pro pravidlo neutrality z pohledu corporate governance

V rámci této podkapitoly bude pojednáno o dvou kategorických výhodách pravidla neutrality z pohledu corporate governance, a to nejprve o pravidlu neutrality jako nástroji moderace nákladů zastoupení mezi akcionáři cílové společnosti a jejím řídicím orgánem, které plynou ze střetu zájmů těchto subjektů při nabídce převzetí. Následně bude pojednáno o pravidlu neutrality jakožto nástroji corporate governance, který umožňuje působení disciplinární funkce nabídek převzetí jako externího mechanismu corporate governance.

#### 3.2.1.1. Náklady zastoupení a střet zájmů mezi řídicím orgánem a akcionáři

Většina argumentů ve prospěch pravidla neutrality svou podstatou vyplývá z premisy, že členové řídicího orgánu cílové společnosti čelící nabídce převzetí se nacházejí v inherentním střetu zájmů a v důsledku tohoto střetu zájmů nebudou postupovat v souladu se standardem, který musí při výkonu funkce dodržovat.

Zájem členů řídicího orgánu cílové společnosti se totiž při nabídce převzetí v teoretické rovině intenzivněji rozchází se zájmy, které jsou chráněny příslušným standardem, zejména tedy se zájmem akcionářů společnosti. Je tomu tak zejména proto, že potencionální změna kontroly v cílové společnosti prostřednictvím úspěšné nabídky převzetí ohrožuje funkce členů řídicího orgánu cílové společnosti. Tento pravděpodobný důsledek úspěšné nabídky převzetí vyvolává nebezpečí, že řídicí orgán cílové společnosti bude při rozhodování sledovat své vlastní zájmy namísto zájmů, který velí sledovat konkrétní standard výkonu funkce.

Optikou teorie zastoupení dochází k nesouladu zájmů mezi zastoupenými akcionáři a členy řídicího orgánu cílové společnosti jakožto jejich zástupci, což plodí náklady zastoupení.<sup>203</sup> Zatímco předpokládaným zájmem akcionářů cílové společnosti bude maximalizace jejich blahobytu, a tedy přijetí takové nabídky, která minimálně odpovídá nebo spíše převyšuje hodnotu spočívající ve vlastnictví akcií, členové řídicího orgánu cílové společnosti mají motivace k oportunistickému blokování nabídky, ačkoliv by nabídka mohla být pro akcionáře výhodná.<sup>204</sup>

V některých jiných případech mohou být členové řídicího orgánu naopak motivováni k podpoře pro akcionáře nevýhodné nabídky, neboť jim změna kontroly přinese jiné osobní

---

<sup>203</sup> DAVIES, Paul, HOPT, Klaus, RINGE, Wolf-Georg 2017. op. cit. pozn. 29. S.207.

<sup>204</sup> BEBCHUK, Lucian Arye. 2002. op. cit. pozn. 202. S.991.

výhody, jimiž jsou například významné odměny při ztrátě funkce nebo příslib zvláštního postavení v cílové společnosti po převzetí ze strany předkladatele nabídky.<sup>205</sup>

Uvedené motivace členů řídicího orgánu cílové společnosti představují riziko, že tito členové nebudou svou funkci vykonávat v souladu se zákonným standardem výkonu funkce, čímž mohou způsobit újmu akcionářům cílové společnosti, potažmo cílové společnosti jako celku. Tento inherentní nesoulad zájmů řídicího orgánu cílové společnosti se zájmy jejich akcionářů v kontextu nabídky převzetí je tak hlavním argumentem pro zakotvení pravidla neutrality.

Případný střet zájmů člena řídicího orgánu obchodní korporace při výkonu funkce je přitom adresován alespoň v české právní úpravě i obecnými normami korporátního práva, které pro tento případ stanoví zvláštní postup podle ustanovení § 54 an. ZOK. V těchto případech je člen řídicího orgánu povinen preventivně informovat jiný orgán obchodní korporace, a to dozorčí radu, respektive valnou hromadu, který může na vymezenou dobu pozastavit členovi řídicího orgánu výkon funkce, aby v důsledku jednání ve střetu zájmu nedošlo k újmě obchodní korporace. Zákonodárce tímto předvídá, že v určitých situacích má člen řídicího orgánu faktické motivace jednat v rozporu s péčí řádného hospodáře, například právě proto, že „řešení určité záležitosti [obchodní korporace] může mít dopady i pro člena voleného orgánu“<sup>206</sup>, a proto jeho působnost omezuje.

Problém střetu zájmů členů řídicího orgánu cílové společnosti při přijímání obranných mechanismů vůči nabídce převzetí zdůrazňuje i *Hopt*, když tvrdí, že obdobně jako u jiných střetů zájmů je lepší odejmout rozhodovací pravomoci subjektu, který se ve střetu zájmu nachází.<sup>207</sup> S tímto názorem se ztotožňuji a dodávám, že potřeba preventivní regulace střetu zájmů oproti *ex post* posuzování souladu chování se standardem výkonu funkce je o to naléhavější v kontextu nabídek převzetí, neboť zde je soudní přezkum problematický. K problematice regulace přijímání obranných mechanismů řídicím orgánem v rámci obecného standardu výkonu funkce a jeho *ex ante* posuzování soudem odkazují na výklad v podkapitole 2.1.

Nabízí se otázka, zda by k omezení oportunistických motivací členů řídicího orgánu nemohly sloužit i jiné méně invazivní strategie corporate governance než pravidlo neutrality. Již bylo krátce pojednáno o tom, že jednání členů řídicích orgánů cílových společností v USA vůči nabídce převzetí je pravděpodobně ovlivněno nastavením jejich odměňovacích režimů, kdy tito

---

<sup>205</sup> DAVIES, Paul, HOPT, Klaus, RINGE, Wolf-Georg 2017. op. cit. pozn. 29. S.208.

<sup>206</sup> PATĚK, Daniel. 2021. op. cit. pozn. 6. S.185.

<sup>207</sup> HOPT, Klause J. 2014. op. cit. pozn. 153. S.262.

členové mohou při ukončení své funkce v důsledku úspěšné nabídky převzetí inkasovat speciální finanční odměny.<sup>208</sup> Tento způsob působení na motivace řídicího orgánu cílové společnosti však neshledávám vhodným řešením.

Stěžejní problém shledávám v tom, že nově jsou motivace členů řídicího orgánu ovlivněny stanoveným odměňovacím režimem, který v konkrétním případě může i nemusí být v souladu se zájmy akcionářů, respektive cílové společnosti jako celku. Určit odpovídající výši finanční kompenzace, která by neutralizovala střet zájmů členů řídicího orgánu je dle mého názoru v podstatě nemožné. Příliš vysoké kompenzace by dokonce motivovaly členy řídicího orgánu k aktivní podpoře jakékoliv nabídky převzetí nezávisle na její výhodnosti, čímž by došlo rovněž k omezení jejich motivace k efektivnímu řízení společnosti.

Možnou alternativou k mitigaci střetu zájmů členů řídicího orgánu v kontextu nabídky převzetí jsou pravidla, která do rozhodovacího procesu zapojují určitou nezávislou třetí osobou, která předmětným střetem zájmů netrpí (*tzv. trusteeship strategy*).<sup>209</sup> Do rozhodování lze zapojit zejména členy některého z orgánů společnosti, u nichž lze vzhledem k jejich postavení a funkci předpokládat, že střetem zájmů netrpí, a jsou v tomto směru nezávislí. V českém právním prostředí by se v dualistickém systému organizační struktury akciové společnosti jednalo zejména o členy dozorčí rady nebo například o tzv. nezávislé členy správní rady v případě monistického systému.<sup>210</sup>

Příkladem tohoto přístupu je zapojení dozorčí rady do rozhodování o přijetí obranných mechanismů v Německu, kde je statutární orgán společnosti oprávněn k přijímání obranných opatření se souhlasem dozorčí rady.<sup>211</sup> Jak však podotýká *Davies a spol.*, efektivita tohoto řešení velmi záleží na skutečné nezávislosti členů dozorčí rady, přičemž mimo jiné poukazuje na problém kodeterminace, kdy člen dozorčí rady zvolený zaměstnanci bude mít tendence k preferenci postoje členů řídicího orgánu o nabídce převzetí, neboť jejich zájmy se teoreticky budou spíše protínat se zájmy zaměstnanců.<sup>212</sup>

---

<sup>208</sup> DAVIES, Paul. 2015. op. cit. pozn. 55. S.561.

<sup>209</sup> Zde vycházím z teoretického vymezení právních strategií, kterými lze omezit náklady zastoupení podle: HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier a ARMOUR, John 2017. op. cit. pozn. 11. S.30 an.

<sup>210</sup> K nezávislým členům správní rady blíže: HAVEL, Bohumil. 2022. Kapitola 4.5. [Nezávislí členové správních orgánů]. op. cit. pozn. 17.

<sup>211</sup> Ustanovení § 33 odst. 1 WpÜG; DAVIES, Paul, HOPT, Klaus, RINGE, Wolf-Georg 2017. op. cit. pozn. 29. S.219.

<sup>212</sup> DAVIES, Paul, HOPT, Klaus, RINGE, Wolf-Georg 2017. op. cit. pozn. 29. S.220.

Pro využití strategie zapojení nezávislých členů některého z orgánu společnosti do rozhodování o přijetí obranných mechanismů je stěžejní vymezení této „nezávislosti“. Soubor charakteristických prvků nezávislosti musí zejména zajistit, že tito nezávislí členové obdobným střetem zájmů trpět nebudou. Zvláštnímu zřeteli při vymezování požadavku nezávislosti by předně neměly uniknout podmínky pro povolávání a odvolávání těchto nezávislých členů z funkce. V této souvislosti *Habersack* v kontextu předestřené německé právní úpravy uvádí, že členové dozorčí rady mohou mít stejnou obavu z jejich nahrazení v případě úspěšné nabídky převzetí jako členové statutárního orgánu,<sup>213</sup> a jejich motivace tak mohou být ovlivněny totožným způsobem jako motivace členů statutárního orgánu.

S obdobným prvkem corporate governance limitujícím střet zájmů členů řídicího orgánu společnosti se nicméně v rámci nabídek převzetí setkáváme i v USA, kde jsou řídicí orgány kótovaných společností začasť ve vysokém počtu personálně obsazovány tzv. nezávislými členy.<sup>214</sup>

Způsobilst tohoto řešení spočívá na konkrétních podmínkách výkonu funkce a právním postavení těchto nezávislých členů podle korporátního práva příslušné jurisdikce. Vzhledem k tomu, že v této otázce mohou mít značnou diskreci při tvorbě vlastního systému corporate governance samotné společnosti, lze mít z regulatorního pohledu pochyby o obecné způsobilosti tohoto řešení neutralizovat problém střetu zájmu řídicího orgánu při nabídce převzetí. Z pohledu unijního práva je takové řešení dle mého názoru nevhodné, pokud nebude zajištěna obdobná odpovídající úroveň nezávislosti příslušných členů orgánu společnosti ve všech jurisdikcích. Současň mám za to, že aby toto řešení bylo funkční, musí příslušní členové orgánu společnosti disponovat rovněž odpovídající erudovaností, aby jejich posouzení vhodnosti přijetí obranných mechanismů bylo dostatečně spolehlivým.

Vycházíme-li tedy z toho, že členové řídicího orgánu cílové společnosti trpí při rozhodování o použití obranných mechanismů inherentním střetem zájmů a jednání členů řídicího orgánů je v důsledku tohoto střetu zájmů na újmu zájmu obchodní korporace a jejich akcionářů, zdá se, že pravidlo neutrality nemá z hlediska jeho účinnosti a spolehlivosti zcela relevantní substituční řešení v rámci corporate governance.

---

<sup>213</sup> HABERSACK, Mathias. 2018. op. cit. 62. S.18.

<sup>214</sup> DAVIES, Paul, HOPT, Klaus, RINGE, Wolf-Georg 2017. op. cit. pozn. 29. S.220. Srov. DAVIES, Paul. 2015. op. cit. pozn. 55. S.561.

### 3.2.1.2. Disciplinární funkce nabídek převzetí

Další argumentem pro zavedení pravidla neutrality je disciplinární funkce nabídek převzetí. Disciplinární funkce nabídek převzetí je externím mechanismem corporate governance, který působí na výkonnost členů řídicího orgánu cílové společnosti nezávisle na jejím interním nastavení corporate governance.<sup>215</sup> Pokud řídicí orgán nebude řídit společnost efektivně a cena akcií cílové společnosti nebude reflektovat její potenciál, bude cílová společnost atraktivním cílem pro případného překladače nabídky, který může po úspěšném převzetí kontroly ve společnosti těžit z realizace jejího potenciálu.<sup>216</sup> Řízení společnosti řídicím orgánem tak v podstatě podléhá tržním mechanismům.

Disciplinární funkce přitom nemá svůj význam pouze v této finální fázi, kdy dochází k nahrazení neefektivních členů řídicího orgánu po změně kontroly ve společnosti, ale působí i preventivně, neboť členové řídicího orgánu jsou si již během výkonu své funkce vědomi potenciality nabídky převzetí v případě neefektivity jejich řízení a jsou tímto motivováni k zefektivnění řízení a správy společnosti.<sup>217</sup> Z hlediska teorie zastoupení tímto disciplinární funkce přispívá ke sladění motivací členů řídicího orgánu se zájmy akcionářů a omezují se tím náklady zastoupení.

Disciplinární funkce je značně limitována v případě, kdy má řídicí orgán společnosti pravomoci k přijímání obranných mechanismů, neboť jeho členové jsou schopni i přes suboptimální řízení společnosti uchránit svoje funkce prostřednictvím znemožnění změny kontroly. Pravidlo neutrality tímto posiluje roli nabídek převzetí jako externího mechanismu corporate governance. Pozitivní efekt nabídek převzetí na kvalitu řízení společnosti a výkonnosti řídicího orgánu akcentuje i Komise.<sup>218</sup>

Základním předpokladem proto, aby trh s korporátní kontrolou plnil svou disciplinární funkci je však pozitivní korelace mezi neefektivitou řízení společnosti a tržní cenou akcie.<sup>219</sup> Disciplinární funkce tedy svým způsobem předvídá efektivní trh, jehož komponentem je, že „*všechny dostupné informace jsou plně reflektovány v tržní ceně akcie*“.<sup>220</sup> Do jisté míry tak

---

<sup>215</sup> PAPAPOULOS, Thomas. 2010. op. cit. pozn. 28. S.108.

<sup>216</sup> EASTERBROOK, Frank H. a FISCHER, Daniel R. 1981. op. cit. pozn. 56. S. 1173 - 1174.

<sup>217</sup> Tamtéž.

<sup>218</sup> COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT. 2007. op. cit. pozn. 197. S.3.

<sup>219</sup> MANNE, Henry G.1965. op. cit. pozn. 58. S. 112.

<sup>220</sup> CLARKE, Blanaid J. Where was the 'Market for Corporate Control' when we Needed it?. [online]. The University College Dublin. 2009. UCD Working Papers in Law, Criminology & Socio-Legal Studies Research Paper No. 23/2009. [cit. 20.2.2024]. Dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=1524785>. S.3.

disciplinární funkce trhu závisí na úrovni informovanosti účastníků trhu včetně akcionářů cílové společnosti a jejich způsobilosti dostupné informace správně interpretovat a reflektovat ve svém investičním rozhodování.<sup>221</sup> K informovanosti účastníků trhu může přispět odpovídající kvalita, rozsah a srozumitelnost periodických i průběžných informačních povinností kótovaných společností. Informační povinnosti těchto společností přitom v intencích unijního práva obecně upravuje zejména směrnice o transparentnosti<sup>222</sup> a nařízení MAR.<sup>223</sup> Lze se však domnívat, že samotná dostupnost dostatečného množství relevantních informací není sto efektivitu trhu zajistit, pokud tyto informace nebudou účastníky trhu reflektovány odpovídajícím způsobem.

Empirické zkoumání korelace mezi neefektivitou řízení a tržní cenou akcie je přitom složité, protože pokles ceny akcií může být zapříčiněn řadou dalších faktorů do jisté míry nezávislých na efektivitě řízení společnosti. Současně není jednoduché definovat efektivní a neefektivní úroveň řízení společnosti pro účely zkoumání této korelace. I proto se můžeme v odborné literatuře setkat s kritikou efektivy disciplinární funkce.<sup>224</sup>

V této souvislosti například *Clarke* poukazuje na některé problémy skutečného fungování disciplinární funkce na podkladě empirických studií týkajících se tržních selhání, jež stály u zrodu finanční krize v roce 2008.<sup>225</sup> Vedle problémů týkajících se informovanosti akcionářů společností a jejich iracionálního investičního rozhodování *Clarke* poukazuje na některé problémy na straně předkladatele nabídky spočívající v tom, že aby předkladatel nabídky převzetím disciplinoval neefektivní řídicí orgán společnosti musí být nejprve schopen odhalit neefektivitu řízení a dále být dostatečně sebevědomý v jeho způsobilosti realizovat zisk prostřednictvím změn v personálním obsazení řídicího orgánu a zefektivnění řízení společnosti.<sup>226</sup> V krajních případech pak velmi špatně řízené společnosti mohou potenciálního předkladatele nabídky odradit, neboť taková transakce je příliš riskantní.<sup>227</sup>

---

<sup>221</sup> Tamtéž. S.4-6 a 8.

<sup>222</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/109/ES ze dne 15. prosince 2004 o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, a o změně směrnice 2001/34/ES. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [cit. 20. 2. 2024]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/>.

<sup>223</sup> Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014 ze dne 16. dubna 2014 o zneužívání trhu (nařízení o zneužívání trhu) a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES a směrnic Komise 2003/124/ES, 2003/125/ES a 2004/72/ES. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [cit. 20. 2. 2024]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/>.

<sup>224</sup> CLARKE, Blanaid J. 2009. op. cit. pozn. 220.; Srov. HABERSACK, Mathias. 2018. op. cit. 62. S.15.

<sup>225</sup> CLARKE, Blanaid J. 2009. op. cit. pozn. 220.

<sup>226</sup> Tamtéž. S.10.

<sup>227</sup> Tamtéž. S.11.

Dále *Habersack* poukazuje na diskutabilní způsobilost tržních cen akcií reflektovat kvalitu řízení společnosti, a tím odměňovat „dobré“ řízení společnosti a trestat „špatné“. Tento předpoklad se podle něj alespoň na německém trhu nenaplnil. Současně poukazuje na problém, že disciplinární funkce nabídek převzetí, která implikuje hrozbu nabídky převzetí při poklesu ceny akcií, může motivovat členy řídicích orgánů k preferenci krátkodobých opatření za účelem zvýšení tržní ceny akcie na úkor dlouhodobých investic do společnosti.<sup>228</sup> O tomto aspektu bude pojednáno ve větším detailu dále v podkapitole 3.2.2.3. v rámci posouzení argumentů proti zakotvení pravidla neutrality.

Přes uvedené výtky se zdá, že role disciplinární funkce nabídek převzetí není v celkovém kontextu corporate governance zcela zanedbatelná.<sup>229</sup> Její význam nicméně závisí na podmínkách daného trhu a efektivitě ostatních nástrojů corporate governance v otázce monitoringu řízení společnosti a disciplinování členů jejího řídicího orgánu.

V neposlední řadě může mít disciplinární funkce odlišný význam s ohledem na specifika jednotlivých společností a odvětví, ve kterém operují. Proto se zdá nevhodné v otázkách disciplinování členů řídicího orgánu spoléhat výlučně na disciplinární funkci nabídek převzetí. Z regulatorního pohledu se však jedná o relativně nízkonákladový nástroj k pozitivnímu ovlivňování corporate governance kótovaných společností, a proto může sloužit jako vhodné doplnění jiných nástrojů corporate governance. Těmito jinými nástroji jsou zejména interní nástroje corporate governance, jimiž jsou vedle vhodného vymezení působnosti a stanovení způsobu obsazování orgánů společnosti prostřednictvím korporátního práva například problematika odměňování členů řídicích orgánů nebo politika podpory angažovanosti akcionářů na řízení společnosti, která může posílit výkon kontroly řízení společnosti ze strany akcionářů.<sup>230</sup>

*Davies a spol.* však tvrdí, že interní mechanismy corporate governance budou obecně zřídka kdy postačovat k zajištění odpovídající disciplinovanosti členů řídicího orgánu a že hrozba nepřátelské nabídky převzetí stále zůstává nejefektivnějším mechanismem corporate governance v tomto kontextu.<sup>231</sup> Toto tvrzení je nicméně třeba vnímat kontextuálně s ohledem na jurisdikce

---

<sup>228</sup> HABERSACK, Mathias. 2018. op. cit. 62. S.15.

<sup>229</sup> HOPT, Klause J. 2014. op. cit. pozn. 153. S.267–268.

<sup>230</sup> WYMEERSCH, Eddy O. A New Look at the Debate About the Takeover Directive. [online]. Ghent University, Financial Law Institute Working Paper No. 2012-05. 2012. [cit. 20.2.2024]. Dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=1988927>. S.12-15.

<sup>231</sup> DAVIES, Paul, HOPT, Klaus, RINGE, Wolf-Georg 2017. op. cit. pozn. 29. S.239.

jako USA a Velkou Británií, které jsou typické roztržštěnou vlastnickou strukturou kótovaných společností.

Z výše uvedeného lze však v obecnosti dovodit, že disciplinární funkce nabývá na důležitosti v situacích, kdy interní mechanismy corporate governance k mitigaci střetu zájmů členů řídicího orgánu nepostačují. Interním mechanismem corporate governance zde uvažují zejména výkon kontroly nad řízením společnosti ze strany akcionářů společnosti.

Efektivní výkon kontroly ze strany akcionářů společnosti je omezen především ve společnostech s roztržštěnou vlastnickou strukturou, protože náklady jednotlivých akcionářů na výkon kontroly jsou relativně vysoké, individuální akcionáři mohou trpět racionální apatií a jako skupina akcionáři trpí koordinačními problémy.<sup>232</sup> Z těchto důvodů může být fakticky obtížné provést změny v personálním obsazení řídicího orgánu společnosti v reakci na zjištěnou suboptimální výkonnost, neboť akcionáři cílové společnosti se k učinění tohoto kroku nebudou schopni zkoordinovat. Konkrétní právní úprava může odpovědnost členů řídicího orgánu vůči akcionářům společnosti zjednodušit nebo ztížit nastavením podmínek pro jmenování a odvolávání členů tohoto řídicího orgánu.

Situace je diametrálně odlišná ve společnostech s akcionářem nebo úzkou skupinou akcionářů, kteří disponují kontrolním podílem ve společnosti. Kontrolující akcionář má vysokou motivaci ke kontrole řídicího orgánu z důvodu velikosti jeho podílu ve společnosti a k učinění změn nese relativně nízké náklady.<sup>233</sup> Pravděpodobnost výskytu nepřátelské nabídky převzetí je obecně u společností s kontrolujícím akcionářem nízká, neboť změna kontroly bude záležet zejména na vůli tohoto akcionáře. Pro tento účel může kontrolující akcionář současně zajistit odpovídající postup členů řídicího orgánu.<sup>234</sup> Problém corporate governance v těchto situacích spočívá spíše v nebezpečí, že kontrolující akcionář pro sebe zajistí výhodnější podmínky na úkor minoritních akcionářů.<sup>235</sup>

S ohledem na to, že v kontinentální Evropě tradičně převažují kótované společnosti s koncentrovanou vlastnickou strukturou<sup>236</sup>, na rozdíl například od Velké Británie nebo USA, tak přirozeně vyvstává otázka, nakolik je pravidlo neutrality relevantní v těchto jurisdikcích. Jak již

---

<sup>232</sup> DAVIES, Paul L., SCHUSTER, Edmund-Philipp, and Van De Walle DE GHELCKE, Emilie. op. cit. pozn. 43. S.13.

<sup>233</sup> DAVIES, Paul. 2015. op. cit. pozn. 55. S.537.

<sup>234</sup> HABERSACK, Mathias. 2018. op. cit. 62. S.13.

<sup>235</sup> DAVIES, Paul, HOPT, Klaus, RINGE, Wolf-Georg 2017. op. cit. pozn. 29. S.231 – 232.

<sup>236</sup> OECD Corporate Governance Factbook 2023, op. cit. pozn. 12.



bylo řečeno, jak problémy zastoupení mezi členy řídicího orgánu cílové společnosti a jejími akcionáři, tak disciplinární funkce nabídek převzetí jsou ve společnostech s přítomností kontrolujícího akcionáře značně limitovány. Vzhledem k důležitosti této otázky pro zodpovězení výzkumné otázky bude tomuto problému věnována samostatná podkapitola 3.3.

Pro účely řešení výzkumné otázky lze zde shrnout, že důležitost a potřeba disciplinární funkce nabídek převzetí závisí na tom, jak efektivně je řídicí orgán společnosti disciplinován jinými nástroji corporate governance. Aplikace a efektivita těchto jiných nástrojů corporate governance se může v jednotlivých jurisdikcích a jednotlivých společnostech lišit. Obecně na důležitosti nabývá disciplinární funkce nabídek převzetí ve společnostech s roztržitou vlastnickou strukturou. U společností s koncentrovanou vlastnickou lze předpokládat, že disciplinovanost řídicího orgánu zajistí jediný kontrolující nebo úzká skupina kontrolujících akcionářů.

### **3.2.2. Argumenty proti pravidlu neutrality z pohledu corporate governance**

V této podkapitole bude pojednáno o vybraných argumentech, které ospravedlňují pravomoc řídicího orgánu přijímat obranná opatření proti nabídce převzetí. Zejména relevantními v tomto ohledu shledávám čtyři teoretické druhy argumentů.

Prvním argumentem jsou výhody centralizovaného vyjednávání o nabídce převzetí prostřednictvím řídicího orgánu společnosti, kterým lze překlenout koordinační problémy akcionářů cílové společnosti čelícím nabídce převzetí.

Druhým druhem jsou argumenty podporující postavení řídicího orgánu cílové společnosti z toho důvodu, že je ze své pozice vhodnějším arbitrem k rozhodování o osudu nabídky, zejména proto, že disponuje více informacemi k posouzení adekvátnosti nabídky.

Třetí skupinou jsou argumenty akcentující problémy výlučného rozhodování akcionářů o nabídce převzetí spočívající v tlaku na plnění krátkodobých cílů na úkor prosazování dlouhodobých strategií společnosti (*tzv. corporate short-termism*), který je vyvíjen na řídicí orgán v důsledku disciplinární funkce nabídek převzetí.

Poslední druh argumentu spočívá ve zdůrazňování role řídicího orgánu cílové společnosti jako ochránce zájmů jiných zúčastněných osob na společnosti.

Všechny výše uvedené skupiny argumentů se přirozeně prolínají a nelze o nich uvažovat zcela separovaně. Pro účely této podkapitoly však výše uvedená kategorizace poslouží strukturovanějšímu posouzení.

### 3.2.2.1. Výhoda centralizovaného vyjednávání řídicího orgánu

První argument ve prospěch pravomoci řídicího orgánu přijímat obranné mechanismy spočívá v tom, že zejména ve společnostech s roztržštěnou vlastnickou strukturou trpí akcionáři cílové společnosti koordinačními problémy, a tedy nejsou schopni koordinovaně vyjednat o lepších podmínkách nabídky. Řídicí orgán cílové společnosti vybaven pravomocemi k blokování nabídky může v tomto směru účinně centralizovaně vyjednat s předkladatelem nabídky výhodnější podmínky nabídky, a to především vyšší cenu. Tímto způsobem může řídicí orgán rovněž ochránit akcionáře cílové společnosti od přijetí suboptimální nabídky a ulevit akcionářům od tlaku k akceptaci nabídky.

Zde nicméně souhlasím s *Bebchukem* v tom, že výhoda centralizovaného jednání sama o sobě neospravedlňuje úplné vyřazení akcionářů z procesu rozhodování o nabídce.<sup>237</sup> Akcionáři na základě pravidla neutrality mohou řídicí orgán k přijetí obranných opatření zmocnit, a tím jim poskytnout vyjednávací páku, pokud shledají, že jim takový postup bude v konkrétním případě ku prospěchu. V opačném případě, například pokud nebude opodstatnění výhodnosti přijetí obranných mechanismů ze strany řídicího orgánu nikterak přesvědčivé, zmocnění neudělí. Naproti tomu neomezené zmocnění k přijímání obranných mechanismů by mohlo posílit oportunistické tendence řídicího orgánu cílové společnosti.<sup>238</sup>

K tomuto dodávám, že pravidlo neutrality obsažené ve směrnici opravňuje řídicí orgán bez požadavku zmocnění valné hromady společnosti k vyhledávání konkurenčních nabídek. Pokud by tedy nabídka prvního předkladatele významně zaostávala za inherentní hodnotou účasti ve společnosti, mělo by být pro řídicí orgán společnosti snadnější najít jiného předkladatele nabídky s konkurenční nabídkou, která by deficit zmenšila.

S ohledem na tento argument tedy uzavírám, že výhodu centralizovaného jednání řídicím orgánem mohou akcionáři společnosti využít i při aplikaci pravidla neutrality, čímž se zároveň limitují náklady zastoupení plynoucí ze střetu zájmů řídicího orgánu a akcionářů. Tento argument sám o sobě tedy generální zmocnění řídicího orgánu k přijímání obranných opatření neospravedlňuje.

---

<sup>237</sup> BEBCHUK, Lucian Arye. 2002. op. cit. pozn. 202. S.1007.

<sup>238</sup> Tamtéž. S.1008.

### 3.2.2.2. Informační výhoda řídicího orgánu

Další argument ve prospěch posílení role řídicího orgánu cílové společnosti při nabídce převzetí spočívá v tom, že členové řídicího orgánu jsou lépe informováni k posouzení adekvátnosti nabídky. Členové řídicího orgánu během výkonu funkce v souladu s příslušným zákonným standardem výkonu funkce nabývají a zpracovávají široké množství informací o fungování společnosti a jejím potenciálu. Proto by tito členové měli být schopni učinit relevantnější posouzení adekvátnosti nabídky než akcionáři cílové společnosti.<sup>239</sup>

Předpokládá se, že akcionáři cílové společnosti totiž nedisponují všemi informacemi k relevantnímu posouzení adekvátnosti nabídky s ohledem na skutečnou hodnotu účasti ve společnosti nebo mají s posouzením výhodnosti individuálně vysoké náklady. K tomu akcionáři čelí již popsanému tlaku na akceptaci nabídky plynoucímu z jejich koordinačních problémů.<sup>240</sup> V důsledku těchto skutečností hrozí, že předkladatel nabídky částečně využije této nevýhody akcionářů, akcionáři přijmou i suboptimální nabídku, a v širším měřítku tyto problémy umožňují ekonomicky neefektivní změny kontroly ve společnostech.

Vybavení řídicího orgánu pravomocí přijímat obranná opatření tedy může fungovat jako nástroj ochrany akcionářů před tlakem na akceptaci nabídky a současně jsou členové řídicího orgánu v lepší pozici posoudit skutečnou výhodnost nabídky.

V tomto kontextu je však třeba si položit několik otázek. Zaprvé, do jaké míry je předpoklad informační asymetrie spolehlivý. Jestliže totiž vycházíme z toho, že trh je efektivní, tak se tržní cena akcie v podstatě neliší od její skutečné hodnoty.<sup>241</sup> Zadruhé, zda lze uvedené problémy účinně adresovat vhodnějšími nástroji corporate governance. A konečně do jaké míry lze pravomoc řídicího orgánu k přijímání obranných opatření, při vědomí rizika střetu zájmů, ospravedlnit argumentem informační asymetrie.

S ohledem na spolehlivost předpokladu informační asymetrie poukazují *Enriques a spol.* na odlišnou intenzitu tohoto problému v závislosti na odvětví, ve kterém společnost operuje, nebo fázi jejího vývoje.<sup>242</sup> Nezveřejňované informace, kterými disponuje řídicí orgán společnosti, mohou mít větší význam pro posouzení adekvátnosti nabídky například ve společnostech, jejichž obchodní činnost závisí na vývoji technologií nebo jiných produktů, kdy tento vývoj trvá řadu let

---

<sup>239</sup> Tamtéž. S.999.

<sup>240</sup> Tamtéž.

<sup>241</sup> DAVIES, Paul, HOPT, Klaus, RINGE, Wolf-Georg 2017. op. cit. pozn. 29. S.226.

<sup>242</sup> ENRIQUES, Luca, GILSON, R. J., PACCES, A. M. 2014. op. cit. pozn. 3. S. 96.

a ekonomický růst společnosti je nelineární. Ziskovost a hodnota společnosti tedy může kolísat a tržní cena akcie leckdy zaostávat za její skutečnou hodnotou. V těchto případech je tedy složitější odhadnout skutečnou hodnotu akcie bez znalosti všech relevantních informací o postupu ve vývoji produktů a podobně.

Naproti tomu teoreticky menší význam má informační výhoda členů řídicího orgánu u společností operujících v odvětví, ve kterém jsou překotné inovativní pokroky výjimkou, jejich růst probíhá v zásadě lineárně a jejichž činnost je pro účastníky trhu v obecnosti snadno pochopitelná a čitelná. V těchto případech bude relativně jednodušší učinit relevantní odhad skutečné hodnoty akcií, a tedy posoudit adekvátnost nabídky. Současně by i samotná informace o tržní hodnotě akcií měla přesněji reflektovat jejich skutečnou hodnotu.

Informační asymetrii lze principiálně omezit širšími povinnostmi společnosti ke zveřejňování informací ať již akcionářům společnosti nebo veřejnosti.<sup>243</sup> Transparentnost kótovaných společností je jistě velmi důležitým prvkem jejich regulace a přispívá efektivitě trhu. Mám však za to, že takové řešení má pouze omezený účinek, neboť rozsah informační povinnosti nemůže být bezbřehý. Zejména by společnost neměla být povinna zveřejňovat citlivé informace o jejím provozu, které by mohly oslabit její pozici na trhu vůči konkurentům. V řadě případů pak bude mít společnost relevantní zájem na ochraně informací tvořících obchodní tajemství. Dle mého názoru pak právě tento okruh informací, jež nemohou být z rozumných důvodů předmětem zveřejnění, má velký význam k posouzení odchylky mezi skutečnou hodnotu akcie a její tržní cenou, a tedy k posouzení adekvátnosti případné nabídky.

Další strategií se nabízí povinnost řídicího orgánu vyžádat si k posouzení adekvátnosti nabídky znalecký posudek.<sup>244</sup> Nabídka tedy bude posouzena nezávislou třetí osobou, která bude v tomto případě sanovat relativně vysoké náklady akcionářů na posouzení adekvátnosti nabídky a možný nedostatek jejich expertízy v této oblasti. Posouzení výhodnosti nabídky členy řídicího orgánu, které může být ovlivněno jejich oportunistickými tendencemi, tak bude mít jistou oponenturu. Lze však předpokládat, že ani znalec nedisponuje všemi informacemi o chodu a budoucím směřování společnosti v rozsahu, v jakém jimi disponují členové řídicího orgánu.

V každém případě i pravidlo neutrality ve směrnici reflektuje potencionální přínos lépe informovaného řídicího orgánu cílové společnosti, když má tento orgán povinnost zveřejnit své odůvodněné stanovisko k nabídce podle článku 9 odst. 5 směrnice o nabídkách převzetí. Ačkoliv

---

<sup>243</sup> ENRIQUES, Luca, GILSON, R. J., PACCES, A. M. 2014. op. cit. pozn. 3. S.95.

<sup>244</sup> DAVIES, Paul, HOPT, Klaus, RINGE, Wolf-Georg 2017. op. cit. pozn. 29. S.225.

z hlediska společnosti rovněž není žádoucí, aby ve svém stanovisku členové řídicího orgánu zveřejňovali citlivé informace a obchodní tajemství týkající se možného budoucího vývoje společnosti, mohou na některé aspekty v obecnosti upozornit. Akcionáři mohou následně posoudit význam informační výhody řídicího orgánu s ohledem na specifika cílové společnosti při rozhodování o udělení zmocnění k přijetí obranných opatření nebo rozhodování o akceptaci nabídky.<sup>245</sup> Přitom mohou zároveň posoudit úroveň střetu zájmu a rozsah hrozícího rizika oportunistického chování řídicího orgánu v konkrétním případě. Situace je tedy v jistém smyslu analogická úpravě střetu zájmů v českém zákoně o obchodních korporacích, o níž bylo pojednáno výše.

Stěžejní otázkou je, zda samotná informační asymetrie mezi členy řídicího orgánu cílové společnosti a jejími akcionáři ospravedlňuje *a priori* zákonné zmocnění řídicího orgánu k přijímání obranných opatření, a tedy v některých případech vyloučení možnosti akcionářů rozhodnout o prodeji svých akcií v rámci nabídky převzetí. Podle *Bebchuka* je skutečný význam informační výhody členů řídicího orgánu na pováženou, a to zejména proto, že řídicí orgán je při rozhodování o přijetí obranných opatření ovlivněn vlastními oportunistickými zájmy, a tedy není jistota, že tyto cenné informace použije odpovídajícím způsobem. Mimo jiné současně dodává, že argument neadekvátnosti nabídky může řídicí orgán k ospravedlnění přijetí obranných opatření použít vždy, přičemž toto tvrzení bude složitě přezkoumatelné.<sup>246</sup>

Právě omezenou přezkoumatelnost rozhodnutí členů řídicího orgánu společnosti o přijetí obranných opatření vnímám obecně jako palčivý problém, a to zejména s ohledem na problematičnost potencionálního přezkumu souladu jednání členů řídicího orgánu s příslušným standardem výkonu funkce v případě absence pravidla neutrality. Stejně jako akcionáři cílové společnosti, tak i soud bude podle mého názoru jen obtížně nalézat porušení standardu, když budou členové řídicího orgánu své rozhodnutí opírat o znalost a interpretaci citlivých informací o aktivitách společnosti s odvoláváním se na pravidlo podnikatelského úsudku. Jde přitom o velmi specifický předmět posouzení, který klade značné požadavky na expertízu soudu v této oblasti, jež je velmi úzce spojena s ekonomikou.

Konečně dodávám s odkazem na výklad o možných alternativních řešeních střetu zájmů členů řídicího orgánu v podkapitole 3.2.1.1., že je otázkou, do jaké míry budou schopni adekvátnost nabídky posoudit členové kontrolního orgánu cílové společnosti nebo k tomu

---

<sup>245</sup> BEBCHUK, Lucian Arye. 2002. op. cit. pozn. 202. S.1001.

<sup>246</sup> Tamtéž. S.1000.

pověření jiní nezávislý členové statutárního orgánu společnosti, kteří by do rozhodování o přijetí obranných opatření byli zapojeni za účelem limitace střetu zájmů členů statutárního orgánu cílové společnosti. Aby akcionáři společnosti mohli při rozhodování o postupu vůči nabídce převzetí těžit z informační výhody, kterou disponují zejména členové statutárního orgánu společnosti, museli by být předmětnými informacemi vybaveni i členové kontrolního orgánu nebo nezávislí členové statutárního orgánu společnosti. Jen tak budou členové kontrolního orgánu nebo jiní nezávislí členové schopni relevantně posoudit opatření navržené statutárním orgánem. Kromě úrovně nezávislosti členů kontrolního orgánu cílové společnosti tak současně záleží na úrovni jejich informovanosti o aktivitách a řízení společnosti. Oba tyto požadavky se prakticky mohou v jednotlivých jurisdikcích a u jednotlivých společnostech lišit.

Lze tedy shrnout, že informační výhoda řídicího orgánu k posouzení adekvátnosti nabídky může mít odlišný význam s ohledem na specifika konkrétní společnosti. Obecně je výhoda rozhodování řídicího orgánu o nabídce prostřednictvím přijetí obranných mechanismů bez souhlasu valné hromady diskutabilní s přihlédnutím ke střetu zájmů, ve kterém se členové tohoto orgánu společnosti v kontextu nabídky převzetí nacházejí. Rozhodnutí řídicího orgánu o přijetí obranných opatření z důvodu tvrzené neadekvátnosti nabídky založené na využití informační výhody je obtížně přezkoumatelné a odpovědnost členů tohoto orgánu za případné oportunistické chování je tímto limitována. K omezení střetu zájmů a posílení přezkoumatelnosti může přispět zapojení kontrolního orgánu nebo jiných nezávislých členů statutárního orgánu společnosti do rozhodování o přijetí obranných opatření. Předpokladem efektivity tohoto řešení jako alternativy pravidla neutrality je však odpovídající úroveň nezávislosti členů tohoto orgánu a také úroveň jejich informovanosti. Slibným nástrojem k posouzení adekvátnosti nabídky se zdá být povinnost členů řídicího orgánu nechat si vypracovat znalecký posudek. Znalec disponuje potřebnou expertízou a jeho stanovisko by bylo jakousi oponenturou posouzení členů řídicího orgánu. Ani znalec však nedisponuje detailními informacemi o běžném chodu a budoucím směřování společnosti a jeho odhad tak nemusí být zcela přesný.

### **3.2.2.3. Koncentrace řídicího orgánu na krátkodobé výsledky (Short-termism)**

Dalším argument, který je uváděn na podporu oprávnění řídicího orgánu přijímat obranná opatření bez souhlasu valné hromady, spočívá v tom, že kontinuální hrozba nabídky převzetí

motivuje členy řídicího orgánu k dosahování krátkodobých výsledků namísto prosazování strategií ve prospěch dlouhodobé prosperity společnosti.<sup>247</sup>

Problém zaměření řízení veřejně obchodovaných společností na dosahování krátkodobých výsledků na úkor dlouhodobých vyplývajících z finančních mechanismů (*tzv. corporate short-termism*) je obecně velmi diskutovaným tématem corporate governance.<sup>248</sup>

Jak již bylo popsáno, předním ukazatelem výkonnosti kótované společnosti je zpravidla tržní cena jejích akcií. Předpokladem působení disciplinární funkce je korelace mezi efektivitou řízení společnosti a tržní cenou akcie. Za předpokladu, že uvedená korelace platí, projeví se neefektivita řízení v poklesu tržní ceny akcií. V případě poklesu tržní ceny akcie se cílová společnost stává atraktivnějším cílem pro nabídku převzetí.

Zde tedy vzniká riziko, že za účelem uhájení svých funkcí budou členové řídicího orgánu cílové společnosti preferovat krátkodobé strategie s cílem zvýšit tržní cenu akcií, aby byla společnost pro potencionálního předkladatele neatraktivní, a to na úkor plnění dlouhodobých strategií, jejichž součástí jsou dlouhodobé investice.<sup>249</sup> V dlouhodobém horizontu bude uvedená praxe na újmu jak akcionářům společnosti, tak společnosti jako celku. Pravomoc řídicího orgánu k přijímání obranných mechanismů tak na základě popsaného teoretického modelu může poskytnout členům tohoto řídicího orgánu prostor pro realizaci dlouhodobých investic do společnosti třeba za cenu krátkodobého poklesu tržní ceny akcií, aniž by riskovali, že se společnost stane cílem nabídky převzetí.<sup>250</sup>

*Bebchuk* v této souvislosti s odkazem na vybrané empirické studie argumentuje, že míra narušení motivací členů řídicího orgánu k realizaci dlouhodobých investic závisí na tom, do jaké míry jsou tyto dlouhodobé investice zřetelné akcionářům společnosti. Pokud akcionáři vědí o dlouhodobých investicích společnosti, tak tuto informaci budou reflektovat ve svém rozhodování o nabídce převzetí a investičním rozhodování obecně. Ideálně tedy budou mít akcionáři pochopení

---

<sup>247</sup> LIPTON, Martin. 1979. op. cit. pozn. 200. S. 109, 114-115; Srov. BEBCHUK, Lucian Arye. 2002. op. cit. pozn. 202. S.1011.

<sup>248</sup> ROE, Mark J. Corporate Short-Termism—In the Boardroom and in the Courtroom. [Online]. The Business Lawyer. 2013, roč. 68, č. 4, s. 977-1006. [cit. 31.1.2024]. ISSN 0007-6899. Dostupné z: <https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/busl68&i=1029>. S.981.

<sup>249</sup> BEBCHUK, Lucian Arye. 2002. op. cit. pozn. 202. S.1011.

<sup>250</sup> ENRIQUES, Luca, GILSON, R. J., PACCES, A. M. 2014. op. cit. pozn. 3. S.97.

pro případný krátkodobý pokles ceny akcií v důsledku dlouhodobých investic, a nabídku převzetí pouze na základě nedostatečné reflexe dlouhodobých investic v tržní ceně akcie neakceptují.<sup>251</sup>

V tomto bodě se dle mého názoru znovu dostáváme do úvah nad efektivitou trhu. V první řadě, pokud věříme, že je trh efektivní v tom smyslu, že dlouhodobé investice budou reflektovány v tržní ceně akcií, tak problém krátkodobého zaměření členů řídicího orgánu v podstatě nevzniká. Řídicí orgán se totiž potencionálně nabídce převzetí ubrání prostřednictvím zvyšování tržní ceny akcií jak skrze dosahování krátkodobých cílů, tak realizací dlouhodobých investic. Takto efektivní trh však v rámci své argumentace nepředpokládá ani *Bebchuk*. Namísto toho na základě uvedených studií předkládá argument, že pokud jsou dlouhodobé investice akcionářům zjevné, tak akcionáři vědomi si dlouhodobých investic do společnosti budou mít pro výkyvy v ceně akcií pochopení a budou uvedené reflektovat při rozhodování o akceptaci nabídky převzetí.<sup>252</sup> V tomto si však principiálně dovoluji nesouhlasit.

Několikrát zde již bylo pojednáno o nákladech individuálních akcionářů na posouzení adekvátnosti nabídky. Lze předpokládat, že totožné náklady budou mít akcionáři i k evaluaci hodnoty dlouhodobých investic do společnosti. Hodnotu a výsledný přínos dlouhodobých investic společnosti je velmi složité uspokojivě odhadnout předem, protože jsou sami o sobě částečně nejisté. Aby tedy disciplinární funkce nabídky převzetí neomezovala motivace členů řídicího orgánu na krátkodobé cíle, musí tito členové sami věřit, že se hodnota dlouhodobých investic promítne buďto přímo do tržní ceny akcií, o čemž lze mít relevantní pochybnosti, nebo že akcionáři společnosti rozeznají hodnotu dlouhodobých investic a budou mít pro výkyv tržní ceny akcie pochopení při rozhodování o akceptaci nabídky, k čemuž jsem osobně skeptický.

V tomto připomínám, že uvedená polemika je vedena předně s ohledem na společnosti s roztráštěnou vlastnickou strukturou. Situace je přirozeně odlišná ve společnostech s koncentrovanou vlastnickou strukturou. Nicméně je třeba vzít v úvahu skutečnost, že ani ve společnostech s roztráštěnou vlastnickou strukturou není skupina akcionářů typologicky homogenní.

Zásadní rozdíl v motivacích, expertíze a nákladech na monitoring efektivitu řízení společnosti při účasti na společnosti jistě panuje mezi institucionálními investory a běžnými (retailovými) investory. Dále určitá skupina akcionářů může mít vyšší zájem na dlouhodobých

---

<sup>251</sup> BEBCHUK, Lucian Arye. 2002. op. cit. pozn. 202. S.1011 – 1012.

<sup>252</sup> BEBCHUK, Lucian Arye. 2002. op. cit. pozn. 202. S.1011 – 1012.



investicích společnosti třeba proto, že plánují držet akcii společnosti po dlouhou dobu. Zájem akcionářů s časově omezenými plány na participaci ve společnosti na dlouhodobých investicích bude přirozeně omezený. Zejména u těchto akcionářů lze pochybovat o míře, se kterou budou dlouhodobé investice společnosti brát v potaz při jejich rozhodování o akceptaci nabídky.

Problém hrozícího krátkodobého zaměření řídicího orgánu společnosti plynoucí z nebezpečí, že se společnost stane cílem nabídky převzetí, je tak dle mého názoru nutné brát do úvahy. Krátkodobé zaměření řídicího orgánu může být problematické zejména ve společnostech, které operují v odvětvích, ve kterých jsou dlouhodobé investice a plánování stěžejní.

Lze tedy připustit, že pravomoc řídicího orgánu přijímat obranné mechanismy vůči nabídkám převzetí u těchto společností může řídicímu orgánu poskytnout jistý prostor k prosazování dlouhodobé vize společnosti i při krátkodobých výkyvech ceny akcií, což může být v řadě případů prospěšné jak pro společnost, tak pro její akcionáře.

Z předchozího výkladu je nicméně evidentní, že tento přístup s sebou nese náklady v podobě hrozícího zneužití pravomoci řídicím orgánem v důsledku střetu zájmů, a dále potencionálně menší disciplinovanosti členů řídicího orgánu při řízení společnosti. Exaktní porovnávání těchto druhů nákladů a přínosů je nicméně extrémně komplexní s přihlédnutím k tomu, že jen těžko lze zkušenosti s jednotlivými společnostmi a nabídkami převzetí pro jejich specifika uspokojivě generalizovat. Především výše nákladů v podobě absence disciplinárního efektu nabídek převzetí spojených s možností řídicího orgánu přijímat obranné mechanismy je, jak vyplývá z přechozích úvah, závislá na řadě dalších faktorů. Přesto považuji za důležité se s tímto argumentem alespoň v principiální rovině vypořádat.

Motivace ubránit společnost před potencionální nabídkou převzetí není jistě jedinou motivací členů řídicího orgánu při řízení společnosti. Nabízí se tedy otázka, zda členové řídicího orgánu skutečně nebudou upřednostňovat dosahování krátkodobých výsledků na úkor potřebných dlouhodobých investic do společnosti, pokud budou moci potencionální nabídku převzetí obrannými mechanismy zmařit.

Mám za to, že samotná dostupnost obranných mechanismů zvláště významně dlouhodobé investice nepodpoří, a velmi záleží na jiných zdrojích motivací členů řídicího orgánu při řízení společnosti, jakým je například jejich odměňovací režim.

V unijních jurisdikcích přitom novelizací směrnice o právech akcionářů<sup>253</sup> v roce 2017 byla posílena hlasovací práva akcionářů ohledně odměňovací politiky členů orgánů veřejně obchodovaných společností. Na základě článku 9a směrnice o právech akcionářů se zásadně vyžaduje povinné schvalování politiky odměňování valnou hromadou. Členské státy však mohou hlasování akcionářů o odměňovací politice přiřknout pouze poradní charakter.<sup>254</sup> V každém případě mají svůj vliv na utváření politiky odměňování členů řídicích orgánů samotní akcionáři. V rozsahu stanoveném právními řády členských států mohou tímto ovlivnit motivace řídicího orgánu k prosazování dlouhodobých vizí společnosti, pokud ovšem sami nedisponují krátkozrakými motivacemi.

Jestliže tlak na dosahování krátkodobých cílů bude obecně iniciován ze strany akcionářů společnosti, a nikoliv vznikat jako vedlejší efekt disciplinární funkce nabídek převzetí, pak je otázkou, do jaké míry je vybavení řídicího orgánu pravomocí přijímat obranné mechanismy vůči nabídkám převzetí řešením pro prevenci upřednostňování dosahování krátkodobých cílů na úkor dlouhodobě prospěšných investic.

Uvedenou úvahu lze shrnout v tom smyslu, že potencionálně hrozící nabídka převzetí není jedinou motivací členů řídicího orgánu při řízení společnosti. Zejména relevantním alternativním zdrojem motivace členů řídicího orgánu při řízení společnosti shledávám jejich odměňovací režim, jehož kontury mohou v závislosti na konkrétní právní úpravě v různé míře ovlivnit akcionáři společnosti. Uvedené vrhá světlo na motivace samotných akcionářů společnosti s ohledem na jejich účast ve společnosti. Dostupnost obranných mechanismů řídicímu orgánu bez souhlasu valné hromady v tomto jen velmi omezeně přispěje k podpoře dlouhodobých investic, pokud jsou ostatní zdroje motivací členů řídicího orgánu při řízení společnosti koncipovány opačným směrem.

Vedlejší efekt disciplinární funkce nabídek převzetí spočívající v tlaku na dosahování krátkodobých cílů řídicím orgánem společnosti je nicméně dle mého názoru podstatným argumentem proti zavedení pravidla neutrality, jež je třeba důkladně zvážit se zvláštním zřetelem k možným specifikům jednotlivých druhů společností. Na druhou stranu mám vážné pochybnosti

---

<sup>253</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/828 ze dne 17. května 2017, kterou se mění směrnice 2007/36/ES, pokud jde o podporu dlouhodobého zapojení akcionářů. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [cit. 9. 2. 2024]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/>.

<sup>254</sup> Ve větších podrobnostech viz. HURYCHOVÁ, Klára. Kapitola 2.3.3, in: HURYCHOVÁ, Klára; TRUBAČ, Ondřej a VRAJÍK, Michal. Odměňování exekutivy akciových společností. [online]. Praha: Wolters Kluwer, 2017. [cit. 20.2.2024]. ISBN 978-80-7552-840-7, dostupné z: [www.aspi.cz](http://www.aspi.cz).

ohledně způsobilosti samotné dostupnosti obranných mechanismů řídicímu orgánu při nabídce převzetí účinně podnitit zvýšení objemu dlouhodobých investic společnosti.

#### **3.2.2.4. Ochrana zájmů zúčastněných stran**

Do této chvíle byla při posuzování argumentů pro a proti pravidlu neutrality pozornost věnována téměř výhradně vztahu mezi akcionáři společnosti a jejím řídicím orgánem. Nyní bude středem pozornosti dopad právní úpravy pravidla neutrality na jiné zúčastněné strany, jimiž jsou zejména nikoliv však výlučně zaměstnanci společnosti, její věřitelé a zákazníci. Jeden z argumentů ve prospěch pravomoci řídicího orgánu přijímat obranná opatření vůči nabídce převzetí totiž spočívá v tom, že řídicí orgán může prostřednictvím těchto opatření chránit zájmy jiných zúčastněných stran na společnosti, zejména zaměstnanců.<sup>255</sup> Nabídka převzetí může budít oprávněné obavy zaměstnanců, neboť lze očekávat, že předkladatel nabídky bude po úspěšném převzetí činit kroky ke zefektivnění řízení a nákladů společnosti, které mohou spočívat mimo jiné v propouštění zaměstnanců nebo jiných reorganizačních opatřeních.<sup>256</sup>

V případě absence pravidla neutrality je řídicí orgán společnosti povinen vykonávat záležitosti, které náleží do jeho působnosti, obecně v souladu se standardem výkonu funkce. Bohužel není možné z hlediska rozsahu a zaměření této práce provést komparativní analýzu obsahu zákonného standardu výkonu funkce člena řídicího orgánu v unijních jurisdikcích. Lze nicméně očekávat, že se tyto standardy stejně jako v českém právu<sup>257</sup> stroze neomezí pouze na ochranu zájmů akcionářů, nýbrž budou formulovány širěji například k ochraně zájmu obchodní korporace jako celku. Zájem obchodní korporace jako celku pak v závislosti na konkrétním vymezení a výkladu standardu může integrovat i zájmy jiných zúčastněných stran na společnosti, zejména pak zaměstnanců společnosti.

Požadavek zájmu ochrany jiných zúčastněných stran na společnosti akcentuje i Kodex OECD z roku 2015, který stanoví, že *„Správní orgán je nejen odpovědný společnosti a jejím akcionářům, ale má také povinnost jednat v jejich nejlepším zájmu. Kromě toho se od správních orgánů očekává, že vezmou řádně v úvahu zájmy ostatních zainteresovaných stran zahrnujících zaměstnance, věřitele, zákazníky, dodavatele a místní komunity, a že se s těmito zájmy spravedlivě*

---

<sup>255</sup> LIPTON, Martin. 1979. op. cit. pozn. 200. S. 110.

<sup>256</sup> CLERC, Christophe, DEMARIGNY, Fabrice, DE MANUEL, Mirzha, VALIANTE, Diego. 2012. op. cit. pozn. 51. S.231.

<sup>257</sup> Viz. Stručný výklad o standardu péče řádného hospodáře a rozsahu pojmu zájmu obchodní korporace v českém právu v kapitole 2.1. této práce.

vypořádají. Výše uvedené očekávání se týká také dodržování environmentálních a sociálních standardů.<sup>258</sup> Obdobné požadavky obsahuje i nový Kodex OECD z roku 2023.<sup>259</sup>

Lze nicméně předpokládat, že se rozsah a výklad povinnosti členů řídicích orgánů společností sledovat při výkonu funkce i zájmy jiných zúčastněných stran na společnosti bude v jednotlivých jurisdikcích lišit, a to i s ohledem na skutečnost, že obsah těchto požadavků bude do značné míry formován místní rozhodovací praxí.

Pro účely této podkapitoly je však důležité, že pravidlo neutrality brání řídicímu orgánu frustrovat nabídku převzetí prostřednictvím obranných opatření z jakéhokoliv důvodu, tedy i z důvodu ochrany zájmů zaměstnanců nebo jiných zúčastněných stran. Přitom lze očekávat, že akcionáři budou při rozhodování o udělení zmocnění k přijetí obranných opatření sledovat výlučně své vlastní zájmy<sup>260</sup>, neboť ke sledování zájmů jiných zúčastněných stran nejsou na rozdíl od členů řídicího orgánu povinni.

V důsledku tedy hrozí nebezpečí, že aplikací pravidla neutrality budou ohroženy zájmy jiných zúčastněných stran na společnosti. V tomto kontextu je například *Lipton* toho názoru, že by řídicí orgán společnosti při nabídkách převzetí měl být povolán k ochraně zájmů zúčastněných stran, a dokonce i jiných veřejných zájmů, které jsou hodny ochrany.<sup>261</sup>

Jakkoliv považují za důležité prostřednictvím nástrojů corporate governance chránit oprávněné zájmy jiných zúčastněných osob na společnosti, zejména zaměstnanců, a současně souhlasím s tím, že by se do právní úpravy vztahů corporate governance měl v rozumné míře komponovat veřejný zájem, nemám za to, že způsobilost řídicího orgánu cílové společnosti blokovat nabídku převzetí je k těmto účelům principiálně vhodným nástrojem.

V první řadě může vyvolávat obtíže samotné vymezení okruhu zúčastněných stran, jejichž zájmy mají být řídicím orgánem vzaty v potaz při rozhodování o přijetí obranných mechanismů. Dále lze mít pochybnosti o tom, které ze zájmů určených zúčastněných stran mají být reflektovány a v jaké míře. Odpovědi na tyto otázky bude zpravidla zapotřebí hledat v obsahu standardu, jehož musí řídicí orgán při výkonu své funkce dbát v příslušné jurisdikci. Jak již bylo řečeno, zákonné

---

<sup>258</sup> OECD, Země G20/OECD Principy správy a řízení společností. [online]. OECD Publishing, Paris/CIOD, Praha 6, 2015. [cit. 20.2.2024]. Dostupné z: <https://doi.org/10.1787/9789264274075-cs>.

<sup>259</sup> OECD, G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023 [online], OECD Publishing, Paris, 2023. [cit. 3. 2. 2023]. Dostupné z: <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>. Kapitola V. S. 34-35.

<sup>260</sup> LIPTON, Martin. 1979. op. cit. pozn. 200. S. 114.

<sup>261</sup> Tamtéž. S.115. Pozn. autora: *Lipton* pojednává o problému omezení řídicího orgánu k přijímání obranných mechanismů v kontextu právní úpravy USA.

vymezení a judikturní výklad standardu se může lišit jurisdikce od jurisdikce, což nepříspěvá právní jistotě v přeshraničních nabídkách převzetí a není dobrým předpokladem pro dosažení rovných podmínek pro jejich uskutečňování v EU.

Dále plně souhlasím s *Bebchukem*, že pravomoc řídicího orgánu k přijímání obranných opatření nemusí být tímto orgánem nutně užita ku prospěchu zúčastněných stran.<sup>262</sup> Ačkoliv lze obecně předpokládat, že členové řídicího orgánu budou lepšími ochránci zájmů zúčastněných stran při nabídce převzetí než akcionáři cílové společnosti, zájmy členů řídicího orgánu a zájmy zúčastněných stran se nemusí nutně prolínat, a v těchto případech lze mít relevantní pochybnosti o tom, zda řídicí orgán využije svou diskreci k ochraně zájmů těchto zúčastněných stran.

Pokud jsou tedy různé zájmy zúčastněných stran ohroženy nabídkou převzetí, tak těmto zájmům bude poskytnuta efektivnější ochrana prostřednictvím jiných právních nástrojů.<sup>263</sup> V případě zaměstnanců to budou například nástroje pracovního práva.

Analogickou úvahu lze vést ohledně jiných veřejných zájmů, které by podle přesvědčení zákonodárce měli být zohledňovány při nabídkách převzetí, kterými mohou být například širší enviromentální nebo sociální zájmy. Obecně je však třeba dodat, že promítání veřejných zájmů do požadovaného způsobu řízení společnosti je v současné době jedním z trendů corporate governance v EU.<sup>264</sup> Příkladem je propagace unijní politiky udržitelného rozvoje třeba prostřednictvím směrnice o podávání zpráv podniků o udržitelnosti.<sup>265</sup> Mám nicméně za to, že i k dosahování těchto jistě obecně žádoucích cílů se nabízí účinnější a vhodnější právní nástroje než-li jejich ochrana v rámci nabídek převzetí generálním zmocněním řídicího orgánu k přijímání obranných mechanismů.

Konečně široce vymezený okruh zájmů, které má v rámci rozhodování o přijetí obranných mechanismů v případě absence pravidla neutrality řídicí orgán cílové společnosti zohledňovat, významně limituje odpovědnost členů řídicího orgánu za toto rozhodnutí. Jestliže jsou totiž členové řídicího orgánu na základě standardu výkonu funkce povinni sledovat relativně široký

---

<sup>262</sup> BEBCHUK, Lucian Arye. 2002. op. cit. pozn. 202. S.1021 – 1027.

<sup>263</sup> Tamtéž.; Srov. FERRELL, Allen. Why Continental European Takeover Law Matters. In: FERRARINI, Guido; HOPT, Klaus J; WINTER, Jaap and WYMEERSCH, Eddy. Reforming company and takeover law in Europe. Oxford: Oxford University Press, 2004. ISBN 0-19-927380-4. S.572.

<sup>264</sup> PIHERA, Vlastimil. 2022. Kapitola 4.1. [Správní orgány jako strážci zájmů společnosti]. op. cit. pozn. 17.

<sup>265</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2022/2464 ze dne 14. prosince 2022, kterou se mění nařízení (EU) č. 537/2014, směrnice 2004/109/ES, směrnice 2006/43/ES a směrnice 2013/34/EU, pokud jde o podávání zpráv podniků o udržitelnosti. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [cit. 20. 2. 2024]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/>.

výčet mnohdy protichůdných zájmů různých subjektů, je jen velmi málo pravděpodobné, že si své rozhodnutí neobhájí v rámci *ex post* posouzení soudem. A to zejména s přihlédnutím k tomu, jak samo o sobě komplexní je posuzování dopadu tak specifické situace, jakou je nabídka převzetí, na cílovou společnost.

### 3.2.3. Dílčí shrnutí

V předešlých podkapitolách bylo pojednáno o z mého pohledu hlavních argumentech pro a proti pravidlu neutrality z hlediska corporate governance. Mám za to, že všechny uvedené argumenty mají svou relevanci, a ne nadarmo jsou nabídky převzetí některými odborníky označovány za nejkontroverznější mechanismus corporate governance.<sup>266</sup>

Klíčovým argumentem pro zakotvení pravidla neutrality je skutečnost, že se členové řídicího orgánu při rozhodování o použití obranných mechanismů nachází ve střetu zájmů. Jednáním ve střetu zájmů mohou členové řídicího orgánu přivodit újmu akcionářům cílové společnosti, neboť by přijetím obranných mechanismů zamezili možnosti akcionářů rozhodnout třeba o výhodné nabídce.

Pravidlo neutrality je jedním z nástrojů corporate governance, který slouží k omezení tohoto střetu zájmů. Ostatní uvažované strategie se však nezdají způsobit problém střetu zájmů uspokojivě neutralizovat. Mitigace střetu zájmů prostřednictvím odměňovací politiky členů řídicího orgánu se zdá být nespolehlivá, neboť je téměř nemožné stanovit její adekvátní úroveň a ve svém důsledku může působit kontraproduktivně nežádoucím ovlivněním motivací členů řídicího orgánu při řízení společnosti.

Zapojení členů jiných orgánů společnosti, kteří by se s ohledem na jejich postavení, působnost a možnosti vzniku a zániku funkce dali považovat za nezávislé, je rovněž problematické, neboť kritéria nezávislosti se mohou v jednotlivých jurisdikcích lišit v tom rozsahu, že v krajních případech budou vzhledem k nabídce převzetí disponovat totožnými motivacemi jako členové řídicího orgánu. Rovněž je na pováženou, do jaké míry tito „nezávislí“ členové některého orgánu cílové společnosti disponují dostatkem expertízy a informací k relevantnímu zhodnocení nabídky.

V ideálním případě by byl střet zájmů členů řídicího orgánu neutralizován již požadavkem dodržení standardu výkonu funkce. Soudní přezkum jednání členů řídicího orgánu spočívající

---

<sup>266</sup> ENRIQUES, Luca, GILSON, R. J., PACCES, A. M. 2014. op. cit. pozn. 3. S.86.

v adopci obranných mechanismů je však velmi specifický. Prvně má problematika nabídek převzetí silně ekonomický základ. Dále v závislosti na širí vymezení standardu výkonu funkce v konkrétních jurisdikcích mohou členové řídicího orgánu své rozhodnutí ospravedlnit řadou rozličných zájmů a lze předpokládat, že soudy budou spíše zdrženlivější k sekundárnímu *ex ante* posuzování v podstatě ekonomických rozhodnutí členů řídicího orgánu vstříc nabídce převzetí. Lze se tedy domnívat, že ke shledání porušení standardu soudem by došlo pouze v krajních případech, kdy si členové řídicího orgánu počínali zjevně v rozporu s daným standardem výkonu funkce. Četnost těchto krajních a zjevných případů přitom bude pravděpodobně spíše sporadická.

Z výše uvedeného plyne, že pravidlo neutrality se zdá být jediným skutečně efektivním řešením střetu zájmů členů řídicích orgánů, které zajistí možnost akcionářů rozhodnout buďto o zmocnění řídicího orgánu k adopci obranných mechanismů, pokud si tento krok členové řídicího orgánu v konkrétním případě řádně zdůvodní, nebo, a to především, možnost rozhodnout o samotné podstatě nabídky.

Síla argumentu pozitivního efektu disciplinární funkce nabídek převzetí jako argumentu pro zakotvení pravidla neutrality závisí na řadě proměnných faktorů. Zejména je význam disciplinární funkce nabídek převzetí ovlivněn vlastnickou strukturou společností. Jurisdikce EU jsou přitom charakteristické poměrně koncentrovanou vlastnickou strukturou kótovaných společností.<sup>267</sup>

Dále význam disciplinární funkce závisí na spolehlivosti ostatních interních mechanismů corporate governance k disciplinování členů řídicích orgánů. V tomto je významným aspektem podíl institucionálních investorů v kótovaných společnostech, neboť tyto erudovaní a profesionální investoři mají zpravidla nižší náklady na relevantnější evaluaci výkonnosti členů řídicího orgánu a učinění příslušných opatření k jejich disciplinovanosti včetně iniciace jejich odvolání z funkce. V Evropě jsou přitom institucionální investoři procentuálně největší skupinou akcionářů v kótovaných společnostech.<sup>268</sup>

V neposlední řadě je efektivita disciplinární funkce ovlivněna charakterem jednotlivých společností, když v rámci určitých odvětví mohou tržní ceny akcií častěji kolísat a neodpovídat inherentní hodnotě účasti ve společnosti. Nabídka převzetí tak nemusí nutně reflektovat nedostatky

---

<sup>267</sup> OECD Corporate Governance Factbook 2023, op. cit. pozn. 12. S.19.

<sup>268</sup> Celkem 36 % podle dat z konce roku 2022 viz. tamtéž. S.18.

v řízení společností. V některých společnostech může být stála hrozba nabídky převzetí na újmu prosazování dlouhodobé vize a stability řízení společnosti.

Argumenty proti zakotvení pravidla neutrality, a tedy ve prospěch pravomoci řídicího orgánu společnosti přijímat obranná opatření bez zmocnění valné hromady akcionářů spočívající v informační výhodě členů řídicího orgánu a zájmu na ochraně zájmů jiných zúčastněných stran se nezdají dostatečně přesvědčivé, neboť v obou případech není jisté, zda členové řídicího orgánu z důvodu nesouladu vlastních motivací buďto této informační výhody využijí ve prospěch akcionářů nebo ochraně předmětných zájmů zúčastněných stran dostojí. Reflexe zájmů jiných zúčastněných stran přitom snižuje odpovědnost členů řídicího orgánu za rozhodnutí o přijetí obranných mechanismů a lze mít za to, že ochraně těchto zájmů poslouží efektivněji právní nástroje jiných právních odvětví.

Výhoda spočívající v centralizovaném vyjednávání o nabídce převzetí prostřednictvím řídicího orgánu cílové společnosti vybaveného pravomocí přijímat obranné mechanismy je v zásadě slučitelná s pravidlem neutrality, neboť akcionáři mohou členy řídicího orgánu k přijímání obranných mechanismů zmocnit *ad hoc* pro konkrétní nabídku převzetí, budou-li mít za to, že jim zmocnění bude v konkrétním případě ku prospěchu.

Problém tlaku na akcionáře k prodeji akcií za suboptimálních podmínek, který pramení z obavy, že při neakceptaci nabídky zůstanou akcionáři v nově koncentrované společnosti, a jejich akcie tím ztratí na hodnotě a likviditě, lze limitovat jinými pravidly nabídek převzetí. Těmito pravidly jsou zejména procedurální pravidla upravující postup nabídky nebo pravidla umožňující neakceptujícím akcionářům po změně kontroly ve společnosti následný exit ze společnosti za spravedlivých podmínek, jimiž jsou například pravidlo povinné nabídky převzetí nebo právo *sell-outu*. Současným právním rámcem nicméně není tento problém zcela vyřešen. Lze však uzavřít, že tento argument není sám o sobě dostatečným podkladem pro vyloučení pravidla neutrality.

Zejména silným argumentem proti pravidlu neutrality shledávám argument tlaku na členy řídicích orgánů k dosahování krátkodobých výsledků na úkor naplňování dlouhodobých vizí společnosti. Tento tlak plyne ze skutečnosti, že chtějí-li členové řídicího orgánu nevybaveni pravomocí k adopci obranných mechanismů předejít případným nabídkám převzetí, je pro ně klíčovým ukazatelem tržní cena akcie.

Některé dlouhodobé strategie se přitom na tržní ceně akcie nemusí nutně projevit a efektivnější cestou ke zvýšení tržní ceny akcie, aby společnost nebyla atraktivním cílem pro případnou nabídku převzetí, mohou být krátkodobější účelová opatření. Tento jev je v podstatě



důsledkem působení disciplinární funkce nabídek převzetí a do jisté míry je postaven na předpokladu, že trh v odpovídající míře nereflakuje hodnotu dlouhodobých investic a strategií v tržní ceně akcií. Hodnota dlouhodobých strategií může být současně pro skupinu akcionářů s omezeným časovým plánem na účast ve společnosti do jisté míry irelevantní. Pro společnosti z určitých odvětví jsou však dlouhodobé investice z hlediska prosperity společnosti stěžejní.

Problém tlaku na upřednostňování krátkodobých výsledků na úkor dlouhodobých investic do budoucí prosperity společnosti (*tzv. corporate short-termism*) je však podstatně širším problémem corporate governance, jež je třeba dále zkoumat a usměrňovat nejen v kontextu nabídek převzetí.

Osobně mám za to, že hrozící nabídka převzetí je pouze jednou z motivací členů řídicího orgánu při řízení společnosti, a k podpoře dlouhodobých investic do společnosti lze členy řídicího orgánu efektivněji motivovat jinými způsoby než udělením pravomoci přijímat obranné mechanismy, což s sebou nese náklady vyplývající z jejich inherentního střetu zájmů při rozhodování o jejich přijetí.

S ohledem na výše uvedené lze shrnout, že klíčovým argumentem pro zakotvení pravidla neutrality je potřeba regulace střetu zájmů, ve kterém se nachází členové řídicího orgánu při rozhodování o přijetí obranných mechanismů. Pravidlo neutrality se zároveň zdá být vzhledem k uvažovaným alternativám neúčinnějším nástrojem k řešení tohoto problému. Intenzita problému střetu zájmů, a tedy i potřeba jeho adresování se však liší primárně s ohledem na stupeň vlastnické koncentrace ve společnosti, a dále na efektivitě alternativních mechanismů corporate governance limitujících tento střet zájmů v příslušné jurisdikci případně v intencích režimu corporate governance konkrétní společnosti. Z tohoto důvodu se zdá, že jistá míra flexibility u zakotvení pravidla neutrality na unijní úrovni může být ku prospěchu.

Obecně má však dle mého názoru pravidlo neutrality své opodstatnění z hlediska corporate governance. Stranou regulatorních debat by nicméně neměl zůstat potencionální negativní efekt pravidla neutrality spočívající ve vytváření tlaku na členy řídicích orgánů k preferování krátkodobých strategií na úkor naplňování dlouhodobých vizí. Tento problém má však širší rozměr a lze pochybovat o vlivu nezakotvení pravidla neutrality na jeho řešení.

### **3.3. (Ne)potřeba pravidla neutrality v unijních jurisdikcích**

V předchozích kapitolách bylo pojednáno o argumentech pro a proti pravidlu neutrality obecně. Z posouzení jednotlivých argumentů vyplývá, že pravidlo neutrality má své opodstatnění z hlediska corporate governance, avšak intenzita problémů, které se jím adresují, je závislá na řadě

dalších faktorů. V této podkapitole proto považuji za důležité pojednat o aspektech ovlivňujících (ne)potřebu zakotvení pravidla neutrality v kontextu EU.

Nejprve jsou unijní jurisdikce typické spíše koncentrovanou vlastnickou strukturou kótovaných společností. Jak již bylo několikrát zmíněno, ve společnostech s přítomností kontrolujícího akcionáře má problém střetu zájmů členů řídicích orgánů při přijímání obranných mechanismů významně menší intenzitu. Kontrolující akcionář má dostatek motivací k účinnému disciplinování členů řídicího orgánu, a i význam disciplinární funkce nabídek převzetí je zde o to subtilnější.

Z uvedeného vyplývá, že oba hlavní argumenty pro zakotvení pravidla neutrality z pohledu corporate governance, jakkoliv je význam disciplinární funkce sám o sobě diskutabilní, mají v unijních jurisdikcích obecně menší váhu. Přírozeně vystává otázka, zda je s ohledem na koncentrovanou vlastnickou strukturu kótovaných společností v EU pravidlo neutrality v právním rámci EU potřeba.

Dále pravidlo neutrality přirozeně nabývá na relevanci v případech, kdy podle příslušného korporátního práva je řídicí orgán společnosti v rámci své působnosti oprávněn k přijímání obranných mechanismů bez souhlasu valné hromady. Pokud již na základě norem obecného korporátního práva potřebuje řídicí orgán k adopci určitého obranného mechanismu předchozí souhlas valné hromady, stává se pravidlo neutrality ve své podstatě nadbytečným. Bohužel není možné v rámci této práce provést vyčerpávající komparativní analýzu působnosti řídicích orgánů v jednotlivých jurisdikcích EU.

Společný unijní základ regulace některých pravomocí řídicího orgánu relevantních pro přijímání obranných mechanismů byl již nastíněn v podkapitole 1.2.2.1, a bude na něj částečně odkazováno i v rámci této podkapitoly. Obecně lze však říci, že k přijímání nejtypičtějších obranných mechanismů proti nabídkám převzetí jsou řídicí orgány unijních společností částečně limitovány již obecným korporátním právem. I zde vyvstává otázka, zda je zakotvení pravidla neutrality v těchto podmínkách relevantní. Oběma výše vymezeným problémům bude věnována tato podkapitola.

### 3.3.1. Argument koncentrované vlastnické struktury unijních společností

*Davies, Schuster a de Chelcke* uvádí na podporu relevance pravidla neutrality v jurisdikcích s převážně koncentrovanou vlastnickou strukturou hned tři kategorie argumentů.<sup>269</sup> Zaprvé typická vlastnická koncentrovanost unijních společností nevyklučuje existenci společností s roztržštěnou vlastnickou strukturou. Zadruhé existují jisté indicie, že vlastnická koncentrace unijních společností bude v budoucnu oslabovat. A konečně, že společnosti nelze jednoduše členit na vlastnický koncentrované a roztržštěné, neboť existují mezní případy, u kterých pravidlo neutrality může hrát důležitou roli.

Nejprve převažující existence společností s koncentrovanou vlastnickou strukturou v dané jurisdikci nevyklučuje výskyt společností s roztržštěnou vlastnickou strukturou<sup>270</sup>, pro něž je pravidlo neutrality vzhledem k omezené způsobilosti jednotlivých akcionářů účinně disciplinovat členy řídicího orgánu a limitovat jejich střet zájmů potencionálně přínosné.

Pravidlo neutrality přitom podle mého názoru nijak závažně nenarušuje poměry ve společnostech s kontrolujícím akcionářem, neboť tento akcionář může v případě potřeby prosadit svou vůli a řídicí orgán k přijmutí obranných mechanismů zmocnit. Rovněž lze předpokládat, že výskyt nepřátelských nabídek převzetí u společností s kontrolujícím akcionářem bude spíše výjimečný. K reálné aplikaci pravidla neutrality tak bude docházet v drtivé většině případů u společností s roztržštěnější vlastnickou koncentrací.

Druhým argumentem pro relevanci pravidla neutrality v unijních jurisdikcích je, že převaha společností s kontrolujícím akcionářem se v některých unijních jurisdikcích zmenšuje ve prospěch roztržštěnějších vlastnických struktur.<sup>271</sup> Autoři na podporu tohoto tvrzení uvádějí výsledky studie<sup>272</sup>, ze které vyplývá, že mezi roky 1996 až 2006 došlo k procentuálnímu navýšení podílu společností s roztržštěnou vlastnickou strukturou o 16 % ve Francii, o 22 % v Německu a o 19 % v Itálii. Podle citované studie se za společnost s roztržštěnou vlastnickou strukturou považuje společnost, kde žádný z akcionářů nepřesahuje 25 % podílu na hlasovacích právech společnosti, což je dle mého názoru přílnavé kritérium.

---

<sup>269</sup> DAVIES, Paul L., SCHUSTER, Edmund-Philipp, and Van De Walle DE GHELCKE, Emilie. op. cit. pozn. 43. S.17-19.

<sup>270</sup> Tamtéž. S.17.

<sup>271</sup> Tamtéž.

<sup>272</sup> FRANKS, Julian R., MAYER, Colin., VOLPIN, Paolo F., and WAGNER, Hannes F. Evolution of Family Capitalism: A Comparative Study of France, Germany, Italy and the UK.[online]. EFA 2009 Bergen Meetings Paper. [cit. 20.2.2024]. Dostupné z: <http://ssrn.com/abstract=1102475>.

V tomto kontextu je pozoruhodný článek *Wolfa-Georga Ringeho*<sup>273</sup>, který podporuje výše uvedené tvrzení, když mimo jiné poukazuje na slábnoucí koncentrovanost vlastnických struktur německých kótovaných společností mezi roky 2001 a 2014. To je z hlediska unijní harmonizace pravidla neutrality velmi zajímavá skutečnost, neboť právě Německo bylo největším oponentem přijetí pravidla neutrality do současné směrnice o nabídkách převzetí a současně se jedná o významnou unijní jurisdikci. Důvodem pro vyšší roztržitost vlastnické struktury německých kótovaných společností je podle *Wolfa-Georga Ringeho* sílící globalizace, tlak trhu na diverzifikaci, změny v daňové regulaci a posilující integrace vnitřního trhu EU.

Zejména relevantní v rámci této práce shledávám tvrzenou korelaci mezi vyšší ekonomickou integrací EU a roztržitější vlastnickou strukturou společností. Tato korelace je dle autorem citovaných studií zapříčiněna nárůstem efektivity a hospodářské soutěže v důsledku ekonomické integrace, jež dále vytváří tlak na společnosti k přizpůsobení se a specializaci, což vede k vyšší potřebě oddělení vlastnictví a kontroly nad společnostmi.<sup>274</sup>

Jistě je třeba uvedené teoretické modely interpretovat obezřetně a zejména zkoumat jejich reálnou materializaci. Lze však předpokládat, že se ekonomická integrace EU bude nadále prohlubovat s ohledem na potřebu unijní ekonomické konkurenceschopnosti na globálním poli.

V tomto ohledu by mohlo být do budoucna relevantní současné plnění akčního plánu „*Unie kapitálových trhů pro občany a podniky*“ z roku 2020<sup>275</sup>, jehož cílem je vytvoření jednotného kapitálového trhu EU mimo jiné prostřednictvím opatření na podporu kapitálového trhu jako segmentu umožňujícímu společnostem vyváženější strukturu financování oproti závislosti na čistě bankovním financování. Konkrétně se jedná například o záměr zjednodušení požadavků na zalistování společností na burzu.<sup>276</sup> Obecně tak lze očekávat, že pravidla corporate governance týkající se kótovaných společností včetně regulace nabídek převzetí a pravidla

---

<sup>273</sup> RINGE, Wolf-Georg. Changing Law and Ownership Patterns in Germany: Corporate Governance and the Erosion of Deutschland AG. [Online]. The American journal of comparative law. 2015, roč. 63, č. 2, s. 493-538. [cit. 20.2.2024]. ISSN 0002-919X. Dostupné z: <https://doi.org/10.5131/AJCL.2015.0014>.

<sup>274</sup> Tamtéž. S.521.

<sup>275</sup> EVROPSKÁ KOMISE. Sdělení komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a Výboru regionů (COM/2020/590 final). [online]. Unie kapitálových trhů pro občany a podniky – nový akční plán. Brusel. 24. 9. 2020. [cit. 31.1.2024]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=COM%3A2020%3A590%3AFIN>.

<sup>276</sup> EVROPSKÁ KOMISE. Tisková zpráva ze dne 7. 12. 2023: Unie kapitálových trhů: nové návrhy týkající se clearingů, platební neschopnosti podniků a kótování společností s cílem zvýšit atraktivitu kapitálových trhů EU. [online]. Brusel. 7.12.2023. [cit. 30. 1. 2024]. Dostupné z: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/cs/ip\\_22\\_7348](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/cs/ip_22_7348).

neutrality budou v budoucnu frekventovanějším předmětem regulatorních debat třeba i v jurisdikcích, pro které byla tato problematika dosud méně relevantní.

Pokud je tedy předpoklad vlivu hlubší unijní integrace na vlastnickou strukturu společností správný a integrace vnitřního trhu EU bude dále postupovat, je možné, že bude v budoucnu pravidlo neutrality relevantnějším nástrojem regulace pro širší okruh společností.

Konečně poslední argument uváděný *Daviesem, Schusterem a de Chelckem* na podporu relevance pravidla neutrality v jurisdikcích považovaných za typické koncentrovanou vlastnickou strukturou společností vyplývá z toho, že společnosti nemůžeme jednoduše dělit vlastnickou koncentrované a roztržštěné, neboť existují případy, kdy je společnost kontrolovaná úzkým okruhem akcionářů, kteří společně disponují kontrolou ve společnosti nebo je společnost pouze *de facto* kontrolována většinovým akcionářem.<sup>277</sup>

V těchto případech může být společnost cílem úspěšné nepřátelské nabídky převzetí, pokud budou mít někteří z okruhu kontrolujících akcionářů společně s dostatečným počtem ostatních akcionářů vůli své akcie prodat. V těchto případech by pravomoci řídicího orgánu k přijímání obranných mechanismů bez souhlasu valné hromady mohly bránit jinak úspěšné nabídce převzetí i u společností, které nelze pokládat za společnosti s typicky roztržštěnou vlastnickou strukturou.

Posledně uvedený argument osobně reflektuji v tom smyslu, že konkrétní mocenské rozložení v rámci společnosti může být různorodé. Relevance pravidla neutrality u konkrétní společnosti tak může v celku plynule kolísat podle toho, jak silnou pozici má kontrolující akcionář nebo jak soudržná je koalice kontrolujících akcionářů. V určitých případech si pak lze představit situace, kdy panují jisté nedostatky ve výkonu monitoringu a zajišťování disciplíny členů řídicího orgánu a pravidlo neutrality k prevenci jednání těchto členů ve střetu zájmů vůči nabídce převzetí či doplňující disciplinární efekt nabídky převzetí může být přínosem.

Závěrem lze tedy shrnout, že skutečnost, že jistou jurisdikci nebo jejich skupinu považujeme za typické koncentrovanou strukturou společností, sama o sobě nevyklučuje relevanci pravidla neutrality v těchto jurisdikcích, neboť pro skupinu společností se spíše roztržštěnou vlastnickou strukturou relevanci a potencionální přínos má. V intenzivně vlastnickou koncentrovaných společnostech se třeba pravidlo neutrality zdá nadbytečné, nikoliv však zvláště

---

<sup>277</sup> DAVIES, Paul L., SCHUSTER, Edmund-Philipp, and Van De Walle DE GHELCKE, Emilie. op. cit. pozn. 43. S.17-19.

narušující poměry uvnitř těchto společností, neboť v těchto případech pouze explicitně povolává právě kontrolujícího akcionáře, který je schopen prosadit svou vůli na valné hromadě, ke schválení adopce obranných mechanismů ve výjimečné situaci, jakou je nabídka převzetí.

Současně existují jisté indicie, že by se v budoucnu na trhu mohlo objevovat více společností s roztržitou vlastnickou strukturou a s unijní politickou podporou dalšího rozvoje kapitálového trhu i více veřejně obchodovaných společností obecně, což by obecně úpravu nabídek převzetí a současně význam pravidla neutrality v EU zvýšilo.

### **3.3.2. Dostupnost obranných mechanismů v unijních jurisdikcích**

Předmětem této podkapitoly je stručná analýza relevance pravidla neutrality s ohledem na rozsah působnosti řídicích orgánů unijních společností v otázce adopce obranných mechanismů. V této souvislosti částečně odkazují na pojednání v podkapitole 1.2.2.1., kde byla věnována pozornost unijním požadavkům na vymezení určitých pravomocí orgánů společností, které jsou relevantní pro možnost řídicího orgánu ze své vlastní působnosti přijímat některé obranné mechanismy vůči nabídkám převzetí.

Pravidlem neutrality ve směrnici o nabídkách převzetí se omezují pravomoci řídicího orgánu cílové společnosti, jejichž využití by mohlo vést ke zmaření nabídky, s výslovným uvedením vydávání jakýchkoliv akcií jako příkladu takové pravomoci. K takovým krokům se vyžaduje předběžné zmocnění valné hromady. Z logiky věci, se pravidlo neutrality prakticky stává relativně nadbytečným v případech, kdy k předmětnému kroku je třeba předchozího zmocnění valné hromady již na základě obecných norem korporátního práva příslušné jurisdikce.

Mezi nejefektivnější obranné mechanismy patří mechanismy založené na (podmíněném) upisování nových akcií a vyloučení přednostní práva na úpis nových akcií, jimiž jsou například *poison pill* nebo *white squire*. Jak již bylo zmíněno v podkapitole 1.2.2.1., ke zvyšování základního kapitálu mimo jiné úpisem nových akcií a omezování či rušení přednostních práv na úpis nových akcií je v unijních jurisdikcích na základě směrnice 2017/1132 zásadně třeba souhlasu valné hromady. V obou případech však lze toto oprávnění buďto prostřednictvím stanov nebo rozhodnutím valné hromady s časovým omezením svěřit jinému orgánu, a to v předem vymezeném rozsahu. Konkrétní vymezení maximálního rozsahu oprávnění je ponecháno na členských státech.

Jakkoliv se zdá problematické diskriminační omezování a vylučování přednostního práva na upisování akcií z hlediska zásady rovného zacházení s akcionáři, lze si představit, že v podmínkách konkrétního právního řádu členského státu, který využije diskreci nabízenou

směrnicí, bude řídicí orgán společnosti vybaven dostatečnou působností k adopci efektivních obranných mechanismů.

Z *Vosovi* studie týkající se právního rámce pro upisování nových akcií a vyloučení přednostního práva na jejich úpis mimo jiné ve Francii a Belgii přitom vyplývá, že tyto jurisdikce ponechávají poměrně široký prostor valné hromadě pro zmocnění řídicího orgánu k upisování nových akcií včetně vyloučení přednostního práva na jejich úpis.<sup>278</sup> Rovněž *Habersack* poukazuje na skutečnost, že i v intencích německého práva je statutární orgán společně s dozorčí radou zpravidla způsobilý k přijímání obranných mechanismů založených na upisování nových akcií s vyloučením přednostního práva na jejich úpis.<sup>279</sup>

Oproti výše uvedenému by se dalo argumentovat, že fakticky je souhlasu valné hromady k přijímání obranných mechanismů v určitém časovém okamžiku stále třeba. Zde však *Davies, Schuster a de Chelcke* poukazují na významný rozdíl mezi tím, když valná hromada nezávisle na jakékoliv nabídce převzetí uděluje řídicímu orgánu společnosti generální zmocnění k upisování nových akcií a situací, kdy tak valná hromada činí pro konkrétní případ v kontextu bezprostředně hrozící nabídky převzetí.

Generální zmocnění řídicího orgánu k upisování nových akcií a omezování přednostních práv akcionářů na jejich úpis totiž může obecně sloužit radě akcionářům prospěšných účelů, například k flexibilnímu financování společnosti. Naproti tomu lze předpokládat, že pokud řídicí orgán společnosti žádá valnou hromadu o zmocnění k úpisu nových akcií tváří v tvář nabídce převzetí, budou akcionáři na valné hromadě vedeni zcela odlišnými úvahami, což může vyústit v zcela odlišný výsledek takového rozhodnutí.<sup>280</sup> Pravidlo neutrality přitom vyžaduje předchozí souhlas valné hromady ke konkrétnímu kroku nezávisle na dřívějším generálním zmocnění, čímž vyplňuje regulatorní mezeru.

Lze očekávat, že právní řády členských států budou rovněž obsahovat určitá omezení působnosti řídicího orgánu v otázce dispozice s významnými aktivy společnosti, což je relevantní z hlediska možnosti adopce obranného mechanismu *crown jewel defence*.

---

<sup>278</sup> VOS, Tom, Authorisations to issue shares and disapply pre-emption rights in the UK, Belgium and France: law, economics and practice. [Online]. The journal of corporate law studies. 2023, roč. 23, č. 1, s. 231-269. [cit. 31.1.2024]. ISSN 1473-5970. Dostupné z: <https://doi.org/10.1080/14735970.2023.2244677>. S.244.

<sup>279</sup> HABERSACK, Mathias. 2018. op. cit. 62. S.20.

<sup>280</sup> DAVIES, Paul L., SCHUSTER, Edmund-Philipp, and Van De Walle DE GHELCKE, Emilie. op. cit. pozn. 43. S.7-8.

Například české právo vyžaduje pro převod nebo zastavení závodu nebo takové části jmění, která by znamenala podstatnou změnu skutečného předmětu podnikání nebo činnosti společnosti, souhlasu valné hromady podle § 421 odst. 2 písm. m) ZOK. Zde může být v určitých případech problematický samotný výklad sousloví „*podstatné změny skutečného předmětu podnikání nebo činnosti společnosti*“. Současně je představitelné, že veřejně obchodovaná společnost disponuje řadou aktiv různého druhu, přičemž některé z těchto aktiv nutně nemusí tvořit závod či přímo souviset s předmětem činnosti společnosti. Přesto mohou být tato aktiva lukrativním cílem pro předkladatele nabídky. V takových případech by zásadně měl být řídicí orgán ze své vlastní působnosti oprávněn k nakládání s takovými aktivy.

V tomto pravidlo neutrality míří účelně na frustrační potenciál dané transakce pro nabídku převzetí bez ohledu na charakter objektu transakce nebo jeho souvislost s podnikáním společnosti, a pokrývá tak řadu myslitelných případů, které by se pod zákonné omezení dispozice nevměstnaly.

Podle německého práva je dokonce dispozice s aktivy společnosti zásadně omezena výlučně požadavkem dodržení standardu výkonu funkce členy řídicího orgánu společnosti.<sup>281</sup> Na úskalí regulace přijímání obranných mechanismů řídicím orgánem společnosti prostřednictvím standardu výkonu funkce jako v jistém smyslu alternativně k pravidlu neutrality bylo v této práci poukázáno při více příležitostech. V obecnosti lze v tomto odkázat na výklad v podkapitole 2.1. této práce.

Konečně se pravidlo neutrality vztahuje obecně na všechny kroky, které mohou vést ke zmaření nabídky, a uplatní se tak i v případě budoucího výskytu nových inovativních obranných mechanismů, jež nebudou obecnými normami korporátního práva vůbec předvídaný.<sup>282</sup>

Pravidlo neutrality tak s ohledem na výše uvedené argumenty není irelevantním, ale naopak účinně reguluje situace, které začasť nejsou nebo nemusí být normami obecného korporátního práva s ohledem na specifika nabídek převzetí uspokojivě adresovány. Současně, jak uvádí *Habersack*, pravidlo neutrality významně přispívá právní jistotě<sup>283</sup>, což je dle mého názoru velmi důležité v oblasti nabídek převzetí, kde je soudní přezkum dodržení příslušného standardu výkonu funkce členy řídicího orgánu při přijímání obranných opatření z řady důvodů problematický.

---

<sup>281</sup> Tamtéž. S.12. Pozn. autora: Autoři reflektují stav německé právní úpravy účinné k roku 2010.

<sup>282</sup> Tamtéž. S.4–5.

<sup>283</sup> HABERSACK, Mathias. 2018. op. cit. 62. S.21.



## 4. Alternativní přístupy regulace pravidla neutrality

Předmětem této kapitoly je nastínění a zhodnocení alternativních způsobů harmonizace pravidla neutrality, které se unijnímu zákonodárci nabízejí pro případ revize současné směrnice o nabídkách převzetí.

Analýza vychází z dosavadních dílčích závěrů této práce, a to zejména závěru, že pravidlo neutrality má své opodstatnění z hlediska corporate governance a je nejučinnějším prostředkem regulace problémů corporate governance, které plynou ze způsobilosti řídicího orgánu cílové společnosti zmařit nabídku převzetí prostřednictvím obranných mechanismů.

Uvedený předpoklad je přitom v souladu s dikcí nejnovější verze G20/OECD Principů řízení a správy společností vydaných OECD v září roku 2023,<sup>284</sup> v nichž se mimo jiné uvádí, že *„Obranné mechanismy proti nabídkám převzetí by neměly bránit management a řídicí orgán společnosti před odpovědností“*, a dále, že *„...investoři i burzy vyjádřili obavy, že by rozšířené používání obranných mechanismů mohlo být vážnou překážkou pro fungování trhu s korporátní kontrolou. V některých případech převzetí mohou být obranné mechanismy jednoduše zařízením, které chrání management nebo řídicí orgán před kontrolou ze strany akcionářů.“*<sup>285</sup>

Intenzita problémů corporate governance vyplývajících ze způsobilosti řídicího orgánu zmařit nabídku převzetí se nicméně různí s ohledem na specifika jednotlivých jurisdikcí a specifika jednotlivých společností.

S ohledem na specifika jednotlivých jurisdikcí však bylo uzavřeno, že argument typicky koncentrované vlastnické struktury veřejně obchodovaných společností v dané jurisdikci sám o sobě zcela nezbavuje pravidla neutrality jeho relevance. Současně z obecného posouzení dostupnosti obranných mechanismů řídicím orgánům unijních společností vyplývá, že obecné normy korporátního práva dané jurisdikce začasté nebudou způsobilé eliminovat všechna rizika vyplývající z absence pravidla neutrality.

S přihlédnutím ke specifickým jednotlivých společností v kontextu aplikace pravidla neutrality bylo naznačeno, že v některých případech může aplikace pravidla neutrality implikovat neefektivní výstupy s negativními důsledky pro danou společnost. Tento aspekt je při vymezování možných alternativních způsobů harmonizace pravidla neutrality třeba vzít v potaz.

---

<sup>284</sup> OECD, G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023 [online], OECD Publishing, Paris, 2015, [cit. 3. 2. 2023]. Dostupné z: <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>. Článek II.H.2. S. 21.

<sup>285</sup> Pozn. Překlad autora.

Dále bylo uzavřeno, že současná úprava pravidla neutrality ve směrnici o nabídkách převzetí nenaplňuje původní harmonizační cíle. Důvodem je zejména široká diskrece členských států v otázce transpozice pravidla neutrality. Způsob transpozice směrnice členskými státy přitom podle studie *Daviese, Schustera a de Chelckeho* představuje ve své podstatě opačný posun oproti jejím harmonizačním cílům.

Zhodnocení alternativních režimů regulace pravidla neutrality na unijní úrovni v rámci této kapitoly přitom vychází z toho, že skutečně harmonizovaný režim podpoří rozvoj vnitřního trhu EU a realizaci jeho ekonomického potenciálu zejména prostřednictvím odstranění některých překážek přeshraničních nabídek převzetí a zavedením rovných a transparentních podmínek pro jejich uskutečňování, čímž se zvýší právní jistota a sníží transakční náklady nabídek převzetí. Svou podstatou se nicméně jedná o hypotézu ekonomického rázu, a proto je její bližší zkoumání vhodné prostřednictvím ekonomických vědních oborů.

Konečně se sluší před vymezením alternativních možností unijního zákonodárce připomenout, že lze pozorovat jistý trend vyšší vlastnické roztržičnosti veřejně obchodovaných společností v unijních jurisdikcích, což by společně se současným prosazováním politiky rozvoje kapitálového trhu v EU mohlo úvahy nad revizí směrnice o nabídkách převzetí oživit.

Ve světle výše uvedeného je předmětem této kapitoly stručný rozbor možných alternativních legislativních řešení pravidla neutrality, které se unijnímu zákonodárci v případě revize směrnice o nabídkách převzetí nabízí. Ze všech kategoricky možných variant revize jsou krajními řešeními buďto úplné zrušení pravidla neutrality v rámci unijní regulace nabídek převzetí nebo zavedení striktního pravidla neutrality, tedy bez možnosti odchylek ze strany členských států ani jednotlivých společností.

Mezi těmito body se nachází způsoby harmonizace, které povinně stanoví určitý dispozitivní právní režim a v různé míře umožní modifikace buďto členským státům při transpozici novelizované směrnice nebo jednotlivým společnostem v rámci vnitrostátní právní úpravy.

Zvláštní pozornost přitom bude věnována návrhům stran odborné veřejnosti, jež jsou postaveny na dispozitivním uplatňování pravidla neutrality s možností *opt-outu* pro jednotlivé společnosti bez diskrece členských států.<sup>286</sup>

---

<sup>286</sup> ENRIQUES, Luca, GILSON, R. J., PACCES, A. M. 2014. op. cit. pozn. 3. Srov. DAVIES, Paul L., SCHUSTER, Edmund-Philipp, and Van De Walle DE GHELCKE, Emilie. op. cit. pozn. 43.

#### 4.1. Zrušení pravidla neutrality

Varianta zrušení pravidla neutrality v rámci unijní regulace nabídek převzetí se s ohledem na dílčí závěry této práce zdá nežádoucí. Pro úplnost výkladu a nemožnost vyloučení její potenciality však považuji za vhodné o ní a jejích implikacích krátce pojednat.

Jakkoliv je již za současného režimu směrnice o nabídkách převzetí zachována možnost členských států v rámci své jurisdikce pravidlo neutrality neaplikovat, mám za to, že explicitní vynětí pravidla neutrality z unijního legislativního rámce by znamenalo další odklon od uplatňování pravidla neutrality ve vnitrostátních právních řádech členských států.

Navzdory diskrece členských států v otázce transpozice pravidla neutrality představuje současné vymezení pravidla neutrality ve směrnici jistou předlohu. Tato předloha může být členskými státy do vnitrostátního právního řádu jednoduše přejata bez zvláštních nákladů na legislativní vypracovávání nebo vyjednávání alternativního návrhu. V tomto kontextu je představitelné, že ve členských státech, kde je lokální kapitálový trh v rannější fázi svého vývoje a regulaci nabídek převzetí se tak od zákonodárců nedostává zvláštní pozornosti, je varianta adopce unijní předlohy vítaným nízkonákladovým způsobem transpozice. Tato úprava se tak tiše stává realitou v rámci tamní právní úpravy nabídek převzetí a v rámci okruhu členských států v obdobném postavení jistý omezený harmonizační efekt má.

V tomto duchu lze předpokládat, že bez zvláštního externího podnětu nebudou zákonodárci těchto členských států disponovat zvláštním zájmem na novelizaci stávajícího režimu v případě vynětí pravidla neutrality z revidované verze směrnice. Explicitní zrušení pravidla neutrality v EU však může zavdat příčinu vzniku zmíněného externího podnětu.

Revize směrnice totiž v určitých členských státech s relativně rozvinutým lokálním kapitálovým trhem, kde je problematika nabídek převzetí přirozeně pozoruhodnější téma, pravděpodobně povede k opětovné evaluaci vnitrostátní právní úpravy a případným navazujícím změnám. S přihlédnutím ke zkušenosti s protekcionistickým stylem transpozice pravidla neutrality členskými státy na základě současné směrnice lze dle mého názoru s uvážením důvodů, které k protekcionistickému posunu vedly, očekávat obdobný posun i v případě revidované verze směrnice nově bez pravidla neutrality.

V tomto kontextu se domnívám, že zrušení pravidla neutrality na vnitrostátní úrovni v reakci na předestřenu revizi směrnice v některém nebo ve více členských státech by mohlo odstartovat jakýsi dominový efekt. Předpokládám totiž, že členské státy, které by třeba neměly zvláštní zájem na změně stávajícího režimu, budou změnou v některých jiných členských státech

ke změně motivovány, a to zejména z důvodu potenciální konkurenční nevýhody plynoucí z relativní otevřenosti „domácích“ společností vůči společnostem z jiných členských států, jež se obrannými mechanismy v důsledku absence pravidla neutrality zásadně bránit mohou. Tato obava některých členských států koneckonců stála za přijetím pravidla reciprocity.

Dle mého názoru bychom tak v návaznosti na zrušení pravidla neutrality v rámci revize směrnice byli svědky přijímání odlišných vnitrostátních právních úprav zákonodárci členských států, které by za různých podmínek uvolňovaly omezení řídicích orgánů cílových společností k adopci obranných mechanismů. Takový vývoj by nepochybně omezil výskyt a pravděpodobnost úspěchu přeshraničních nabídek převzetí. Předpokládané motivace členských států k takovému posunu přitom jen velmi vzdáleně souvisí se zájmy na kvalitní regulaci problémů corporate governance při nabídkách převzetí.

S ohledem na výše uvedené soudím, že zrušení pravidla neutrality na unijní úrovni by znamenalo významný krok zpět v unijní ekonomické integraci v této oblasti a významně omezilo fungování trhu s korporátní kontrolou napříč EU.

#### **4.2. Povinné pravidlo neutrality bez flexibilních prvků**

Protipólem varianty zrušení pravidla neutrality na unijní úrovni je zakotvení povinně aplikovatelného pravidla neutrality bez možnosti členských států nebo jednotlivých společností jeho aplikaci vyloučit či modifikovat.

Z hlediska zájmu EU na hlubší ekonomické integraci a zakotvení rovných podmínek pro nabídky převzetí na vnitřním trhu se jedná o nejúčinnější variantu, která by přispěla vytvoření aktivního trhu s korporátní kontrolou veřejně obchodovaných společností v EU. Plně harmonizovaný režim pravidla neutrality by v otázce způsobilosti řídicích orgánů cílových společností přijímat obranné mechanismy vůči nabídkám převzetí zvýšil právní jistotu recipientů předmětných právních norem a omezil transakční náklady přeshraničních nabídek převzetí.

Současně je zakotvení pravidla neutrality do unijní regulace nabídek převzetí vzhledem k jeho opodstatnění z hlediska corporate governance v souladu s dílčími závěry této práce. Rozhodování o nabídce převzetí by v takovém případě napříč unijními jurisdikcemi záleželo výlučně na vůli akcionářů cílové společnosti, kteří by buďto zmocnili řídicí orgán k přijetí obranného mechanismu v konkrétním případě nebo individuálně rozhodli o podstatě nabídky jejím přijetím či nepřijetím.

Přes výše uvedené výhody plně harmonizovaného režimu pravidla neutrality prostřednictvím jeho povinné transpozice do vnitrostátních právních řádů jsou zde nicméně relevantní argumenty pro zakotvení určitých flexibilních prvků do tohoto režimu. Flexibilními prvky zde rozumím možnost modifikace nebo vyloučení aplikace pravidla neutrality za určitých podmínek. Zdá se, že zvláštní opodstatnění mají tyto flexibilní prvky v kontextu určitých společností, u nichž může striktní aplikace pravidla neutrality pro jejich specifika implikovat jisté neefektivity a ve svém důsledku být nežádoucí.

Uvedené se týká zejména společností, u nichž se s ohledem na povahu jejich obchodní činnosti zintenzivňují některé problémy, na které bylo upozorněno v rámci výkladu o argumentech proti zakotvení pravidla neutrality v rámci podkapitoly 3.2.2. Těmito problémy jsou zejména prohloubení informační asymetrie mezi akcionáři společnosti a jejím řídicím orgánem, a dále problém spočívající v tlaku na řídicí orgán k dosahování krátkodobých výsledků, který plyne z kontinuální otevřenosti společnosti nabídkám převzetí, především ve společnostech, u nichž je tržní cena akcií velmi volatilní, protože může být daná společnost častějším cílem suboptimálních nabídek převzetí, které k tomu v daném kontextu mají obecně pravděpodobnější šanci na úspěch. Oba problémy přitom částečně pramení z vyšší pravděpodobnosti tržních selhání v souvislosti se specifiky odvětví, ve kterém dané společnosti operují, nebo v souvislosti se zvláštní vývojovou etapou, kterou daná společnost prochází.

Volatilita tržní ceny akcie může být zapříčiněna například tím, že rozvoj společnosti prostřednictvím inovací probíhá nelineárně na základě dlouhodobého vývoje produktů a jejich nepravidelného uvádění na trh. Hodnota společnosti tak závisí na jejích budoucích příležitostech, jejichž posouzení *ex ante* je problematické.<sup>287</sup> Tržní cena akcie tak může častěji zaostávat za inherentní hodnotou účasti ve společnosti, přičemž tato skutečnost může s ohledem na náklady akcionářů na evaluaci adekvátnosti nabídky a objektivní obtížnosti této evaluace vyústit v nevýhodné transakce prostřednictvím nabídek převzetí.

Jak již bylo předestřeno volatilita tržní ceny akcie může být rovněž zapříčiněna konkrétní fází vývoje, kterou daná společnost prochází. Lze přitom očekávat, že tato volatilita bude vyšší například v období po vstupu společnosti na burzu nebo pokud společnost prochází určitou formou

---

<sup>287</sup> ENRIQUES, Luca, GILSON, R. J., PACCES, A. M. 2014. op. cit. pozn. 3. S. 96.

restrukturalizace.<sup>288</sup> Výkyvy v tržní ceně akcií pak mohou být obecně výraznější v určitých odvětvích.

Informační výhoda řídicího orgánu a jeho pravomoc k přijetí obranných mechanismů může v těchto případech vyšší riziko úspěšného převzetí za suboptimálních podmínek snížit. Dostupnost obranných opatření řídicímu orgánu cílové společnosti může současně zajistit určitou míru stability v řízení společnosti, což bude zejména příhodné u uvažovaného druhu společností, jejichž prosperita závisí na dlouhodobém vývoji produktů a vyžaduje vysoký objem dlouhodobých investic.

Ve výše nastíněných případech si lze představit, že jistá míra flexibility ve prospěch jednotlivých společností bude přínosem, zejména pokud je případný střet zájmů členů řídicího orgánu v určité míře usměrněn jinými prostředky corporate governance. Se zakotvením flexibilních prvků do pravidla neutrality se nicméně pojí další legislativní otázky a problémy, o nichž bude blíže pojednáno v následující podkapitole. Mám však za to, že výše uvedené nijak nepodporuje poskytnutí diskrece k formování vnitrostátních právních režimů pravidla neutrality členskými státy.

Konečně se s návrhem plně harmonizovaného režimu pravidla neutrality bez flexibilních prvků pojí také riziko politické opozice ze strany členských států z jistých politicko-ekonomických důvodů. V této souvislosti považuji za důležité ve stručnosti pojednat o dvou z těchto důvodů, které by pravděpodobně byly předmětem úvah při projednávání revidované verze směrnice.

Prvním důvodem je obava, že unijní společnosti uplatňující pravidlo neutrality budou svou otevřeností vůči nabídkám převzetí trpět konkurenční nevýhodou vůči společnostem ze třetích států, které třeba pravidlo neutrality uplatňovat nemusí. Principiálně tak bude pro předkladatele nabídky ze třetího státu formálně snadnější uskutečnit převzetí unijní společnosti než naopak. Tímto budou unijní společnosti na globálním trhu s korporátní kontrolou trpět konkurenční nevýhodou. Takový problém by v rámci plně harmonizovaného režimu pravidla neutrality neměl nastat mezi společnostmi ze členských států.

Druhý důvod spočívá v potencionální obavě členských států o vyšší pravděpodobnost převzetí „domácích“ společností, které operují ve strategických odvětvích, zahraničními subjekty,

---

<sup>288</sup> Tamtéž.

a to jak ze třetích států, tak jiných členských států. Taková převzetí pak mohou narušovat zájmy členských států v oblasti národní bezpečnosti a veřejného pořádku.

Nejprve k nastíněnému problému potencionální konkurenční nevýhody unijních společností. Tento byl předmětem zkoumání již při přípravě současné směrnice, kdy Winterova komise adresovala obavy z nerovných podmínek pro nabídky převzetí mezi EU a USA.<sup>289</sup>

V citované zprávě Winterova komise poukázala na některé rozdíly mezi ekonomickým a právním prostředím EU a USA, a mimo jiné poukázala na některé alternativní mechanismy corporate governance, které širokou působnost řídicích orgánů amerických společností k přijímání obranných mechanismů moderují, čímž je snížen rozsah obávané konkurenční nevýhody. I s ohledem na tvrzené kontroverze doprovázející právní režim v USA v odborné literatuře Winterova komise uzavřela, že tento režim není v unijních podmínkách vhodný a argument nerovných podmínek neshledala přesvědčivým. Pro případ politických kontroverzí však připustila možnost aplikace příznivého právního režimu pro nabídky převzetí (včetně pravidla neutrality) pouze ve vztahu ke společnostech z ostatních členských států.<sup>290</sup> Zde lze najít určitý předobraz pravidla reciprocity v současném znění směrnice.

Pravidlo reciprocity ve směrnici se však s ohledem na diskreci členských států v otázkách pravidla neutrality a pravidla průlomu potencionálně uplatní i ve vztazích subjektů v rámci EU. V tomto bylo pravidlo reciprocity stran odborné veřejnosti poměrně hojně kritizováno z hlediska narušování harmonizačních cílů směrnice, ve své podstatě diskriminačnímu charakteru a způsobilostí omezovat svobodu usazování v EU, výkladových problémů, funkčních nedostatků a komplikovanému aplikačnímu mechanismu.<sup>291</sup>

V případě, že však revidovaná směrnice zavede plně harmonizovaný režim pravidla neutrality, nebude z mého pohledu s ohledem na podstatu problému pravidlo reciprocity v kontextu intra unijních nabídek převzetí potřeba, neboť principiálně ke vzniku konkurenčních výhod mezi subjekty z jednotlivých členských států nedojde.

---

<sup>289</sup> WINTER, Jaap W., SCHANS CHRISTENSEN, Jan., GARRIDO GARCIA, José M., HOPT, Klaus J., RICKFORD, Jonathan., ROSSI, Guido., SIMON, Joelle. 2002. op. cit. 101. S.6.

<sup>290</sup> Tamtéž. S.42

<sup>291</sup> CLARKE, Blanaid. 2009. op. cit. pozn. 177. S.194.; Srov. PAPADOPOULOS, Thomas. 2010. op. cit. pozn. 28. S.135.; Srov. GATTI, Matteo. 2005. op. cit. pozn. 172. S.573.; Srov. DAVIES, Paul L., SCHUSTER, Edmund-Philipp, and Van De Walle DE GHELCKE, Emilie. op. cit. pozn. 43. S.21–23.

Především tak bude třeba adresovat vztah mezi unijní regulací nabídek převzetí, v uvažovaném případě regulací, která podporuje nabídky převzetí, a regulací nabídek převzetí ve třetích státech. V každém případě se však jedná o celounijní problém a osobně nevidím důvody pro udělení diskrece v otázce aplikace různých forem pravidla reciprocity jednotlivým členským státům. K řešení nastíněného problému přitom v určité míře mohou sloužit jisté flexibilní prvky zakotvené na unijní úrovni regulace pravidla neutrality.

Druhé úskalí návrhu plně harmonizovaného povinného pravidla neutrality se týká možných obav členských států ohledně vyšší otevřenosti „domácích“ společností operujících ve strategických odvětvích, jež mají pro danou jurisdikci z tohoto důvodu zvláštní význam, převzetím ze strany zahraničních subjektů. Těmito společnostmi mohou být například společnosti operující v energetických, dopravních nebo zdravotnických infrastrukturách. I v tomto případě se však dle mého názoru jedná o celounijní problém, který bude nejlépe adresován společným postupem, a nikoliv diferencovanou úpravou jednotlivých členských států.

Vedle toho politický zájem na ochraně „domácích“ společností před převzetími ze strany zahraničních subjektů, jakkoliv v konkrétním případě ospravedlnitelný zájem na ochraně veřejné bezpečnosti a veřejného pořádku, je dle mého názoru problémem v kontextu nabídek převzetí svým způsobem specifickým a jeho povaha je velmi odlišná od problémů vyplývajících z poměrů akcionářů a řídicího orgánu společnosti, a proto lze uvažovat nad tím, zda by neměl být účinněji adresován jinými právními prostředky, a to například prostředky správního práva.

Ve vztahu k subjektům ze třetích států je příkladem reflexe uvedeného problému v unijní legislativě Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2019/452 ze dne 19. března 2019, kterým se stanoví rámec pro prověřování přímých zahraničních investic směřujících do Unie,<sup>292</sup> jímž se stanovuje unijní rámec pro tzv. investiční screening zahraničních investic do Unie, jež reflektuje soudobé zavedení prověřovacích mechanismů zahraničních investic v některých členských státech s možností omezení volného kapitálu z důvodu veřejného pořádku nebo veřejné bezpečnosti.<sup>293</sup> Vzájemný vztah citované regulace s právní úpravou pravidla neutrality na unijní úrovni je jistě zajímavou půdou pro další výzkum, avšak uvedená problematika jde svým rozsahem nad rámec této práce a částečně přesahuje do odvětví práva mezinárodního obchodu.

---

<sup>292</sup> Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2019/452 ze dne 19. března 2019, kterým se stanoví rámec pro prověřování přímých zahraničních investic směřujících do Unie. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [cit. 20. 2. 2024]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/>.

<sup>293</sup> Tamtéž. Recitál 4.



Vzhledem k tomu, že svým rozsahem a komplexností posledně uvažovaný problém striktní aplikace pravidla neutrality bez flexibilních prvků jde nad rámce problematiky corporate governance a této práce, nebude o něm dále pojednáno. Jsem však toho názoru, že aby měl revidovaný návrh směrnice o nabídkách převzetí v otázce pravidla neutrality naději na přijetí, musí být tento aspekt unijním zákonodárcem uspokojivě a komplexně zvážěn nejlépe již před zahájením legislativního procesu. V opačném případě lze na základě historické zkušenosti očekávat vážnou politickou opozici v průběhu projednávání návrhu. Současně mám za to, že by problém měl být řešen společným postupem na unijní úrovni, a neměl sloužit jako důvod udělení diskrece členským státům v otázce aplikace pravidla neutrality, neboť takové řešení by velmi pravděpodobně podstatně omezilo potencionální přínosy harmonizovaného režimu.

Lze tedy uzavřít, že přes výhody plně harmonizovaného režimu pravidla neutrality, zde jsou pádné argumenty pro zakotvení určitých flexibilních prvků, a to zejména s ohledem na specifika jednotlivých společností. Současně návrh plně harmonizovaného režimu pravidla neutrality implikuje jisté politicko-ekonomické problémy, jež by do určité míry mohly být řešeny zakotvením specifických flexibilních prvků do unijního režimu pravidla neutrality. V případě obou problémů se však zdá, že jejich vhodné řešení nespočívá v udělení diskrece členským státům k formování těchto flexibilních prvků do vnitrostátních právních úprav. Je však nutné doplnit, že posledně jmenovaný důvod pro zakotvení flexibilních prvků do unijního režimu je významně komplexnějším problémem, který jde na rámec této práce a v rámci této kapitoly byl jen obecně nastíněn.

#### **4.3. Dispozitivní pravidlo neutrality s možností *opt-outu***

Z pojednání o alternativě striktního pravidla neutrality bez flexibilních prvků v předchozí podkapitole vyplývá, že jistá míra flexibility pravidla neutrality v EU by mohla být ku prospěchu. Z uvažovaných problémů však vyplývá, že nejlépe bude taková flexibilita poskytnuta jednotlivým společnostem v rámci dispozitivní aplikace pravidla neutrality nežli členským státům v rámci transpozice revidované směrnice.

V následující podkapitole bude krátce pojednáno obecně o některých aspektech flexibilního modelu pravidla neutrality. V další podkapitole bude pojednáno o konkrétním návrhu revize pravidla neutrality v EU ze strany *Enriquese, Gilsona, a Paccese*<sup>294</sup>, jež se svou podstatou

---

<sup>294</sup> ENRIQUES, Luca, GILSON, R. J., PACCES, A. M. 2014. op. cit. pozn. 3.

shoduje s návrhem *Daviese, Schustera a de Chelcke*<sup>295</sup>, a který je založen na principu zakotvení pravidla neutrality jako dispozitivního pravidla s možností jednotlivých společností se od tohoto dispozitivního režimu odchýlit.

#### **4.3.1. Flexibilní model pravidla neutrality obecně**

Mezi krajními variantami úplného zrušení pravidla neutrality a povinného pravidla neutrality bez flexibilních prvků, které umožňují se ve vymezených případech od aplikace pravidla neutrality odchýlit existuje rozmanitá škála možností alternativní regulace. Nejčastějším modelem těchto variant přitom bude stanovení určitého dispozitivního pravidla, jehož aplikaci mohou ve stanovené míře modifikovat buďto členské státy při transpozici směrnice anebo jednotlivé společnosti prostřednictvím autonomní normotvorby v rámci právní úpravy daného členského státu.

Obecně můžeme předpokládat, že čím více potencionálních možností aplikace pravidla neutrality existuje tím menší harmonizační efekt dané regulace lze očekávat. Současná úprava pravidla neutrality ve směrnici o nabídkách převzetí přitom fakticky nabízí možnost různých modifikací na obou myslitelných úrovních, tedy jak na úrovni členských států, tak na úrovni jednotlivých společností. Aplikační mechanismus pravidla neutrality je nadto obohacen o pravidlo reciprocity, což implikuje rozmanitý systém s širokou škálou potencionálních situací, do kterých se recipienti norem mohou dostat. V takovém případě lze mít pochybnosti o tom, nakolik skutečně dochází k harmonizaci právních řádů členských států v dané otázce.

V rámci podkapitoly 4.2. bylo pojednáno o dvou teoretických důvodech pro zakotvení flexibilních prvků do pravidla neutrality na unijní úrovni, jimiž je potřeba zohlednění specifík jednotlivých společností a politický zájem na ochraně „domácích“ společností před převzetím ze strany zahraničních investorů. Tyto důvody však nutně neimplikují potřebu modifikace pravidla neutrality na úrovni členských států. K reflexi specifík jednotlivých společností v kontextu aplikace pravidla neutrality totiž nejefektivněji dojde právě na úrovni jednotlivých společností. Problémy plynoucí z obecné otevřenosti unijních společností převzetím ze strany zahraničních subjektů je vhodné a žádoucí adresovat společným celounijním přístupem.

Jistě může faktická potřeba zakotvení pravidla neutrality záviset také na podmínkách corporate governance v příslušné jurisdikci, což by obecně mohlo sloužit jako argument pro

---

<sup>295</sup> DAVIES, Paul L., SCHUSTER, Edmund-Philipp, and Van De Walle DE GHELCKE, Emilie. op. cit. pozn. 43.

ponechání diskrece členských státům k modifikacím pravidla neutrality při transpozici. Z analýzy provedené v kapitole 3 této práce však vyplývá, že alternativní nástroje corporate governance jsou jen zřídka kdy způsobilé spolehlivě adresovat střet zájmů členů řídicího orgánu při rozhodování o přijetí obranných mechanismů a pravidlo neutrality je v tomto nejúčinnější metodou regulace.

Současně z pojednání v podkapitole 3.3.2 vyplývá, že pravidlo neutrality vyplňuje regulatorní mezeru i případech, kdy jsou pravomoci řídicího orgánu v různé míře limitovány normami obecného korporátního práva příslušné jurisdikce. Proto se ani z tohoto úhlu pohledu nezdá potřebné poskytovat členským státům zvláštní diskreci v otázce transpozice pravidla neutrality.

#### 4.3.2. Návrh „nezaujaté“ regulace nabídek převzetí v EU

S diskrecí členských států v otázce zakotvení pravidla neutrality nepočítají ani *Enriques, Gilson, a Paccès*<sup>296</sup> v rámci jejich návrhu tzv. nezaujaté regulace nabídek převzetí. Základní myšlenkou za tímto návrhem je, že právní regulace nabídek převzetí by *apriori* neměla ani bránit ani podporovat výskyt nabídek převzetí obecně, nýbrž zakotvit takový právní rámec, který v co nejširší míře umožní úspěch ekonomicky efektivních nabídek převzetí a zabrání uskutečnění těch ekonomicky neefektivních. Jediné obecně aplikované pravidlo přitom není způsobilé tohoto cíle dosáhnout, protože nereflektuje specifika jednotlivých případů. Zákonodárce by proto měl zakotvit dispozitivní režim, který v průměru nejvíce eliminuje aspekty umožňující úspěch neefektivních nabídek převzetí napříč všemi společnostmi, přičemž individuální společnosti by měly možnost se od tohoto dispozitivního režimu předem stanoveným způsobem odchýlit, pokud je to v jejich případě efektivní.

V rámci tohoto způsobu regulace je přitom podle autorů důležité nejen zvolit vhodný dispozitivní režim, ale také vytvořit příznivé právní podmínky pro změnu, pokud je v daném případě efektivní, a to prostřednictvím vhodných procedurálních pravidel a vytvoření jisté nabídky (tzv. *menu*) alternativních pravidel, která změnu v případě její potřeby usnadní.

Za účelem volby vhodného dispozitivního režimu *Enriques, Gilson, a Paccès* krátce pojednávají o výhodách čistě akcionářského rozhodování o nabídce převzetí a výhodách způsobilosti řídicího orgánu přijímat obranné mechanismy.<sup>297</sup> V obou případech podle autorů vznikají neefektivit. Riziko a rozměr těchto neefektivit přitom záleží na kontextu konkrétní

---

<sup>296</sup> ENRIQUES, Luca, GILSON, R. J., PACCES, A. M. 2014. op. cit. pozn. 3.

<sup>297</sup> Tamtéž. S.94-95.

společnosti. Obecně však má preference akcionářského rozhodování, tedy *a priori* nemožnost řídicího orgánu přijímat obranné mechanismy bez souhlasu valné hromady, převažující výhody.

Podle autorů může být v první řadě informační výhoda členů řídicího orgánu zmírněna informačními povinnostmi společností, a za druhé, že střet zájmů členů řídicího orgánu je závažnějším narušením efektivního rozhodování o nabídce než vady akcionářského rozhodování.

O způsobilosti vyvážit informační asymetrii informačními povinnostmi společností lze mít relevantní pochybnosti, neboť ne všechny informace o interním fungování společnosti a jejích strategiích mohou být předmětem informačních povinností z důvodu jejich konkurenční citlivosti. Současně je třeba, aby tyto informace akcionáři v odpovídající míře zpracovávali a odpovídajícím způsobem také reflektovali ve svém rozhodování.

Druhý argument má však dle mého názoru vyšší relevanci. Autoři tvrdí, že vady ryze akcionářského rozhodování mohou být korigovány heterogenitou akcionářů, když někteří akcionáři mohou být lépe informováni a trpět iracionálním zaměřením na krátkodobé zisky v menší míře. Vady rozhodování členů řídicího orgánu, tedy zejména jejich střet zájmů, přitom obdobnou ekvivalentní korekci nemají.<sup>298</sup>

V tomto kontextu považuji za vhodné poznamenat, že specifickou skupinou akcionářů jsou zejména institucionální investoři. Vliv institucionálních investorů, kteří také tvoří zcela homogenní skupinu, na úvahy o pravidlu neutrality z hlediska corporate governance nebyly v této práci analyzovány. Vzhledem k jejich vysokému zastoupení ve vlastnických strukturách veřejně obchodovaných společností v Evropě však tento aspekt není zanedbatelný.<sup>299</sup> Proto mám za to, že tento aspekt je relevantním podnětem pro další výzkum, který může do problematiky vnést důležité poznatky.

Autoři nicméně uvádějí rovněž strategický důvod pro zakotvení pravidla neutrality (jako zde nastíněného modelu akcionářského rozhodování) jako dispozitivního režimu. Tento důvod spočívá v tom, že obecně je vhodnější zvolit dispozitivní režim ve prospěch té strany, která má vysoké náklady na učinění změny.<sup>300</sup> Pravidlo neutrality funguje principiálně ve prospěch akcionářů. Řídicí orgán je přitom v lepším postavení iniciovat změnu tím, že ji akcionářům

---

<sup>298</sup> Tamtéž. S.96.

<sup>299</sup> Celkem 36 % podle dat z konce roku 2022 viz. OECD Corporate Governance Factbook 2023, op. cit. pozn. 9. S.18.

<sup>300</sup> ENRIQUES, Luca, GILSON, R. J., PACCES, A. M. 2014. op. cit. pozn. 3. S.103. Srov. DAVIES, Paul L., SCHUSTER, Edmund-Philipp, and Van De Walle DE GHELCKE, Emilie. op. cit. pozn. 43. S.53.

společnosti navrhne, a to s minimálními náklady.<sup>301</sup> Změnu přitom musí řídicí orgán náležitě vyargumentovat a o její potřebnosti přesvědčit akcionáře, což chrání akcionáře a zvyšuje informovanost jejich rozhodnutí.

V případě, že dispozitivní režim naopak opravňuje řídicí orgán k přijímání obranných mechanismů, má tento orgán jen velmi omezené motivace k uskutečnění změny, ačkoliv by byla v daném případě efektivní, neboť lze předpokládat, že se řídicí orgán nebude chtít zbavovat své pravomoci z vlastní vůle. Současně mají akcionáři společnosti zvláště ve společnostech s roztržštěnou vlastnickou strukturou pouze omezené možnosti změnu iniciovat a uskutečnit v důsledku jejich koordinačních problémů a racionální apatie.

O výše uvedeném vypovídá i zkušenost ze současné směrnice o nabídkách převzetí, když *Davies, Schuster a de Chelcke* nezaregistrovali ani jeden případ, kdy by v jurisdikci s dispozitivní absencí pravidla neutrality společnost sama učinila *opt-in* ve prospěch pravidla neutrality.<sup>302</sup> Tento jev je dle autorů zapříčiněn mimo jiné koordinačními problémy akcionářů společnosti k učinění změny a dále přísným požadavkem článku 12 odst. 2 směrnice, který stanoví, že rozhodnutí o adopci pravidla neutrality přijímá valná hromada v souladu s pravidly pro změnu stanov, čili zpravidla kvalifikovanou většinou.

V souvislosti s výše uvedeným *Enriques, Gilson, a Paccès* s odkazem na článek *Hansmanna*<sup>303</sup> upozorňují na zkušenost, že smluvní svoboda v korporátním právu zůstává obecně začasť kótovanými společnostmi nevyužita a dispozitivní pravidla jsou tak velmi přilnavá. I proto je třeba mechanismus dispozitivního pravidla s možností *opt-outu* doplnit dalšími prvky, které změnu v případě její potřeby usnadňují.

Jedním z těchto prvků je vytvoření jisté nabídky alternativních možností tzv. menu, které změnu dispozitivního režimu usnadní.<sup>304</sup> Předem zákonem vymezené možnosti odchýlení se od výchozího režimu odstraňují právní nejistotu ohledně legality těchto alternativních řešení a současně snižují náklady spojené s jejich vytvářením a vyjednáváním.

Tento aspekt má z mého pohledu významnou výhodu rovněž v tom, že současně s flexibilní možností odchylky pro cílové společnosti zajišťuje částečně harmonizovaný režim

---

<sup>301</sup> ENRIQUES, Luca, GILSON, R. J., PACCES, A. M. 2014. op. cit. pozn. 3. S.103.

<sup>302</sup> DAVIES, Paul L., SCHUSTER, Edmund-Philipp, and Van De Walle DE GHELCKE, Emilie. op. cit. pozn. 43. S.41.

<sup>303</sup> HANSMANN, Henry. Corporation and Contract. [online]. American law and economics review. 2006, roč. 8, č. 1, s. 1-19. [cit. 10.2.2024] ISSN 1465-7252. Dostupné z: <https://doi.org/10.1093/aler/ahj007>.

<sup>304</sup> ENRIQUES, Luca, GILSON, R. J., PACCES, A. M. 2014. op. cit. pozn. 3. S.105.

napříč členskými státy, a tedy přispívá právní jistotě i v případě, kdy se akcionáři společnosti rozhodnou pro *opt-out* z pravidla neutrality.

Již bylo v této podkapitole naznačeno, že nemalou roli v otázce usnadnění změny dispozitivního režimu hrají i procedurální pravidla pro změnu jako například zákonem požadovaná většina k přijetí rozhodnutí o změně na valné hromadě.

Mám za to, že požadavek většiny potřebné pro změnu stanov (tedy zpravidla určité kvalifikované většiny) pro rozhodnutí valné hromady o *opt-outu* je příliš přísný a mohl by významně omezit potencionální přínos nastíněného flexibilního režimu. Alternativně shledávám ospravedlnitelným požadavek souhlasu pouze takové většiny akcionářů, kteří společně disponují prostou většinou hlasovacích práv ve společnosti. Prostá většina hlasovacích práv ve společnosti totiž představuje *de iure* kontrolu, o níž zásadně usiluje případný předkladatel nabídky. Tato většina by tak postačila k relativnímu úspěchu potencionální nabídky převzetí. Osobně přitom nevidím důvod, proč by se pro rozhodnutí o změně režimu pravidla neutrality, a tedy zmocnění nebo omezení pravomoci řídicího orgánu nabídky mařit, měla lišit.

Důležitým procedurálním aspektem modifikací dispozitivního pravidla neutrality na úrovni jednotlivých společností je rovněž jisté časové vymezení platnosti rozhodnutí o *opt-outu*. Vzhledem k tomu, že během času může přirozeně docházet ke změnám v akcionářské struktuře společnosti, obsazení členů řídicího orgánu, modifikacím obchodní strategie společnosti a některým zvláštním vývojovým etapám vývoje společnosti, je vhodné, aby rozhodnutí o *opt-outu* nebylo vytesáno do kamene jednou pro vždy.<sup>305</sup>

Pouhá možnost valné hromady kdykoliv zvrátit dřívější rozhodnutí o *opt-outu* přitom nemusí být dostačující s ohledem na již zmíněné koordinační problémy akcionářů k učinění změny dispozitivního pravidla. Proto souhlasím s návrhem *Daviese, Schustera a de Chelcke*, že by rozhodnutí o *opt-outu* mělo být periodicky předkládáno opětovnému rozhodnutí valné hromady.<sup>306</sup> Citovaní autoři přitom navrhují maximální dobu platnosti rozhodnutí *opt-outu* 5 let. Stanovení podstatně kratší doby by přitom mohlo omezit některé přínosy s rozhodnutím o *opt-outu* spojené.

Osobně se s návrhem *Enriques, Gilson, a Paccés*, jež se ve své podstatě shoduje s návrhem *Daviese, Schustera a de Chelcke* v tom, že unijní zákonodárce by měl dispozitivně zakotvit

---

<sup>305</sup> ENRIQUES, Luca, GILSON, R. J., PACCÉS, A. M. 2014. op. cit. pozn. 3. S.122. Srov. DAVIES, Paul L., SCHUSTER, Edmund-Philipp, and Van De Walle DE GHELCKE, Emilie. op. cit. pozn. 43. S.55.

<sup>306</sup> DAVIES, Paul L., SCHUSTER, Edmund-Philipp, and Van De Walle DE GHELCKE, Emilie. op. cit. pozn. 43.

pravidlo neutrality s možností jednotlivých společností učinit *opt-out*, ztotožňují. Dispozitivní zakotvení pravidla neutrality je v souladu s dílčím závěrem této práce, že pravidlo neutrality je opodstatněným a nejučinnějším řešením problémů corporate governance spojených s nabídkou převzetí, a to zejména problému střetu zájmů řídicího orgánu cílové společnosti při rozhodování o adopci obranných mechanismů. Současně navrhovaný režim reflektuje i některé argumenty proti zakotvení pravidla neutrality, když dává konkrétním společnostem s ohledem na jejich specifika možnost modifikace.

Omezením diskrece členských států v otázce transpozice pravidla neutrality se zvýší harmonizační potenciál oproti současnému nevyhovujícímu stavu, a tedy umožní realizace potencionálních výhod integrovaného vnitřního trhu a zejména trhu s korporátní kontrolou, který je jeho součástí. Flexibilita na úrovni jednotlivých společností by přitom mohla zmírnit případné politické kontroverze doprovázející debaty o pravidlu neutrality v EU, a tak nabízí vítanou cestu k obnovení úvah o revizi současného unijního režimu pravidla neutrality.

Přes výše uvedené lze jistě polemizovat nad tím, zda jednotlivé společnosti budou smluvní svobodu užívat efektivním způsobem. V rámci rozhodování valné hromady akcionářů o *opt-out* nebo případně zpětného rozhodnutí o *opt-in* totiž vystávají velmi podobné problémy corporate governance, o nichž bylo úžeji pojednáno v této práci.

Řídicí orgán společnosti bude mít velmi pravděpodobně přirozený zájem na tom, s pravomocí k přijímání obranných mechanismů disponovat, a tak může oportunisticky navrhopvat nebo doporučovat akcionářům společnosti rozhodnutí o *opt-outu* v případech, kdy pro ně zcela přesvědčivé opodstatnění není. Akcionáři společnosti však mají možnost argumenty řídicího orgánu posoudit s plným vědomím toho, oč je vlastně členové tohoto řídicího orgánu společnosti žádají a jaká úskalí pro ně plynou z jejich potencionálního střetu zájmů při rozhodování o přijetí obranných mechanismů.

Nakonec jsou to právě akcionáři společnosti, kteří účastí ve společnosti jakožto její reziduální věřitelé riskují své vlastní finanční prostředky, a kterým by tak na blahobytu společnosti mělo záležet nejvíce. Principiálně se tak jeví explicitní alokace rozhodnutí o možnosti řídicího orgánu cílové společnosti bránit společnost před nabídkami převzetí, ať již formou preventivního rozhodnutí o *opt-outu* z pravidla neutrality nebo zmocněním pro konkrétní případ v rámci aplikace pravidla neutrality, do rukou akcionářů společnosti jako dobré řešení.

## Závěr

Předmětem této diplomové práce byla právní analýza pravidla neutrality orgánů cílové společnosti z hlediska corporate governance v kontextu unijní harmonizace právní regulace nabídek převzetí.

V první kapitole byla zasazena problematika pravidla neutrality do širšího kontextu corporate governance a regulace nabídek převzetí se zaměřením na její harmonizaci v Evropské Unii. Zvláštní pozornost byla věnována vymezení role řídicího orgánu cílové společnosti při nabídce převzetí, a to zejména jeho působnosti k adopci tzv. obranných mechanismů, jež jsou způsobilé nabídku převzetí zmařit. Bylo zjištěno, že z unijního právního rámce v tomto plynou určitá omezení působnosti řídicího orgánu.

Dále bylo v rámci vymezení širšího ekonomického základu nabídek převzetí pojednáno o trhu s korporátní kontrolou a některých jeho aspektech, a to zejména disciplinární funkci nabídek převzetí jako tzv. externího mechanismu corporate governance a potencionálních ekonomických přínosech aktivního trhu s korporátní kontrolou, jimiž jsou efektivní alokace zdrojů v ekonomice a využívání synergetických efektů a výhod ekonomiky rozsahu. V této souvislosti bylo nicméně poukázáno na skutečnost, že empirické studie o těchto přínosech nejsou zcela jednoznačné.

V obecných rysech byly nastíněny specifické problémy corporate governance, které se s nabídkami převzetí pojí, a bylo poukázáno na skutečnost, že charakter a rozsah těchto problémů je závislý v první řadě na úrovni vlastnické koncentrace ve společnosti. Dále byl vymezen účel právní regulace nabídek převzetí, přičemž tento účel a podoba regulace nabídek převzetí jsou začasť ovlivněny některými tradičními rysy corporate governance v dané jurisdikci, typickou vlastnickou strukturou společností v dané jurisdikci a v neposlední řadě také některými politicko-ekonomickými zájmy jednotlivých států.

V podkapitole věnované účelu harmonizace nabídek převzetí v Evropské Unii bylo pojednáno o trhu s korporátní kontrolou jako součásti vnitřního trhu a nabídkách převzetí jako možné formy výkonu svobody usazování. V této souvislosti bylo pojednáno o tom, že diferencovaná právní úprava nabídek převzetí v jednotlivých členských státech může omezit plné využití výhod vnitřního trhu a potencionální přínosy aktivního trhu s korporátní kontrolou.

Závěrem první kapitoly bylo pojednáno o směrnici o nabídkách převzetí, a to konkrétně ve stručnosti o jejích historických kořenech, aplikační působnosti a právním základu, a konečně byl uveden stručný přehled pravidel ve směrnici obsažených.



Druhá kapitola této práce byla věnována výlučně pravidlu neutrality orgánů cílové společností ve směrnici o nabídkách převzetí společně s vymezením jeho transpozičního mechanismu. Význam pravidla neutrality a jeho harmonizační efekt je zcela zásadně ovlivněn článkem 12 směrnice, který pravidlo neutrality uvádí jako nepovinné ujednání. Transpozice pravidla neutrality je tímto téměř plně v diskreci členských států. Aplikace pravidla neutrality nadto může být v konkrétním případě v závislosti na řadě proměnných ovlivněna pravidlem reciprocit. Studie provedená *Daviesem, Schusterem a de Chelckem* přitom naznačuje, že členské státy směrnici v otázce pravidla neutrality transponovaly protekcionistickým způsobem v rozporu s původním záměrem harmonizace pravidla neutrality v Evropské Unii. Bylo uzavřeno, že směrnice o nabídkách převzetí v otázce pravidla neutrality nenaplňuje harmonizační cíl, a to především z důvodu dobrovolnosti transpozice pravidla neutrality a jeho složitému a komplexnímu transpozičnímu a aplikačnímu mechanismu. Předkladatelé nabídek převzetí tak v Evropské Unii stále čelí vysokým transakčním nákladům a právní nejistotě s ohledem na přeshraniční nabídky převzetí.

Předmětem třetí kapitoly této práce byla analýza pravidla neutrality z hlediska corporate governance, a to konkrétně zda je pravidlo neutrality opodstatněným a vhodným nástrojem regulace problémů corporate governance, které se s nabídkami převzetí pojí, a současně do jaké míry je harmonizace pravidla neutrality v Evropské Unii třeba.

V rámci této kapitoly byly systematicky posouzeny argumenty pro a proti zakotvení pravidla neutrality plynoucí z odborné literatury. Zásadním argumentem pro zakotvení pravidla neutrality byl shledán střet zájmů členů řídicího orgánu cílové společnosti při rozhodování o použití obranných mechanismů vůči nabídce převzetí. Regulace chování řídicího orgánu cílové společnosti při nabídce převzetí výlučně prostřednictvím standardu výkonu funkce může vzhledem ke komplexnímu ekonomickému základu problému a šíři konkrétního standardu implikovat nedostatky v odpovědnosti členů řídicího orgánu. Současně bylo uzavřeno, že alternativní nástroje corporate governance jako odměňovací politika nebo zapojení určitých „nezávislých“ osob do rozhodování nejsou způsobilé střet zájmů členů řídicího orgánu v odpovídající míře mitigovat. Zdá se tedy, že pravidlo neutrality v otázce omezení střetu zájmů členů řídicích orgánů cílových společností nemá mezi nástroji corporate governance z hlediska účinnosti a spolehlivosti ekvivalentní řešení.

Efektivita disciplinární funkce nabídek převzetí jako argumentu pro zakotvení pravidla neutrality závisí na řadě proměnných faktorů a v unijních podmínkách by pravděpodobně stále musela být vhodně doplněna jinými interními nástroji corporate governance.

Argumenty svědčící pravomoci řídicího orgánu přijímat obranné mechanismy vůči nabídkám převzetí spočívající ve výhodě centralizovaného jednání o nabídce a zájmu na ochraně zájmů jiných zúčastněných osob se sami o sobě nezdají dostatečně přesvědčivými. Výhodu centralizovaného jednání lze realizovat dle vůle akcionářů i při aplikaci pravidla neutrality. Ochrana zájmů jiných zúčastněných stran na společnosti při nabídce převzetí prostřednictvím řídicího orgánu oprávněného k přijetí obranných mechanismů se zdá nepřiměřená a efektivněji bude zajištěna právními prostředky jiných právních odvětví. Současně není jisté, zda členové řídicího orgánu svou pravomoc z důvodu vlastních oportunistických motivací k ochraně zájmů zúčastněných stran využijí. Totéž platí o argumentu informační výhody členů řídicího orgánu k posouzení adekvátnosti nabídky. Váha tohoto argumentu však závisí na specifikách konkrétní společnosti.

Zvláště silným argumentem proti pravidlu neutrality byl shledán argument spočívající v tom, že nemožnost řídicího orgánu bránit cílovou společnost před nabídkami převzetí může implikovat tlak na členy tohoto řídicího orgánu k dosahování krátkodobých výsledků na úrok prosazování dlouhodobých vizí společnosti. Tento argument může mít rovněž větší váhu v kontextu určitého druhu společností. Bylo však poukázáno na skutečnost, že ochrana společnosti před potencionální nabídkou převzetí není jedinou motivací členů řídicího orgánu při řízení a správě společnosti. Proto k omezení tlaku na dosahování krátkodobých výsledků mohou sloužit i jiné nástroje corporate governance. Obecně je však problém tzv. *corporate short-termism* předmětem širší debaty v rámci corporate governance, jejíž výstupy bude třeba zohlednit v úvahách o vhodné regulaci působnosti řídicího orgánu cílové společnosti při nabídkách převzetí.

Závěrem vzájemného posouzení argumentů pro a proti pravidlu neutrality v této práci je, že nejsilnějším argumentem pro omezení působnosti řídicího orgánu cílové společnosti při nabídkách převzetí je střet zájmů členů tohoto orgánu. Bylo uzavřeno, že pravidlo neutrality je v tomto obecně nejúčinnějším a nejspolehlivějším nástrojem corporate governance, a tedy má své opodstatnění z hlediska corporate governance. Intenzita a charakter problémů, které se pravidlem neutrality adresují, se nicméně mohou lišit v závislosti na specifikách konkrétních společností.

Konečně byla v rámci třetí kapitoly adresována rovněž otázka, zda je harmonizace pravidla neutrality s ohledem na některá specifika unijních jurisdikcí potřebná. Těmito specifiky přitom jsou zejména relativně koncentrovaná vlastnická struktura unijních společností, v nichž jsou problémy adresované pravidlem neutrality zásadně menší, a relativně omezená působnost řídicího orgánu k přijímání opatření, která jsou způsobilá zmařit nabídku převzetí, již na základě norem obecného korporátního práva.

S ohledem na vlastnickou koncentraci unijních společností bylo poukázáno na skutečnost, že typická vlastnická koncentrovanost společnosti nevyklučuje existenci společností s roztržštěnou vlastnickou strukturou na trhu, u nichž je pravidlo neutrality relevantní, a přitom nijak zvláště nezasahuje do poměrů v kontrolovaných společnostech. Současně existují i mezní případy, kdy kontrola společnosti není zcela pevná a pravidlo neutrality by v těchto případech mohlo hrát roli, a rovněž existují jisté indicie, že vlastnická koncentrace unijních společností bude v budoucnu oslabovat.

V souvislosti s omezenou dostupností obranných mechanismů řídicím orgánům v unijních jurisdikcích bylo s odkazem na výklad ve druhé kapitole této práce zjištěno, že přes jistá omezení již na unijní úrovni existuje řada případů, kdy řídicí orgány cílových společností budou ze své působnosti způsobilé zmařit konkrétní nabídky převzetí bez předchozího souhlasu akcionářů společnosti. Tyto případy budou přitom pravidlem neutrality účinně adresovány.

V souladu s názory v odborné literatuře tak bylo uzavřeno, že pravidlo neutrality je relevantní i s přihlédnutím k některým specifikům unijních jurisdikcí. S ohledem na přínos harmonizace pravidla neutrality na úrovni Evropské Unie bylo v další části práce vycházeno z předpokladu, že harmonizovaný režim podpoří rozvoj vnitřního trhu a realizaci jeho ekonomického potenciálu zejména prostřednictvím odstranění některých překážek přeshraničních nabídek převzetí a zavedením rovných a transparentních podmínek pro jejich uskutečňování, čímž se zvýší právní jistota a sníží transakční náklady nabídek převzetí na vnitřním trhu. Svou podstatou se ovšem jedná o hypotézu ekonomického rázu, jejíž platnost je třeba zkoumat prostřednictvím ekonomických vědních oborů.

S ohledem na dílčí závěry o nevyhovující úrovni harmonizace pravidla neutrality v rámci současného právního rámce Evropské Unie a opodstatnění pravidla neutrality z hlediska corporate governance, a současně vzhledem k předpokladu ekonomického přínosu harmonizovaného režimu pravidla neutrality v Evropské Unii bylo přistoupeno k analýze možných alternativních přístupů harmonizace v rámci čtvrté kapitoly této práce.

V první řadě byla věnována pozornost dvěma krajním variantám bez flexibilních prvků na úrovni transpozice členskými státy nebo na úrovni jednotlivých společností. Přestože zrušení pravidla neutrality v rámci revidované směrnice o nabídkách převzetí je v rozporu se závěry této práce, bylo stručně pojednáno o jejích možných implikacích. Lze přitom očekávat, že úplné zrušení pravidla neutrality na unijní úrovni by vedlo k dalšímu odklonu od otevřenosti regulace vůči přeshraničním nabídkám převzetí v unijních jurisdikcích.

Varianta plně harmonizovaného povinného pravidla neutrality bez flexibilních prvků je principiálně v souladu se závěry této práci, avšak bylo poukázáno na některá její úskalí. Primárně se zdá, že jistá flexibilita na úrovni jednotlivých společností s ohledem na jejich specifika a různý rozměr problémů corporate governance v jejich kontextu by byla ku prospěchu efektivitě unijní regulace. V druhé řadě bylo upozorněno na možnou politickou opozici ze strany členských států a některé předpokládané zdroje této opozice, jež by mohly legislativní iniciativu k revizi směrnice ohrozit.

Konečně byl předmětem posouzení konkrétní návrh *Enriquese, Gilsona a Paccese* tzv. nezaujaté regulace nabídek převzetí v EU, jehož podstatou je harmonizovaný režim dispozitivní aplikace pravidla neutrality s možností jednotlivých společností učinit *opt-out* ve prospěch předem vymezených alternativních režimů bez diskrece členských států při transpozici. Jistě lze mít určité pochybnosti o tom, zda budou jednotlivé společnosti užívat tuto možnost efektivním způsobem. S návrhem autorů se však i s ohledem na dílčí závěry této práce ztotožňuji a věřím, že řešení obdobného charakteru by znamenalo krok vpřed z hlediska ekonomické integrace Evropské Unie v této oblasti.

Závěrem lze poukázat na určité problematiky, kterým nebyl v této práci věnován dostatečný prostor, avšak mohou mít na její závěry určitý vliv. Předmětem posouzení v této práci nebyl vliv institucionálních investorů jakožto akcionářů veřejně obchodovaných společností na argumenty pro a proti pravidlu neutrality z hlediska corporate governance. Institucionální investoři a způsob jakým participují na správě a řízení veřejně obchodovaných společností v dnešní době má však nezanedbatelný význam, a tudíž je tento aspekt velmi zajímavou půdou pro navazující výzkum. Téměř žádný prostor nebyl věnován ani souvislostem pravidla neutrality s tzv. strukturálními překážkami nabídek převzetí (tzv. *pre-bid defensive measures*), jimiž jsou například určitá omezení hlasovacích práv nebo režimy akcí s vícenásobnými hlasovacími právy. V širším měřítku hrají i tyto skutečnosti svou roli při úvahách nad vhodnou regulací pravidla neutrality v Evropské Unii. Ve velmi omezené míře bylo rovněž pojednáno o širším problému corporate governance, a to problému tzv. *corporate short-termism*. Tento problém je v současnosti frekventovaně debatovaným tématem v akademických kruzích, přičemž výstupy těchto debat a studií o tomto problému mohou mít na analýzu v této práci rovněž nezanedbatelný vliv.

## Seznam používaných zkratk

<b>EU</b>	Evropská Unie
<b>Komise</b>	Evropská Komise
<b>SEU</b>	Smlouva o Evropské Unii
<b>SFEU</b>	Smlouva o fungování Evropské Unie
<b>ZoNP</b>	Zákon č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí
<b>ZOK</b>	Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích)
<b>WpÜG</b>	Wertpapiererwerbs – und Übernahmegesetz vom 20. Dezember 2001 (BGBl. I S. 3822)

## Seznam použitých zdrojů

### 1. Seznam použité literatury

1. ČERNÁ, Stanislava; ŠTENGLOVÁ, Ivana a PELIKÁNOVÁ, Irena. a kol. Právo obchodních korporací. 2. vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2021. ISBN 978-80-7598-991-8;
2. DAVIES, Paul, RINGE, Wolf-Georg, HERTIG, Gerard, ARMOUR, John; KANDA, Hideki et al. The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach, Third edition. Oxford: Oxford University Press, 2017. ISBN 9780198739630;
3. FERRARINI, Guido; HOPT, Klaus J; WINTER, Jaap and WYMEERSCH, Eddy. Reforming company and takeover law in Europe. Oxford: Oxford University Press, 2004. ISBN 0-19-927380-4;
4. GERVEN, Dirk van. Common legal framework for takeover bids in Europe. Cambridge: Cambridge University Press, 2010. ISBN 0-511-84775-0;
5. GORDON, Jeffrey N. a RINGE, Wolf-Georg. The Oxford handbook of corporate law and governance. Oxford: Oxford University Press, 2015. ISBN 978-0-19-874368-2;
6. HAVEL, Bohumil a PIHERA, Vlastimil. Zákon o nabídkách převzetí: komentář. Praha: Beck, 2009. ISBN 978-80-7400-051-5;
7. HAVEL, Bohumil; LASÁK, Jan, PIHERA, Vlastimil, ŠTENGLOVÁ, Ivana, GŘIVNA, Tomáš et al. Corporate governance na pomezí zákona a soft law. Praha: Wolters Kluwer, 2022. ISBN 978-80-7676-557-3;
8. HURYCHOVÁ, Klára; TRUBAČ, Ondřej a VRAJÍK, Michal. Odměňování exekutivy akciových společností. Praha: Wolters Kluwer, 2017. ISBN 978-80-7552-840-7;
9. JOHNSTON, Andrew. EC regulation of corporate governance. Cambridge: Cambridge University Press, 2009. ISBN 978-0-521-87667-4;
10. LASÁK, Jan. Kontrola řízení a správy akciové společnosti a postavení dozorčí rady. Praha: Wolters Kluwer, 2023. ISBN 978-80-7676-566-5;
11. LASÁK, Jan. Zákon o nabídkách převzetí: komentář. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2012. ISBN 978-80-7357-888-6;
12. MACEY, Jonathan R. Corporate governance: promises kept, promises broken. [1st ed.]. Princeton: Princeton University Press, 2008. ISBN 9780691129990;
13. PAPADOPOULOS, Thomas. EU law and the harmonization of takeovers in the internal market. Alphen aan den Rijn, The Netherlands: Wolters Kluwer Law & Business, 2010. ISBN 90-411-3740-8;
14. ŠTENGLOVÁ, Ivana, DĚDIČ, Jan, LASÁK, Jan, PIHERA, Vlastimil, LÁLA, Daniel, JOSKOVÁ, Lucie. Akciové společnosti. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2023. ISBN 978-80-7400-914-3;

15. TOMÁŠEK, Michal; TÝČ, Vladimír; MALENOVSKÝ, Jiří; PELIKÁNOVÁ, Irena; PETRLÍK, David et al. Právo Evropské unie. 2. aktualizované vydání. Praha: Leges, 2017. ISBN 978-80-7502-184-7.

## 2. Seznam použitých odborných článků

1. AFSHARIPOUR, Afra a GELTER, Martin. Introduction to comparative corporate governance. In: Introduction to comparative corporate governance [online]. United Kingdom: Edward Elgar Publishing Limited, 2021 [cit. 1. 2. 2024]. ISBN 1788975324. Dostupné z: <https://doi.org/10.4337/9781788975339.00008>;
2. ARMOUR, John a SKEEL JR, David A. Who writes the rules for hostile takeovers, and why? - The peculiar divergence of U.S. and U.K. takeover regulation.[online]. The Georgetown law journal. 2007, roč. 95, č. 6, s. 1727-1794. [cit. 16.2.2024]. ISSN 0016-8092. Dostupné z: <https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/glj95&i=1739>;
3. BEBCHUK, Lucian Arye. The Case against Board Veto in Corporate Takeovers. [Online]. The University of Chicago law review. 2002, roč. 69, č. 3, s. 973-1035. [cit. 20.2.2024]. ISSN 0041-9494. Dostupné z: <https://doi.org/10.2307/1600639>;
4. CADBURY, Adrian. Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance [online]. London: Gee & Co. Ltd, 1992 [cit. 1. 2. 2024]. ISBN 0 85258 913 1. Dostupné z: <https://www.ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/cadbury.pdf>;
5. CLARKE, Blanaid J. Where was the 'Market for Corporate Control' when we Needed it?. [online]. The University College Dublin. 2009. UCD Working Papers in Law, Criminology & Socio-Legal Studies Research Paper No. 23/2009. [cit. 20.2.2024]. Dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=1524785>;
6. CLARKE, Blanaid. The Takeover Directive: Is a Little Regulation Better Than No Regulation?. [Online]. European law journal: review of European law in context. 2009, roč. 15, č. 2, s. 174-197. [cit. 5.11.2023] ISSN 1351-5993. Dostupné z: <https://doi.org/10.1111/j.1468-0386.2008.00457.x>;
7. DAVIES, Paul L., SCHUSTER, Edmund-Philipp, and Van De Walle DE GHELCKE, Emilie. "The Takeover Directive as a Protectionist Tool?".[online]. ECGI - Law Working Paper No. 141/2010, 2010. [cit. 3. 2. 2024]. Dostupné z: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1554616>;
8. EASTERBROOK, Frank H. a FISCHER, Daniel R. The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer. [online]. Harvard law review. 1981, roč. 94, č. 6, s. 1161-1204. [cit. 9. 2. 2024]. ISSN 0017-811X. Dostupné z: <https://doi.org/10.2307/1340753>;
9. EDWARDS, Vanessa. The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It's Written On?. [Online]. European company and financial law review. 2004, roč. 1, č. 4, s. 416-439. [cit. 20.2.2024]. ISSN 1613-2548. Dostupné z: <https://doi.org/10.1515/ecfr.2004.1.4.416>;
10. ENRIQUES, Luca, GILSON, R. J., PACCES, A. M. The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union). [online]. Harvard business law review

- (Cambridge, Mass.). 2014, roč. 4, č. 1, s. 85-127 [cit. 3.2.2024]. ISSN 2164-3601. Dostupné z: <https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/hbusrew4&i=91>;
11. ENRIQUES, Luca. A HARMONIZED EUROPEAN COMPANY LAW: ARE WE THERE ALREADY?. [online]. The International and comparative law quarterly. 2017, roč. 66, č. 3, s. 763-777. ISSN 0020-5893. [cit. 16.2.2024]. Dostupné z: <https://doi.org/10.1017/S0020589317000239>;
  12. FRANKS, Julian R., MAYER, Colin., VOLPIN, Paolo F., and WAGNER, Hannes F. Evolution of Family Capitalism: A Comparative Study of France, Germany, Italy and the UK.[online]. EFA 2009 Bergen Meetings Paper. [cit. 20.2.2024]. Dostupné z: <http://ssrn.com/abstract=1102475>;
  13. GATTI, Matteo. Optionality Arrangements and Reciprocity in the European Takeover Directive. [Online]. European business organization law review. 2005, roč. 6, č. 4, s. 553-579. [5.11.2023]. ISSN 1566-7529. Dostupné z: <https://doi.org/10.1017/S1566752905005537>;
  14. HABERSACK, Mathias. Non-frustration Rule and Mandatory Bid Rule – Cornerstones of European Takeover Law?. [online]. European company and financial law review. 2018, roč. 15, č. 1, s. 1-40. [cit. 12. 2. 2024]. ISSN 1613-2548. Dostupné z: <https://doi.org/10.1515/ecfr-2018-0001>;
  15. HANSMANN, Henry. Corporation and Contract. [online]. American law and economics review. 2006, roč. 8, č. 1, s. 1-19. [cit. 10.2.2024] ISSN 1465-7252. Dostupné z: <https://doi.org/10.1093/aler/ahj007>;
  16. HOPT, Klaus J. Takeover defenses in Europe: a comparative, theoretical and policy analysis. [online]. The Columbia journal of European law. 2014, roč. 20, č. 3, s. 249. [cit. 26.11.2023]. ISSN 1076-6715. Dostupné z: <https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/coljeul20&i=332>;
  17. LIPTON, Martin. Takeover Bids in the Target's Boardroom. [Online]. The Business lawyer. 1979, roč. 35, č. 1, s. 101-134. [cit. 2.12.2023]. ISSN 0007-6899. S. 114. Dostupné z: <https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/busl35&i=137>;
  18. MANNE, Henry G. Mergers and the Market for Corporate Control. [online]. The Journal of political economy. 1965, roč. 73, č. 2, s. 110-120. [cit. 12.2.2024]. ISSN 0022-3808. Dostupné z: <https://doi.org/10.1086/259000>;
  19. MARTYNOVA, Marina a RENNEBOOG, Luc. A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?.[online]. Journal of banking & finance. 2008, roč. 32, č. 10, s. 2148-2177. [cit. 12.2.2024]. ISSN 0378-4266. Dostupné z: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.038>;
  20. MCCHESENEY, Fred S. Manne, mergers, and the market for corporate control. [online]. Case Western Reserve law review. 1999, roč. 50, č. 2, s. 245. [cit. 12.2.2024]. ISSN 0008-7262. Dostupné z: <https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/cwrlrv50&i=265>;
  21. MUKWIRI, Jonathan. Protectionism and the EU Market for Corporate Control: Is It Possible to Get the Best of Both Worlds?. [Online]. European company and financial law



- review. 2018, roč. 15, č. 2, s. 308-338. [cit. 17.2.2024]. ISSN 1613-2548. Dostupné z: <https://doi.org/10.1515/ecfr-2018-0011>;
22. MUKWIRI, Jonathan. The End of History for the Board Neutrality Rule in the EU.[online]. European business organization law review. 2020, roč. 21, č. 2, s. 253-277. [cit. 16.2.2024]. ISSN 1566-7529. Dostupné z: <https://doi.org/10.1007/s40804-019-00164-w>;
  23. RINGE, Wolf-Georg. Changing Law and Ownership Patterns in Germany: Corporate Governance and the Erosion of Deutschland AG. [Online]. The American journal of comparative law. 2015, roč. 63, č. 2, s. 493-538. [cit. 20.2.2024]. ISSN 0002-919X. Dostupné z: <https://doi.org/10.5131/AJCL.2015.0014>;
  24. ROE, Mark J. Corporate Short-Termism—In the Boardroom and in the Courtroom. [Online]. The Business Lawyer. 2013, roč. 68, č. 4, s. 977-1006. [cit. 31.1.2024]. ISSN 0007-6899. Dostupné z: <https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/busl68&i=1029>;
  25. ROWOLDT, Maximilian a STARKE, Dennis. The role of governments in hostile takeovers – Evidence from regulation, anti-takeover provisions and government interventions. [online]. International review of law and economics. 2016, roč. 47, s. 1-15. [cit. 12.2.2024]. ISSN 0144-8188. Dostupné z: <https://doi.org/10.1016/j.irle.2016.03.003>;
  26. SERETAKIS, Alexandros. Hostile takeovers and defensive mechanisms in the United Kingdom and the United States: a case against the United States regime. [online]. Entrepreneurial business law journal. 2013, roč. 8, č. 2, s.12. [cit. 20.1.2024]. ISSN 1932-4480. Dostupné z: <https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=lgs&AN=95089562&lang=cs&site=ehost-live>;
  27. VOS, Tom, Authorisations to issue shares and disapply pre-emption rights in the UK, Belgium and France: law, economics and practice. [Online]. The journal of corporate law studies. 2023, roč. 23, č. 1, s. 231-269. [cit. 31.1.2024]. ISSN 1473-5970. Dostupné z: <https://doi.org/10.1080/14735970.2023.2244677>;
  28. WYMEERSCH, Eddy O. A New Look at the Debate About the Takeover Directive. [online]. Ghent University, Financial Law Institute Working Paper No. 2012-05. 2012. [cit. 20.2.2024]. Dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=1988927>.

### 3. Seznam použité judikatury

Usnesení Nejvyššího soudu ČR sp. zn. 27 Cdo 155/2019, ze dne 26. 11. 2020.

### 4. Seznam použitých internetových zdrojů

MORGAN, Oliver. Interference on the line, Oliver Morgan on the British dilemma. The Guardian. [online]. 28. listopadu 1999. [cit. 22.9.2023]. Dostupné z: <https://www.theguardian.com/business/1999/nov/28/observerbusiness.theobserver8>.

## 5. Seznam použitých právních předpisů

1. Smlouva o fungování Evropské unie. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [cit. 25. 2. 2024]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/>. („SFEU“);
2. Smlouva o Evropské Unii. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [cit. 25. 2. 2024]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/>. („SEU“);
3. Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES ze dne 21. dubna 2004 o nabídkách převzetí. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [cit. 20. 2. 2024]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/>. („směrnice o nabídkách převzetí“ nebo jen „směrnice“);
4. Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1132 ze dne 14. června 2017 o některých aspektech práva obchodních společností („směrnice 2017/1132“). In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [cit. 9. 2. 2024]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/>. („směrnice 2017/1132“);
5. Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2007/36/ES ze dne 11. července 2007 o výkonu některých práv akcionářů ve společnostech s kótovanými akciemi. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [cit. 9. 2. 2024]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/>;
6. Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/828 ze dne 17. května 2017, kterou se mění směrnice 2007/36/ES, pokud jde o podporu dlouhodobého zapojení akcionářů. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [cit. 9. 2. 2024]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/>;
7. Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/109/ES ze dne 15. prosince 2004 o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, a o změně směrnice 2001/34/ES. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [cit. 9. 2. 2024]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/>;
8. Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [cit. 16. 2. 2024]; („MiFID II“);
9. Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014 ze dne 16. dubna 2014 o zneužívání trhu (nařízení o zneužívání trhu) a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES a směrnic Komise 2003/124/ES, 2003/125/ES a 2004/72/ES. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [cit. 20. 2. 2024]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/>. („MAR“);
10. Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2019/452 ze dne 19. března 2019, kterým se stanoví rámec pro prověřování přímých zahraničních investic směřujících do Unie. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [cit. 20. 2. 2024]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/>.
11. Zákon č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí („ZoNP“);

12. Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích), („ZOK“);
13. Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vom 20. Dezember 2001 (BGBI. I S. 3822), (WpÜG). [online]. [cit. 10.11.2023]. Dostupné v německém jazyce z: [https://www.gesetze-im-internet.de/wp\\_g/index.html](https://www.gesetze-im-internet.de/wp_g/index.html). („WpÜG“);

## 6. Seznam ostatních zdrojů

1. OECD, G20/OECD Principles of Corporate Governance. [online]. OECD Publishing, Paris, 2015 [cit. 1. 8. 2023]. Dostupné z: <https://doi.org/10.1787/9789264236882-en>;
2. OECD, OECD Corporate Governance Factbook 2023. [online]. OECD Publishing, Paris, 2023. [cit. 20.2.2024]. Dostupné z: <https://doi.org/10.1787/6d912314-en>. S.19. Tabulka č. 1.6;
3. OECD, G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023. [online]. OECD Publishing, Paris, 2023. [cit. 20. 2. 2024]. Dostupné z: <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>;
4. Kodex správy a řízení společností ČR 2018. [online]. Praha: Czech institute of directing, 2018. [cit. 11. 2. 2023]. ISBN 978-80-270-4402-3. Dostupné z: [https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/2018\\_Kodex-spravy-a-rizeni-spolecnosti-CR.pdf](https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/2018_Kodex-spravy-a-rizeni-spolecnosti-CR.pdf);
5. CLERC, Christophe, DEMARIGNY, Fabrice, DE MANUEL, Mirzha, VALIANTE, Diego. A Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation. [online]. CEPS Paperbacks, 2012. ISBN 978-94-6138-234-4, Dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=2187837>;
6. WINTER, Jaap W., SCHANS CHRISTENSEN, Jan., GARRIDO GARCIA, José M., HOPT, Klaus J., RICKFORD, Jonathan., ROSSI, Guido., SIMON, Joelle. Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids in the European Union. [online]. Brusel, 2002. Dostupné z: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=315322](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=315322);
7. EUROPEAN COMMISSION. Explanatory Memorandum - Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on takeover bids (2003/C 45 E/01), COM(2002) 534 final — 2002/0240(COD). [online]. Úř. věst. C 45 E/1, 25.2.2003. [cit. 29. 9. 2023]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2002:0534:FIN:EN:PDF>;
8. EUROPEAN COMMISSION. Communication from the Commission - Implementing the framework for financial markets: action plan - COM(1999) 232 final. [online]. Brusel. 11.5.1999. [cit. 29. 9. 2023]. Nepublikováno v Úředním věstníku. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:51999DC0232&from=nl>;
9. EUROPEAN COMMISSION. Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions - Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids - COM(2012) 347 final. [online]. Brusel. 28.6.2012. [cit. 9.10.2023]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM%3A2012%3A0347%3AFIN>;

10. COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT. Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids – SEC (2007) 268. 21.2.2007. [online]. Brusel. [cit.10.11.2023]. Dostupné z: <https://www.icjce.es/images/pdfs/TECNICA/B1%20-%20Comisi%C3%A3n%20Europea/B.1.21%20-%20CE%20-%20DSyGC%20-%20Moderniz%20legis/Report%20re%20Implem%20directive%20Takeover%20Bids%20-%2021022007.pdf>;
11. EVROPSKÁ KOMISE. Sdělení komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a Výboru regionů (COM/2020/590 final). [online]. Unie kapitálových trhů pro občany a podniky – nový akční plán. Brusel. 24. 9. 2020. [cit. 31.1.2024]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=COM%3A2020%3A590%3AFIN>;
12. EVROPSKÁ KOMISE. Tisková zpráva ze dne 7. 12. 2023: Unie kapitálových trhů: nové návrhy týkající se clearingů, platební neschopnosti podniků a kótování společností s cílem zvýšit atraktivitu kapitálových trhů EU. [online]. Brusel. 7.12.2023. [cit. 30. 1. 2024]. Dostupné z: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/cs/ip\\_22\\_7348](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/cs/ip_22_7348).

# **Pravidlo neutrality orgánů cílové společnosti v EU z hlediska corporate governance**

## **Abstrakt**

Předmětem této práce je právní analýza pravidla neutrality z hlediska corporate governance v kontextu unijní harmonizace právní regulace nabídek převzetí. Hlavní výzkumnou otázkou je, zda je pravidlo neutrality opodstatněným a vhodným nástrojem regulace problémů corporate governance, které se s nabídkami převzetí pojí, a současně do jaké míry je harmonizace pravidla neutrality v EU třeba.

První kapitola pojednává obecně o problematice corporate governance v kontextu nabídek převzetí se zaměřením na problémy vyplývající z působnosti řídicího orgánu cílové společnosti k přijímání obranných mechanismů vůči nabídce převzetí. V této souvislosti je rovněž pojednáno o obecnějších otázkách regulace a harmonizace právní úpravy nabídek převzetí v EU.

Předmětem druhé kapitoly je právní analýza pravidla neutrality ve směrnici o nabídkách převzetí. Pozornost je věnována zejména transpozičnímu a aplikačnímu mechanismu pravidla neutrality na základě směrnice o nabídkách převzetí a posouzení naplnění jejího harmonizačního cíle v otázce pravidla neutrality. Dílčím závěrem je, že směrnice o nabídkách převzetí v otázce pravidla neutrality nenaplnuje svůj harmonizační cíl.

Třetí kapitola je stěžejní částí této práce a jejím předmětem je strukturované posouzení argumentů pro a proti pravidlu neutrality z hlediska corporate governance. Předmětem posouzení v rámci této kapitoly je rovněž potřeba unijní harmonizace pravidla neutrality s ohledem na některé specifické rysy kapitálového trhu a corporate governance unijních jurisdikcí.

Čtvrtá kapitola je věnována nastínění a posouzení vybraných alternativních přístupů harmonizace pravidla neutrality v EU pro případ revize směrnice o nabídkách převzetí.

Závěrem této práce je, že pravidlo neutrality je obecně nejúčinnějším a nejspolehlivějším nástrojem corporate governance k regulaci problémů corporate governance vyplývajícím ze střetu zájmů členů řídicího orgánu cílové společnosti při rozhodování o přijetí obranných mechanismů vůči nabídce převzetí, a tedy má své opodstatnění z hlediska corporate governance. Současně pravidlo neutrality nepostrádá na významu ani s ohledem na některé specifické rysy unijních jurisdikcí.

**Klíčová slova:** nabídky převzetí, pravidlo neutrality, corporate governance

# **The rule of neutrality of target company governing body in EU from the perspective of corporate governance**

## **Abstract**

The subject of this thesis is a legal analysis of the neutrality rule from the corporate governance perspective in the context of the EU harmonisation of the legal regulation of takeover bids. The main research question is whether the neutrality rule is a justified and appropriate instrument to regulate corporate governance problems associated with takeover bids and, simultaneously, to what extent the harmonisation of the neutrality rule in the EU is necessary.

The first chapter discusses corporate governance issues in the context of takeover bids in general, focusing on problems arising from the authority of the governing body of the target company to adopt takeover defences against a takeover bid. In this context, broader questions of the regulation and harmonisation of takeover bids in the EU are also discussed.

The subject of the second chapter is a legal analysis of the neutrality rule in the Takeover Bids Directive. In particular, attention is dedicated to the transposition and application mechanism of the neutrality rule under the Takeover Bids Directive and the assessment of the fulfilment of its harmonisation objective with regard to the neutrality rule. A partial conclusion is that the Takeover Bids Directive does not fulfil its harmonisation objective as regards the rule of neutrality.

The third chapter is the central part of this thesis, and its subject is a structured assessment of the arguments for and against the neutrality rule from a corporate governance perspective. The need for EU harmonisation of the neutrality rule is also examined in this chapter, considering some specific features of capital market and corporate governance in EU jurisdictions.

The fourth chapter is devoted to outlining and assessing selected alternative approaches for the harmonisation of the neutrality rule in the EU in case of a revision of the Takeover Bids Directive.

The conclusion of this thesis is that the neutrality rule is generally the most effective and reliable corporate governance tool to regulate corporate governance problems arising from the conflict of interest of board members of the target company when deciding to adopt takeover defences against a takeover bid, and therefore has its justification from a corporate governance perspective. At the same time, the neutrality rule does not lack relevance in view of some specific features of EU jurisdictions.

**Key words:** takeover bids, board neutrality rule, corporate governance