

UNIVERZITA KARLOVA V PRAZE
PRÁVNICKÁ FAKULTA

RIGORÓZNÍ PRÁCE

Zpracovatel: Mgr. Iva Javorská, LL.M.

Listopad 2009

UNIVERZITA KARLOVA V PRAZE
PRÁVNICKÁ FAKULTA

RIGORÓZNÍ PRÁCE

Povinná nabídka převzetí

Mandatory Takeover Bid

Konzultant: Prof. JUDr. Jan Dědič
Zpracovatel: Mgr. Iva Javorská, LL.M.

Listopad 2009

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem předkládanou rigorózní práci vypracovala samostatně za použití zdrojů a literatury v ní uvedených.

Mgr. Iva Javorská, LL.M

Poděkování

Upřímně děkuji panu Prof. JUDr. Janu Dědičovi, který byl tak laskav a vyhověl mojí prosbě, aby byl mým konzultantem této práce. Vděčím mu za velmi podnětné připomínky a rady, které nejenže daly této práci novou dimenzi, ale do budoucna zformovaly můj přístup k akademickému zkoumání. V tom jsem našla zalíbení a nekonečný zdroj inspirace pro utváření právního názoru na praktické právní otázky. Děkuji Vám, pane profesore.

OBSAH

A. ÚVOD

Použité zkratky a výrazy.....	8
Úvodní slovo.....	10

B. PRÁVNÍ ÚPRAVA POVINNÉ NABÍDKY PŘEVZETÍ V ČESKÉ REPUBLICĚ

Část první – Úvod do problematiky

I.1 Význam pojmu a účely právní úpravy povinné nabídky převzetí

1. Pozadí a východiska.....	12
2. Význam, vývoj pojmu a účel právní úpravy povinné nabídky převzetí.....	14

I.2 Vývoj a prameny právní úpravy povinné nabídky převzetí

1. Vývoj.....	17
1.1 City Code.....	17
1.2 Třináctá směrnice.....	19
1.2.1 Penningtonova zpráva.....	20
1.2.2 Doporučení 77/534/EEC.....	22
1.2.3 Třináctá směrnice.....	22
1.2.3.1 První návrh Třinácté směrnice.....	22
1.2.3.2 Druhý návrh Třinácté směrnice.....	24
1.2.3.3 Skupina expertů.....	25
1.2.3.4 Třetí návrh Třinácté směrnice.....	26
1.3 Úprava podle Obchodního zákoníku.....	30
1.3.1 Zákon č. 142/1996 Sb.....	30
1.3.2 Zákon č. 370/2000 Sb.....	32
1.3.3 Následující novelizace.....	35
1.3.4 Ústavní nálezy o zrušení výjimky z povinnosti učinit nabídku převzetí.....	37
1.4 ZNP.....	39
1.5 Slučitelnost české právní úpravy povinné nabídky převzetí Třináctou směrnicí.....	42
2. Prameny české právní úpravy.....	44

I.3 Role České národní banky

1. Shrnutí historie orgánů dohledu v oblasti kapitálového trhu v České republice.....	45
2. Působnost a pravomoci ČNB v oblasti kapitálového trhu.....	48
3. Řízení před ČNB.....	49

Část druhá – Platná právní úprava povinné nabídky převzetí

II.1 Vznik povinnosti učinit nabídku převzetí a povinné subjekty

1. Výchozí ustanovení.....	50
2. Podmínky vzniku povinnosti učinit nabídku převzetí.....	52
2.1 Získání nebo překročení rozhodného podílu.....	52
2.1.1 Základ pro výpočet rozhodného podílu.....	52
2.1.2 Hlasovací práva osoby, jejíž případná nabídková povinnost se posuzuje, relevantní pro výpočet rozhodného podílu.....	53
2.1.2.1 Pozitivní vymezení.....	56
2.1.2.2 Negativní vymezení.....	57
2.2 Materiální podmínka – ovládnutí.....	59
2.3 Cílová společnost je obchodována na regulovaném trhu.....	64
2.3.1 Rozsah podmínky přijetí k obchodování.....	64
2.3.2 Regulovaný trh.....	68
2.3.3 Kolizní normy.....	70
3. Povinné subjekty.....	74
3.1 Individuální pojetí.....	74
3.2 Kolektivní pojetí.....	75
4. Výjimky z nabídkové povinnosti.....	80
5. Právní úprava podmínek vzniku nabídkové povinnosti v zahraničí.....	83

5.1	Velká Británie.....	84
5.2	Německo.....	85
5.3	Francie.....	86
<i>II.2</i>	<i>Obsah povinností učinit nabídku převzetí</i>	
1.	Význam pojmu „nabídka převzetí“ v českém právu.....	89
2.	Lhůty ke splnění nabídkové povinnosti.....	91
<i>II.3</i>	<i>Proces přípravy, schválení a uveřejnění povinné nabídky převzetí</i>	
1.	Ochrana vnitřních informací.....	93
2.	Nabídkový dokument a jeho náležitosti.....	96
2.1	Obecné náležitosti.....	96
2.2	Forma a výše protiplnění.....	97
2.2.1	Forma protiplnění.....	97
2.2.2	Výše protiplnění.....	98
2.3	Doba závaznosti.....	103
3.	Oznámení nabídky převzetí ČNB.....	105
3.1	Podání a přezkum návrhu na udělení souhlasu.....	105
3.2	Rozhodnutí ČNB.....	106
4.	Uveřejnění nabídky převzetí.....	106
5.	Právní úprava protiplnění a doby závaznosti v zahraničí.....	109
5.1	Velká Británie.....	109
5.2	Německo.....	110
5.3	Francie.....	111
<i>II.4</i>	<i>Změny nabídky převzetí, její závaznost, vznik smlouvy a dodatečná nabídka převzetí</i>	
1.	Změny nabídky převzetí.....	113
2.	Omezení navrhovatele po dobu závaznosti nabídky převzetí a po jejím skončení.....	115
2.1	Omezení po dobu závaznosti.....	115
2.2	Omezení po skončení doby závaznosti.....	118
2.2.1	Ochranná lhůta – zákaz činit nabídku převzetí.....	118
2.2.2	Zákaz nabývání účastnických cenných papírů.....	118
3.	Vznik smlouvy.....	119
3.1	Kontraktační proces.....	119
3.2	Pravidlo průlomu (Breakthrough rule).....	120
4.	Dodatečná nabídka převzetí.....	121
<i>II.5</i>	<i>Zánik nabídkové povinnosti</i>	
1.	Dočasné nabytí.....	123
2.	Úpadek či plnění zákonné povinnosti.....	125
Část třetí – Porušení nabídkové povinnosti		
<i>III.1</i>	<i>Základní skutkové podstaty porušení nabídkové povinnosti</i>	
1.	Porušení povinnosti při nabídce převzetí spojená se soukromoprávním nárokem.....	126
1.1	Prodlení s učiněním povinné nabídky převzetí.....	126
1.2	Uvedení nepravdivé či neúplné informace v nabídce převzetí.....	127
1.3	Nezákonná výše protiplnění v nabídce převzetí.....	129
2.	Porušení povinnosti při nabídce převzetí spojená s veřejnoprávní sankcí.....	130
2.1	Přestupky.....	130
2.2	Správní delikty.....	131
<i>III.2</i>	<i>Soukromoprávní nároky a sankce za porušení nabídkové povinnosti</i>	
1.	Soukromoprávní nároky.....	132
1.1	Nárok na náhradu škody.....	133
1.2	Nárok na dorovnání.....	135
2.	Sankce <i>ex lege</i>	135
2.1	Pozastavení výkonu hlasovacích práv.....	136
2.2	Pozastavení výkonu jakýchkoli práv spojených s účastnickými cennými papíry.....	138
2.3	Úprava nabídky převzetí a vzniklých smluv.....	139
3.	Sankce (resp. nástroje dohledu) v diskreci ČNB.....	141

3.1	Pozastavení výkonu hlasovacích práv.....	144
3.2	Opatření k nápravě.....	145
3.3	Pokuty.....	147
3.3.1	Přestupky.....	147
3.3.2	Správní delikty.....	148
4.	Následky porušení při nabídce převzetí podle zahraničních právních úprav.....	149
4.1	Velká Británie.....	149
4.2	Německo.....	150
4.3	Francie.....	152
C.	ZÁVĚR A ÚVAHY DE LEGE FERENDA.....	154
D.	SUMMARY (IN ENGLISH).....	158
E.	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....	160
F.	KLÍČOVÁ SLOVA (KEY WORDS).....	167

Příloha č. 1: Zpráva o stavu implementace směrnice o nabídkách převzetí (*Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*) (SEC (2007) 268)

Příloha č. 2: Komentovaná prezentace regulovaných trhů (2009/C 158/03)

* * *

POUŽITÉ ZKRATKY A VÝRAZY

„City Code“	Great Britain’s City Code on Takeovers and Mergers (britský zákon o nabídkách převzetí)
„CMF“	Code monetaire et financier (francouzský zákoník finančního práva)
„ČNB“	Česká národní banka
„Komentář“	JUDr. Bohumil Havel, Ph.D., JUDr. Vlastimil Pihera, Ph.D.: Zákon o nabídkách převzetí, Komentář, 1. vydání, Praha: C. H. Beck, 2009
„Komise“	Evropská komise
„Návrh novely“	návrh zákona, kterým se mění Obchodní zákoník a další související zákony (včetně ZNP), schválený vládou České republiky dne 25. května 2009 (usnesení č. 670) a Poslaneckou sněmovnou dne 30. 9. 2009 (usnesení č. 1403)
„Obchodní zákoník“ nebo „ObchZ“	zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších změn a doplňků
„Panel“	Panel on Takeovers and Mergers (britský orgán dohledu nad nabídkami převzetí)
„PZ“	zákon č. 200/1990 Sb., o přestupcích, ve znění pozdějších změn a doplňků
„Rada“	Rada Evropské unie
„RGAMF“	Règlement général de l’autorité des marchés financiers (obecné nařízení francouzského orgánu dohledu nad finančním trhem)
„SŘ“	zákon č. 500/2004, správní řád, ve znění pozdějších změn a doplňků
„Třináctá směrnice“	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES ze dne 21. dubna 2004 o nabídkách převzetí

„WpÜG“

Wertpapiererwerb- und Übernahmegesetz
(německý zákon upravující nabídky převzetí)

„ZDKT“

zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění pozdějších změn a doplňků

„ZNP“

zákon č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí a o změně některých dalších zákonů (zákon o nabídkách převzetí)

„ZPKT“

Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších změn a doplňků

* * *

A. ÚVOD

ÚVODNÍ SLOVO

Více než deset let pracuji v advokacii, zejména v oblasti obchodního a korporátního práva. V praxi jsem tak řešila množství různorodých obchodněprávních otázek a souvislostí, nicméně žádná ucelená problematika mě nezaujala natolik, jako povinná nabídka převzetí, se kterou jsem se setkala prostřednictvím konkrétní kauzy. Byla jsem u celého procesu realizace nabídkové povinnosti, včetně jí předcházející transakce, která tuto povinnost založila. Specifika kauzy vyžadovala hlubší studium problematiky a jejích východisek, které odkrylo množství zajímavých otázek a podnětů. Tak vznikla inspirace pro tuto práci.

Hlavní ambicí tohoto dokumentu je předložit jasnou, přehlednou, věcnou a pokud možno zajímavou analýzu problematiky nabídkové povinnosti, s důrazem na její platnou právní úpravu v České republice, včetně následků jejího porušení, a s poukazem na výkladově problematická ustanovení. Jedná se o rozbor nabídkové povinnosti, nikoli institutu nabídky převzetí jako takového, zahrnujícího nabídku převzetí dobrovolnou. Zacílení práce má být skutečně jen na *povinnou* nabídku převzetí, ačkoli širší obecné souvislosti přesahující tento specifický institut, nezbytné pro uchopení problematiky a zasazení do kontextu, nejsou samozřejmě opomenuty. Významná část práce se proto věnuje diskusi nad významem, východisky, vznikem a doktrinální kritikou institutu povinné nabídky převzetí. Nechybí historický vývoj právní úpravy v České republice podle Obchodního zákoníku a ZNP, geneze vzniku Třinácté směrnice a její transpozice do českého právního řádu, to vše v kontextu britského City Code, jako „základního kamene“ a doposud všeobecně nejvýznamnějšího zdroje inspirace právní regulace nabídkové povinnosti vůbec. Pro ilustraci a v souvislosti se základními aspekty problematiky se zde předkládají hlavní rysy platných právních úprav ve Velké

Británii, Německu a Francii, ačkoli komparativní analýza není primárním účelem této práce. Citace zahraniční doktríny dokresluje celkový kontext problematiky v širším rámci a reflektují nejpálčivěji diskutované otázky úpravy.

Vliv výkonu mé profese (spjatý s neustálým hledáním praktických a laicky srozumitelných řešení pro soukromé osoby) způsobuje, že jednotlivé problémy jsou nahlíženy spíše z hlediska osob, které nabídkové povinnosti podléhají či jsou adresáty nabídky převzetí, než z hlediska orgánu dohledu.

Srozumitelnost práce má podporovat její struktura, vedená snahou o partikulární analýzu jednotlivých problémů v první řadě a posléze ve vzájemné souvislosti.

V době přípravy této práce je ZNP stále ještě relativně novou normou, jejíž analýzu determinuje neexistence výsledků aplikační praxe (ke dni dokončení této práce a po vstupu ZNP v účinnost nebyla uveřejněna jediná povinná nabídka převzetí či jediné rozhodnutí či stanovisko ČNB k výkladu ZNP) a velmi omezená doktrína. Od přijetí ZNP bylo publikováno jen několik odborných článků a Komentář k zákonu. Komentář byl vydán teprve po dokončení první pracovní verze této práce, nicméně v rámci její finalizace posloužil jako užitečný materiál pro korekci a srovnání názorů nezávisle učiněných v této práci s názory autorů normy. Nezbyvá než doufat, že uvedené okolnosti přispějí k originalitě zde prezentovaných názorů, aniž by ubraly na jejich právní exaktnosti.

* * *

B. PRÁVNÍ ÚPRAVA POVINNÉ NABÍDKY PŘEVZETÍ V ČESKÉ REPUBLICE

ČÁST PRVNÍ: ÚVOD DO PROBLEMATIKY

I.1 VÝZNAM POJMU A ÚČEL PRÁVNÍ ÚPRAVY POVINNÉ NABÍDKY PŘEVZETÍ

1. Pozadí a východiska¹

Nejvyšším orgánem společnosti je valná hromada. Hlasováním na valné hromadě realizují akcionáři právo spojené s akciemi² podílet se na řízení společnosti. V působnosti valné hromady jsou obecně nejvýznamnější záležitosti společnosti, včetně volby statutárních a dozorčích orgánů, výše základního kapitálu, změn stanov, přeměn společnosti, převodů podniku, kótace akcií na veřejném trhu, jejich vyřazení z obchodování apod. Síla hlasovacích práv (vlivu) akcionáře, které vykonává na valné hromadě, se přitom obecně odvozuje od poměru celkové jmenovité hodnoty všech akcií akcionáře, se kterými je spojeno hlasovací právo, k základnímu kapitálu společnosti.

Valná hromada obecně rozhoduje minimálně prostou většinou hlasů přítomných akcionářů. Proto akcionář, jehož akcie představují více než jednu polovinu všech hlasovacích práv ve společnosti, může nezávisle na vůli ostatních akcionářů rozhodnout například o natolik zásadní otázce, jako je složení statutárního orgánu. Z podobných příkladů se proto někdy

¹ Skog, R.: „Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule? A Critical Analysis.“ Société Universitaire Européenne de Recherches Financières, Amsterdam, 1997

² „Nejstarší akcie se datují do roku 1188. Jde tedy o nástroj starý přes 800 let. Dochované akcie, jejichž text byl sepsán ve středověké latině, podepsal švédský král Ladulas a řada vysokých honostářů tohoto státu. Tyto cenné papíry byly opatřeny pečeti. Potvrzovaly spoluvlastnictví podniku Stora Kopparberg, který se zabýval těžbou mědi. Úspěšný rozvoj podniku byl umožněn tím, že se na financování podílelo více osob. Kdyby nebylo akciových společností, jejichž akcionáři poskytli své prostředky na plavby středověkých mořeplavců, objevení námořních cest do vzdálených zámořských zemí by se uskutečnilo sotva tak záhy. [...]“ viz Pavlát, V.: Kapitálové trhy a burzy ve světě, Praha: Grada, 1992

zjednodušeně usuzuje, že právě akcionář, jehož akcie představují více než jednu polovinu hlasovacích práv ve společnosti, je akcionářem, který má kontrolu nad společností.

Ve skutečnosti lze však kontrolovat společnost i s akciemi, které nepředstavují ani polovinu všech hlasovacích práv. To platí zejména u společností s velkým počtem akcionářů, z nichž mnoho se často valných hromad vůbec neúčastní a nepodílí se tak na hlasování. V takovém případě se vliv akcionářů přítomných na valné hromadě zvyšuje poměrně o hlasovací práva nepřítomných akcionářů, neboť většiny potřebné k rozhodnutí na valné hromadě se počítají z hlasů přítomných akcionářů a nikoli z hlasů všech akcionářů³. Pak i akcionář, který nemá celkově většinu všech hlasovacích práv ve společnosti, může mít na valné hromadě majoritu a lze jej tak pokládat za akcionáře, který vykonává kontrolu nad společností.

Ovládat společnost lze nakonec i bez jakéhokoli podílu na hlasovacích právech, např. prostřednictvím ovládaných osob, které naopak podíl na hlasovacích právech mají, nebo působením faktického vlivu na management společnosti.

Každá akvizice akcií či jiná forma změny kontroly ve společnosti, která umožní nabývajícimu akcionáři (resp. jiné osobě) kontrolu společnosti, ovlivní situaci ostatních akcionářů a současně hodnotu všech akcií společnosti.⁴

Vnímá-li totiž trh akvizici kontrolujícího společníka jako přínos pro společnost a jako signál jejího pozitivního vývoje, pak vzroste hodnota akcií všech jejích

³ Nepožadují-li stanovy příslušné akciové společnosti jinak.

⁴ „Základní rozdíl mezi akcionářem a majitelem pevně zúčitelných cenných papírů spočívá v tom, že akcionář není věřitelem, ale spoluvlastníkem daného podniku. Osud jeho peněz je bezprostředně spjat s osudem akciové společnosti. Výše výnosu, která připadá na každého akcionáře, závisí na hospodářských výsledcích akciové společnosti. Není-li tento výsledek valný, musí se akcionář připravit na to, že mu nebude moci být vyplacena dividendy.“ Pavlát, V.: Kapitálové trhy a burzy ve světě, Praha: Grada 1992

akcionářů. Naopak v případě opačného předpokladu hodnota akcií všech akcionářů klesne.⁵

2. *Význam, vývoj pojmu a účel právní úpravy povinné nabídky převzetí*

Vzhledem k uvedenému významu vlivu změny kontroly společnosti na hodnotu akcií, a to zejména hodnotu akcií minoritních akcionářů, původně vznikl koncept povinné nabídky převzetí. Ten vychází z předpokladu, že povinná nabídka převzetí dává akcionářům, kteří se neúčastní na akvizici kontrolního balíku, možnost odejít ze společnosti za obdobných nebo stejných podmínek, za kterých se uskutečnila akvizice kontrolního balíku. Jinými slovy, akcionář, který získá akcie, jež mu umožňují kontrolu společnosti, je povinen nabídnout ostatním akcionářům, že od nich odkoupí jejich akcie ve společnosti v principu za podmínek, za kterých získal kontrolní balík.

Koncept povinné nabídky převzetí se poprvé objevuje v roce 1968 na britském kapitálovém trhu. Pramenem této úpravy je Great Britain's City Code on Takeovers and Mergers („**City Code**“), vydaný nezávislou koalicí institucí pod vedením Bank of England působících na britském kapitálovém trhu pod společným názvem Panel on Takeovers and Mergers („**Panel**“)⁶. City Code byl vytvořen a vydán Panelem jako reakce na několik vysoce medializovaných nabídek převzetí na britském trhu cenných papírů, které vyvolaly zájem o zlepšení postavení akcionářů cílových společností⁷. Od roku svého vydání byl City Code několikrát změněn a doplněn.⁸

⁵ „Změna kursů je projevem změny záměrů kupujících a prodávajících a změny jejich názoru na hodnotu, kterou přikládají cenným papírům, s nimiž obchodují. Tento úsudek je podložen informacemi, které účastníci obchodů mohou získat z dostupných zdrojů. Tyto informace mají být co nejúplnější a nejnovější.“ Pavlát, V., Kapitálové trhy a burzy ve světě, Praha: Grada, 1992

⁶ K postavení a funkcím Panelu viz blíže bod 1 kapitoly I.3 níže

⁷ Forstinger, Ch. M. ve své publikaci Takeover Law in the EU and the USA, Haag: Kluwer Law International, 2002, uvádí, že Velká Británie má bezpochyby neaktivnější trh nabídek převzetí v Evropské unii. V roce 1999/2000 byla úroveň nabídkové aktivity, měřená podle počtu nabídek převzetí, nejvyšší od roku 1973.

⁸ Aktuální znění City Code je dostupné na www.thetakeoverpanel.org.uk

Účelem City Code je garantovat všem akcionářům cílových společností spravedlivé a rovné zacházení v souvislosti s nabídkami převzetí.

Princip rovného zacházení se projevuje zejména v požadavku na poskytnutí minoritním akcionářům podílu na tzv. „*control premium*“, tj. na ceně za kontrolní balík akcií, kterou kupující platí za získání kontroly cílové společnosti jako příplatek k ceně reflektující čistě tržní hodnotu akcií. Pozadím této koncepce je skutečnost, že současný stav korporátního práva nezajišťuje dostatečnou ochranu minoritním akcionářům a jejich osud (resp. osud jejich investice) závisí na tom, jakým způsobem ovládající akcionář vykonává svůj vliv. Minoritní akcionáři se ve smyslu uvedeného principu rovného zacházení mohou oprávněně podílet na příplatku za kontrolu, jelikož kupující kontrolního balíku akcií bude předem vědět, že bude následně ze zákona povinen nabídnout stejnou cenu ostatním akcionářům. Tímto způsobem je kupující nucen rozdělit plnění za kontrolní balík mezi všechny akcionáře cílové společnosti a s touto myšlenkou cenu konstruovat a negociovat.⁹ Aplikace této koncepce na jedné straně chrání minoritní akcionáře, nicméně na druhé straně podstatně prodražuje převzetí a působí negativně na nabídkovou aktivitu na trhu. Nežádoucí důsledky tohoto aspektu pro zájmy minoritních akcionářů jsou diskutovány ve větším detailu v bodě 1.2.3.4 kapitoly I.2 níže.

Britský model inspiroval podobné úpravy v několika jiných evropských zemích.¹⁰ Na principech britské úpravy povinné nabídky byla následně

⁹ Lee, J.: „Four Models of Minority Shareholders Protection in Takeovers“, (2005) 16 European Business Law Review

¹⁰ V této souvislosti stojí pro srovnání za zmínku, že americký federální zákon upravující nabídky převzetí - Williams Act (z roku 1968), narozdíl od britského (resp. evropského) práva neukládá za žádných okolností povinnost učinit nabídku převzetí. Williams Act stanoví „pouze“ určité povinnosti uveřejnit určité informace, jakmile navrhovatel získal pět procent akcií nebo učinil nabídku převzetí alespoň v tomto rozsahu. Několik států ve Spojených státech amerických však přijalo zákony, které dosahují účinku obdobného povinné nabídky převzetí. Jmenovitě se jedná o tzv. *appraisal statutes*, které se všeobecně řadí ke druhé generaci zákonů o nabídkách převzetí a které stanoví, že nabídka převzetí zakládá právo zbývajících akcionářů požadovat zhodnocení svých akcií. *Appraisal statutes* zaručují minoritním akcionářům, že nebudou předmětem nespravedlivého zacházení ze strany ovládajících akcionářů. Pensylvánie například uzákonila absolutní právo akcionářů dostat od navrhovatele, který drží více než 20% hlasovacích práv na cílové společnosti, nejvyšší cenu, jakou navrhovatel zaplatil za akcie cílové společnosti do 90 dnů ode dne, ve který navrhovatel získal 20% podíl. Dále někteří američtí manažeři navrhli vložení nabídkové povinnosti do stanov svých společností, jelikož tato povinnost se pokládá za obranné opatření proti nepřátelským nabídkám převzetí. Viz Forstinger, Ch. M.: *Takeover Law in the EU and the USA*, Haag: Kluwer Law International, 2002

založena i Třináctá směrnice (definovaná výše) a jejím prostřednictvím tedy i česká právní úprava povinné nabídky převzetí (v rámci harmonizace s Třináctou směrnicí). Doktrínou¹¹ diskutované problematické aspekty kopírování britské koncepce, vycházející z charakteristik britského trhu jako trhu společností s roztržštěnou vlastnickou strukturou, do kontextu trhu kontinentální Evropy typického naopak centralizovanou korporátní strukturou, jsou diskutovány blíže v bodu 1.2.3.4 kapitoly I.2 níže.

Jak česká tak evropská úprava povinných nabídek převzetí povinnou nabídku převzetí vztahují jen na nabytí rozhodného hlasovacího podílu ve společnosti s *kótovanými* akciemi. Tuto úpravu lze tudíž chápat jako nástroj ochrany akcionářů kótovaných společností a nikoli všech minoritních akcionářů.¹²

Dalším limitem právní úpravy nabídkové povinnosti co do rozsahu, v jakém umožňuje ochranu minoritních akcionářů, je skutečnost, že základní podmínkou vzniku nabídkové povinnosti je vždy získání určitého podílu na hlasovacích právech. Nabídková povinnost tedy nedopadá na osoby, které ovládnou společnost svým faktickým vlivem (např. působením na management), aniž by držely jakákoli hlasovací práva. K bližší diskusi této otázky viz bod 2.1 kapitoly III.2 této práce.

¹¹ Viz např. Farrell, A.: „Why Continental European Takeover Law Matters“, Discussion Paper No. 454, 12/2003, Harvard Law School, Cambridge, MA 02138, http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center; <http://ssrn.com/abstract=500125>; Ventoruzzo, M.: „Takeover Regulation as a Wolf in Sheep's Clothing: Taking Armour & Skeel's Thesis to Continental Europe“, Bocconi University, Institute of Comparative Law „Angelo Sraffa“ (I.D.C.), <http://ssrn.com>

¹² Černá, S.: „Veřejný návrh smlouvy o koupi akcií a obrana proti ovládnutí společnosti“, Právní rádce 6/1998.

I.2 VÝVOJ A PRAMENY PRÁVNÍ ÚPRAVY POVINNÉ NABÍDKY PŘEVZETÍ

1. Vývoj

Česká právní úprava povinné nabídky převzetí podle ZNP implementuje Třináctou směrnici. Jak zmíněno výše, Třináctá směrnice byla inspirována britskou právní úpravou povinné nabídky převzetí v City Code.¹³ City Code zavádí povinnou nabídku převzetí již ve svém původním znění z roku 1968. Doktrínou¹⁴ diskutované problematické aspekty převzetí britské koncepce, vycházející z charakteristik britského trhu jako trhu společností s roztržštěnou vlastnickou strukturou, do kontextu trhu kontinentální Evropy typického naopak centralizovanou korporátní strukturou, jsou diskutovány blíže v bodu 1.2.3.4. této kapitoly.

Následující výklad shrnuje kořeny právní regulace nabídkové povinnosti vůbec a vývoj české právní úpravy nabídkové povinnosti chronologicky, od City Code, přes Třináctou směrnici, až k příslušné úpravě podle Obchodního zákoníku a ZNP.

1.1 City Code

City Code se aplikuje na veřejné nabídky převzetí a změny kontroly kótovaných společností. Za specifických podmínek se vztahuje rovněž na veřejné společnosti, jejichž akcie nejsou kótované.

¹³ Skog, R.: „Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule? A Critical Analysis“, Société Universitaire Européenne de Recherches Financières, Amsterdam, 1997; Hopt, K. J.: „Takeover regulation in Europe – The battle for the 13th directive on takeovers“, Australian Journal of Corporate Law, 2003

¹⁴ Viz např. Farrell, A.: „Why Continental European Takeover Law Matters“, Discussion Paper No. 454, 12/2003, Harvard Law School, Cambridge, MA 02138, http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/http://ssrn.com/abstract=500125; Ventoruzzo, M.: „Takeover Regulation as a Wolf in Sheep's Clothing: Taking Armour & Skeel's Thesis to Continental Europe“, Bocconi University, Institute of Comparative Law „Angelo Sraffa“ (I.D.C.), <http://ssrn.com>

Jak uvedeno výše, účelem City Code je garantovat všem akcionářům cílových společností spravedlivé a rovné zacházení v souvislosti s nabídkami převzetí. V případě povinné nabídky převzetí se princip rovného zacházení realizuje zejména v požadavku na možnost všech akcionářů odejít ze společnosti, nesouhlasí-li s převzetím, za cenu za akcii, kterou zaplatil kontrolující akcionář za kontrolní balík.

City Code původně vázal povinnou nabídku převzetí na nabytí „účinné“ kontroly („*effective control*“), spíše než na dosažení určitého pevně stanoveného podílu na společnosti. Ani konkrétní kritéria účinné kontroly nebyla určena a kvalifikace účinné kontroly závisela na uvážení Panelu.

Povinnost učinit nabídku převzetí původně dopadala pouze na situace, kdy k převzetí účinné kontroly došlo na základě nákupu akcií od funkcionářů společnosti. Ti byli povinni zajistit, že kupující učiní příslušnou nabídku ostatním akcionářům. Tato koncepce vycházela z předválečné akviziční praxe ve Velké Británii. Ta spočívala primárně v tom přesvědčit členy managementu cílové společnosti, aby prodali své akcie ve společnosti, a ti následně o prodeji informovali akcionáře s doporučením, aby učinili totéž. Zájemce tak poté obvykle koupil od ostatních akcionářů akcie cílové společnosti za stejných podmínek, jaké sjednal s managementem. Převzetí tak v této době představovala negociaci s managementem, kterou měli následovat ostatní akcionáři.¹⁵

V roce 1972 byla povinnost k nabídce převzetí rozšířena na jakékoli osoby, nicméně pouze za předpokladu, že nabudou podíl ve společnosti, který představuje nejméně 40 % všech hlasovacích práv. Koexistence dvou různých kritérií – účinná kontrola versus minimální hranice 40 % - vedla k problémům při jejich aplikaci a k nejistotě na trhu. V roce 1974 proto došlo ke spojení

¹⁵ Blíže viz Farrell, A.: „Why Continental European Takeover Law Matters“, Discussion Paper No. 454, 12/2003, Harvard Law School, Cambridge, MA 02138, http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center;http://ssrn.com/abstract=500125

uvedených dvou kritérií do jediného pravidla, podle kterého každý, kdo nabude akcie představující nejméně 30% hlasovacích práv společnosti, musí učinit nabídku ke koupi zbývajících akcií. (Podíl 30% byl zvolen z toho důvodu, že právě tento podíl byl ve většině případů Panelem kvalifikován jako podíl umožňující účinnou kontrolu.) Pravidlo 30% se v principu aplikuje doposud a představuje mimo jiné rozhodný podíl pro vznik nabídkové povinnosti u nás a v Německu, jak je blíže diskutováno níže v bodech 2 a 5 kapitoly II.1.¹⁶

Níže v této práci bude na několika místech pro srovnání s českou právní úpravou (resp. jinými zde zmiňovanými zahraničními úpravami) na City Code dále odkazováno ve větším detailu v kontextu některých principiálních otázek souvisejících s úpravou nabídkové povinnosti, jako je podíl na hlasovacích právech zakládající nabídkovou povinnost, výše minimálního protiplnění či následky nesplnění nabídkové povinnosti.

1.2 *Třináctá směrnice*

Britské normy upravující převzetí společností prostřednictvím veřejných nabídek převzetí byly po určitou dobu v Evropě unikátní. Ve většině zemí kontinentální Evropy byly ještě na počátku 80. let dvacátého století veřejné nabídky natolik výjimečné, že se speciální právní úprava jevila jako nadbytečná. Aktivita na evropských kapitálových trzích a počet veřejných nabídek převzetí dramaticky stouply až v druhé polovině osmdesátých let dvacátého století. Zatímco původně docházelo k převzetí spíše mezi tuzemskými společnostmi, v této době se staly běžnými také snahy

¹⁶ Marco Ventrizzo ve své shora citované práci „Takeover Regulation as a Wolf in Sheep's Clothing: Taking Armour & Skeel's Thesis to Continental Europe“ v souvislosti s otázkou výše rozhodného podílu pro vznik nabídkové povinnosti ve Velké Británii na straně jedné a v kontinentální Evropě na straně druhé upozorňuje na to, že práh 30% v Británii není totéž co na kontinentu. Británie se vyznačuje rozdílnou vlastnickou strukturou společností. Na kontinentu naopak zcela jednoznačně dominuje centralistická vlastnická struktura. Podle údajů z roku 2004 představuje průměrný akcionářský podíl největších akcionářů britských společností pouhých 18,26%, oproti 51,98% ve Francii, 46,13% v Německu, 48,14% v Itálii či 37,91% ve Španělsku. Ventrizzo poukazuje na tuto jedinečnost britského trhu a v souvislosti s průměrnou výší podílu největšího akcionáře versus výší rozhodného práhu dovozuje, že britské společnosti jsou v zásadě jediné v Evropě, které lze převztít, aniž by nutně vznikla povinnost k nabídce převzetí, kdežto v případě společností ve zbytku Evropy musí být každý zájemce o převzetí připraven koupit všechny akcie společnosti.

zahraničních společností o převzetí kontroly veřejnou nabídkou převzetí nad společnostmi v jiných zemích.

Rostoucí vlna akvizicí – a to zejména těch mezinárodních – vedla k široké diskusi o podmínkách převzetí společností v Evropě, a to zejména v rámci Evropské unie. Ukázalo se, že na společném evropském trhu (se svobodou usazování se a volným pohybem kapitálu) jsou výrazné rozdíly v postojích jednotlivých členských států k veřejným nabídkám převzetí. Zatímco některé země ponechaly tyto tržní síly bez regulace, jiné členské státy měly zavedeny komplexní institucionální a právní překážky podobným převzetím kontroly nad společnostmi.¹⁷

Na tomto pozadí prezentovala Evropská komise na konci osmdesátých let dvacátého století návrh Třinácté směrnice, jejímž hlavním účelem byla harmonizace právních úprav členských států na poli veřejných nabídek převzetí.

1.2.1 Penningtonova zpráva

Již na počátku sedmdesátých let dvacátého století jmenovala Komise britského profesora korporátního práva Birminghamské university Roberta Penningtona, aby vypracoval zprávu o právních úpravách převzetí v zemích Evropského společenství s návrhem směrnice o veřejných nabídkách převzetí.¹⁸ Penningtonova zpráva o nabídkách převzetí a jiných nabídkách spolu s návrhem směrnice byla Evropské komisi předložena v roce 1973. Tento návrh, stejně jako pozdější návrhy směrnice, byl silně ovlivněn britským City Code, včetně jeho úpravy povinné nabídky převzetí. Podle Penningtonova

¹⁷ Před přijetím Třinácté směrnice a povinností k její implementaci zavedla nabídkovou povinnost např. Česká republika v roce 1996 (zák. č. 142/1996 Sb.), Francie v roce 1989 (Loi 89-531), Rakousko v roce 1999 (Übernahmegesetz) či Itálie v roce 1998 (Testo Unico della Finanza). Německo, jako dlouhodobý oponent Třinácté směrnice, uzákonilo nabídkovou povinnost ve WpÜG teprve v roce 2002 (nicméně před přijetím Třinácté směrnice).

¹⁸ Skog, R.: „Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule? A Critical Analysis.“ Société Universitaire Européenne de Recherches Financières, Amsterdam, 1997

návru měla povinnost učinit nabídku převzetí dopadat na situace, kdy (a) fyzická nebo právnická osoba získá podíl představující nejméně 40% všech hlasovacích práv ve společnosti; (b) akcionář v průběhu 12 měsíců získá akcie představující nejméně 20% všech hlasovacích práv; nebo kdy (c) se akcionář zavázal nabýt dostatek akcií k tomu, aby získal většinu hlasovacích práv ve společnosti.

Tato pravidla byla podle Penningtona kompromisem mezi britskou, francouzskou a belgickou úpravou, z nichž všechny směřovaly k tomu „...zajistit, aby se zbývajícím akcionáři bylo zacházeno stejně výhodně jako s těmi akcionáři, kteří prodali svoje akcie v soukromé negociaci nebo na burze a současně zbývajícím akcionářům umožnit, aby se mohli svých akcií zbavit, pokud shledají, že kontrolní podíl ve společnosti anebo podíl, který se blíží kontrole společnosti, je v rukou jednoho akcionáře.“

Nabídka akcionářům měla být v hotovosti nebo spojena s plněním nahrazujícím plnění v hotovosti za cenu odpovídající nejvyšší ceně, kterou kontrolující akcionář zaplatil za předmětné akcie v předcházejících 12 měsících. Jak uvidíme dále v této práci, této konstrukce se drží i 14 let vyjednáváná Třináctá směrnice a svým prostřednictvím ji zavádí i do národních právních řádů členských států Evropské unie.

Pennington mimo jiné bezpochyby pod vlivem City Code současně navrhoval, aby členské státy byly povinny ustanovit speciální úřad na dohled nad dodržováním uvedených pravidel.

Penningtonova zpráva a s ní související návrh směrnice byly po několik let diskutovány zástupci členských států Evropské unie. Bylo však zřejmé, že zájem o směrnici řešící otázky, které byly v době Pennigtonovy zprávy pro některé členské státy stále ještě relativně abstraktní, byl velmi omezený a nakonec byl celý projekt zapomenut. Komise se namísto toho spokojila

s vydáním nezávazného kodexu ve formě Doporučení pro transakce s cennými papíry z roku 1977 (77/534/EEC).¹⁹

1.2.2 Doporučení 77/534/EEC

Doporučení (podobně jako City Code a Penningtonova zpráva) převzalo princip rovného zacházení s akcionáři a podpořilo zásadu, že minoritní akcionáři by měli mít právo prodat svoje akcie ve společnosti za stejných podmínek jako akcionář, který prodal kontrolní balík akcií. Doporučení současně uvádí, že transakce, které vedou k převzetí kontroly, by neměly probíhat bez informování ostatních akcionářů a orgánů provádějících kontrolu nad kapitálovým trhem.

1.2.3 Třináctá směrnice

Komise poprvé avizovala svůj záměr vydat směrnicí, jejímž předmětem by byla harmonizace právní úpravy nabídek převzetí členských států, v Bílé knize z června 1985²⁰.

1.2.3.1 První návrh Třinácté směrnice

Dne 19. ledna 1989 Komise předložila Radě a Evropskému parlamentu návrh třinácté směrnice o právu obchodních společností týkajícím se nabídek převzetí a jiných veřejných nabídek.²¹ Tento návrh byl reakcí na boj italského rejdaře Carla De Benedettiho o převzetí Sociétés Générale de Belgique v roce 1988, někdy označovaný jako „Bitva Belgie“, celoevropskou předzvěst podobné vlny nepřátelských nabídek převzetí jako té, která zachvátila v osmdesátých letech

¹⁹ Callaghan, H., Höpner, M: „European Integration and the Clash of Capitalism, Political Cleavages over Takeover Liberalization“, May 14, 2005, Max Planck Institute for the Study of Societies; 77/534/EEC: Commission Recommendation of 25 July 1977 concerning a European code of conduct relating to transactions in transferable securities, Official Journal L 212, 20/08/1977 P. 0037 - 0040

²⁰ Completing the Internal Market, White Paper from the Commission to the European Council COM (85) 310 Final

²¹ OJ C 64, 14. 3. 1989

dvacátého století Spojené státy americké.²² V reakci na kritiku Hospodářského a sociálního výboru a Evropského parlamentu předložila Komise pozměněný návrh směrnice 10. září 1990.²³

Pozměněný návrh se však ukázal jako další neúspěšný pokus o evropskou regulaci nabídek převzetí. Aspekty návrhu, které byly obzvláště problematické pro Německo a jiné členské státy byly povinná nabídka převzetí a omezení obranných opatření proti nabídkám převzetí dostupných managementu cílové společnosti. Bývalo by se dalo očekávat schválení ze strany Velké Británie, protože návrh směrnice byl nejen široce inspirován britskou úpravou, ale byl vlastně dokonce výsledkem iniciativ Velké Británie založených na naději, že směrnice prolomí zákony Německa, Nizozemí a jiných zemí kontinentální Evropy, které byly nepřátelské k převzetím. Bylo totiž obtížně akceptovatelné, aby např. německé podniky mohly úspěšně převzít britské společnosti, zatímco britské společnosti by podobnou příležitostí v Německu nebo například v Nizozemí neměly. Na druhé straně však Velká Británie nebyla favoritem evropských tendencí tyto záležitosti regulovat *závazně*, neboť měla zájem si pro Velkou Británii udržet seberegulaci Panelem a kodexem City Code. Na summitu v Edinburgu v prosinci 1992 byl návrh směrnice nakonec stažen a přehodnocen z hlediska zásady subsidiarity²⁴ vyjádřené v Maastrichtské smlouvě.²⁵ Druhý návrh Třinácté směrnice v podstatně rozředitelné formě Komise předložila Radě 8. února 1996.²⁶

²² EU Monitor, Financial Market Special, Deutsche Bank Research, July 2, 2003, No. 2

²³ OJ C 240, 26. 9. 1990

²⁴ Princip subsidiarity znamená, že „orgány Evropské unie mohou být zásadně činné pouze v těch oblastech politiky, v nichž jim byla smluvně udělena příslušná pravomoc. Ve všech ostatních oblastech jsou kompetentní jenom samy členské státy; zde nesmí Unie vyvíjet žádnou aktivitu nebo národní aktivity nanejvýš doplňovat, respektive podporovat. Řečeno stručně a jasně, EU se má starat jen o záležitosti, které dokáže zvládnout lépe než členské státy. [...] Princip subsidiarity slouží nejen k zachování samostatnosti členských států EU, ale zároveň přispívá k tomu, že udržuje „eurokracii“ v určitých hranicích.“ (Schrötter, H. J.: Aktuální slovník Evropské unie, Praha: Nakladatelství Brána, Knižní klub, 2003)

²⁵ Hopt, K. J.: „Takeover regulation in Europe – The battle for the 13th directive on takeovers“, Australian Journal of Corporate Law, 2003

²⁶ OJ No C 162, 6. 6. 1996

1.2.3.2 Druhý návrh Třinácté směrnice

Druhý návrh Třinácté směrnice byl vypracován ve formě rámcové směrnice. Tento přístup byl zvolen jako výsledek konzultací s členskými státy, které ukázaly jasnou preferenci pro dokument, který by obsahoval jen obecné zásady pro regulaci nabídek převzetí s širokým prostorem pro detailní implementaci těchto zásad členskými státy a jejich příslušnými orgány. Druhý návrh směrnice tak například narozdíl od návrhu z roku 1989 již nedefinuje konkrétní hranici, která musí být dosažena pro vznik povinnosti učinit nabídku převzetí. Stanovení této hranice je nadále věcí každého členského státu, který si ji může stanovit sám s ohledem na svoji praxi a tradice²⁷.

Druhý návrh Třinácté směrnice byl schválen Evropským parlamentem s požadavkem na zhruba dvacet změn. Následně revidovaný druhý návrh směrnice byl Komisí předložen na konci roku 1997²⁸. Rada přijala společné stanovisko k návrhu směrnice až 19. června 2000.²⁹ Druhé čtení společného stanoviska Rady v Evropském parlamentu vzbudilo rozsáhlé diskuse a vyústilo v přijetí dvaceti podstatných změn textu společného stanoviska. Mezi hlavními problémy návrhu, které Evropský parlament identifikoval, byl (i) nedostatek harmonizace zejména v otázce definice „přiměřené ceny“, která má být zaplácena v případě povinné nabídky převzetí; (ii) zavedení principu, podle kterého jsou to akcionáři, kteří rozhodují o obranných opatřeních v případě, že

²⁷ Forstinger, Ch. M. ve své knize *Takeover Law in the EU and the USA*, Haag: Kluwer Law International, 2002, poukazuje na pozitivní efekt nepřátelských nabídek převzetí na výsledky hospodaření akciových společností. Cituje autory Easterbrooka a Fischela s myšlenkou, že všechny společnosti budou více produktivní, pokud úřadující management bude mít důvod věřit, že existuje možnost nepřátelské nabídky převzetí. Členské státy, vedeny zmíněným ekonomickým hlediskem, měly v souvislosti s druhým návrhem Třinácté směrnice zájem na tom v dostatečné míře vlastním způsobem ovlivňovat právní úpravu povinné nabídky převzetí, která je často důsledkem dobrovolné nabídky převzetí, a předejít tak závazné evropské úpravě, která by mohla ve výsledku odrazovat od dobrovolných nabídek převzetí a snížit efektivitu společností, jež se následně projevuje v hrubém domácím produktu a státním rozpočtu. Christin M. Forstiger dále uvádí a cituje: „Hrozba výměny v takové [nepřátelské] nabídce dává managementu silnou motivaci k maximalizaci hodnoty společnosti. Také v očích ekonomů jsou nepřátelské nabídky převzetí základním elementem systému tržní ekonomiky, neboť nutí manažery dosahovat maximálních výnosů. Společnost a akcionáři mají společný zájem na přínosných efektech nabídek převzetí. Jak akcionáři, tak společnost by měli podporovat takové korporátní prostředí, které vytváří nejlepší podmínky pro rychlou adaptaci společností na rychlé změny ve světě businessu. Pointou je vytvoření „level playing field“, které umožní akcionářům rozhodovat o osudu nabídky převzetí, ale současně chránit zájmy minoritních akcionářů. [...] Vytvoření „level playing field“ bylo hlavním cílem směrnice o nabídkách převzetí [...]“

²⁸ OJ No C 378, 13.12.1997

²⁹ OJ No C 23, 24. 1. 2001

byla učiněna nabídka převzetí společnosti (tzv. princip neutrality managementu); a (iii) neexistence speciálních opatření na ochranu zaměstnanců v případě nabídky převzetí. Evropský parlament dále navrhl, aby text směrnice byl doplněn o harmonizaci právní úpravy vytěsnění minoritních akcionářů (squeeze-out)³⁰.

Některé změny navrhované Evropským parlamentem nebyly akceptovatelné pro Komisi a Radu a tak se stala nevyhnutelnou společná schvalovací procedura podle článku 251 Smlouvy o založení Evropského společenství. Výsledkem obtížných vyjednávání byl společný text dohádovacího výboru z června 2001. Společný text však v Evropském parlamentu nezískal potřebnou většinu, když 273 hlasů bylo pro a 273 proti návrhu. Návrh směrnice byl tak odsouzen k neúspěchu a Komisi nezbylo než začít znovu od počátku.³¹

1.2.3.3 *Skupina expertů*

Komise na svoje snahy harmonizovat úpravu nabídek převzetí nerezignovala a pro svůj další postup ustanovila sedmičlennou skupinu expertů na právo obchodních společností (High Level Group of Company Law Experts)³², aby prostudovali problematiku nabídek převzetí, navrhli nová řešení a identifikovali klíčové priority modernizace práva obchodních společností vůbec. Nový návrh směrnice však měl současně reagovat na otázky, které identifikoval Evropský parlament, včetně otázky definice „přiměřené ceny“, která má být zaplacená minoritním akcionářům v případě povinné nabídky převzetí. Skupina expertů předložila svoje zprávy v lednu a listopadu 2002³³. Lednová zpráva se zvláště zabývala definicí „přiměřené ceny“³⁴.

³⁰ České právo v současnosti upravuje squeeze-out v ustanovení § 183i an. Obchodního zákoníku.

³¹ Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues related to Takeover Bids, Brusel, 10. ledna 2002

³² Předseda: Jaap Winter, ostatní členové: Jan Schans Christensen, José Maria Garrido Garcia, Klaus J. Hopt, Jonathan Rickford, Guido Rossi a Joelle Simon

³³ Report of the High Level Group of Experts Company Law Experts on A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Brusel, 4. listopadu 2002

³⁴ V otázce definice „přiměřené ceny“ dospěla skupina expertů v principu k následujícím doporučením: (i) Evropa by měla zaujmout harmonizovaný přístup, aby ten, kdo činí nabídku převzetí, byl schopen předvídat a v ideálním

1.2.3.4 Třetí návrh Třinácté směrnice

Tento návrh z 2. října 2002 byl zejména kompromisem. Jako základ sloužil společný text dohodovacího výboru z června 2001. Množství ustanovení zůstalo nezměněno, včetně podstaty úpravy povinné nabídky převzetí (viz článek 5 Třinácté směrnice). Komise však současně široce zohlednila doporučení skupiny expertů, mimo jiné těch, týkajících se definice přiměřené ceny (viz rovněž článek 5 návrhu Třinácté směrnice). Za hlavní kompromis Třinácté směrnice se považuje její článek 9, který zakazuje společnostem, které jsou předmětem převzetí, přijímat obranná opatření proti realizaci převzetí bez souhlasu akcionářů³⁵ a článek 11³⁶, který umožňuje navrhovatelům prolomit určitá omezení ve společnostech, které jsou předmětem převzetí, za účelem dosažení plné kontroly nad takovou společností.

Politická dohoda ohledně Třinácté směrnice byla po 14 letech vyjednávání konečně dosažena 16. prosince 2003, kdy Třináctou směrnicí odsouhlasil Evropský parlament. Rada dala svůj souhlas 30. března 2004 a Třináctá směrnice se stala účinnou 20. května 2004. Lhůta pro její implementaci členskými státy vypršela dne 20. května 2006.

Pokud se jedná o úpravu povinné nabídky převzetí, dlouhodobý a komplikovaný vývoj textu Třinácté směrnice nevytlačil základní principy vycházející ze City Code a prvních pokusů o harmonizaci této problematiky.

případě si určit přiměřenou cenu, kterou bude povinen zaplatit v případě povinné nabídky převzetí; (ii) přiměřená cena by se měla za normálních okolností rovnat nejvyšší ceně zaplacené navrhovatelem za akcie příslušné třídy, ať už na regulovaném trhu nebo mimo něj, v určitém časovém úseku před převzetím kontroly s tím, že členské státy by měly mít možnost takový časový úsek stanovit v rozmezí šesti až dvanácti měsíců; (iii) členské státy by měly mít možnost definovat situace, ve kterých se výše uvedená pravidla neaplikují a umožnit za splnění určitých kritérií národním dozorujícím orgánům aplikovat vyšší nebo nižší cenu, než je shora uvedená nejvyšší zaplacená cena; (iv) navrhovatel by měl mít povinnost učinit nabídku převzetí v co nejkratší době po převzetí kontroly (maximálně do třiceti dnů); (v) členské státy by mohly stanovit systém, ve kterém by bylo zcela zakázáno nabytí cenných papírů za výhodnějších podmínek v průběhu nabídky anebo po určitou dobu po nabídce, nebo systém, ve kterém by nabytí cenných papírů za výhodnějších podmínek v průběhu nabídky anebo po určitou dobu po nabídce zavazovalo navrhovatele k tomu, aby doplatil majitelům cenných papírů, kteří prodali svoje cenné papíry na základě povinné nabídky převzetí, rozdíl mezi zaplacenou cenou a výhodnější cenou; členské státy by přitom měly mít možnost tento časový úsek stanovit v rozmezí šesti až devíti měsíců.

³⁵ Význam tohoto ustanovení však relativizuje článek 12, který článek 9 označuje jako nepovinné ujednání, které členské státy nejsou povinny transponovat.

³⁶ Jedná se o typický aspekt britské úpravy nabídek převzetí, oproti opačné tradici v USA, která obranná opatření managementu připouští.

Třináctá směrnice se tak zakládá na principu rovného zacházení se všemi držiteli cenných papírů společnosti, která se stala cílem nabídky převzetí, ukládá povinnost osobě, která se ujímá kontroly, učinit všem zbývajícím držitelům cenných papírů předmětné společnosti nabídku převzetí za cenu, která se za běžných okolností rovná nejvyšší ceně, kterou tato osoba (nebo osoba jednající s ní ve shodě) zaplatila za stejné cenné papíry, a ukládá členským státům, aby prostřednictvím svých orgánů zajistily dohled nad dodržováním těchto pravidel. Směrnice nestanoví konkrétní procentuelní podíl ve společnosti, který zakládá povinnost učinit nabídku převzetí. Povinnost ukládá při dosažení „zvláštního“ procenta hlasovacích práv, které zajišťuje ovládnutí společnosti s tím, že procento hlasovacích práv, které vede k ovládnutí, a způsob jeho výpočtu určí pravidla členského sídla, ve kterém má společnost sídlo. Stejně jako předešlé návrhy harmonizační úpravy povinných nabídek převzetí se směrnice vztahuje pouze na společnosti, jejichž cenné papíry byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu³⁷ v jednom nebo více členských státech.

Třináctá směrnice je výsledkem snahy evropských zákonodárců vytvořit normu, která bude představovat optimální rovnováhu mezi harmonizací a diversitou členských států. Je to rámcová norma, která se omezuje na sjednocení minimálních standardů úpravy nabídek převzetí, z nichž některé nejsou povinné a členské státy se od nich mohou odchýlit (typicky např. shora zmíněný článek 9 o zákazu obranných opatření).³⁸ Tento aspekt směrnice (dispozitivnost určitých klíčových ustanovení), a skutečnost, že směrnice některé specifické instituty (jako např. výši či výpočet rozhodného podílu na hlasovacích právech, jehož získání zakládá nabídkovou povinnost) neupravuje vůbec, bývá kritizován jako původce interpretačních nejasností a nejednotné harmonizace směrnice v členských státech, umožňující vyniknout národním tendencím a odlišnostem, ačkoli na druhé straně je nutné si uvědomit, že

³⁷ viz směrnice 93/22/EHS

³⁸ „Proces a výsledek vývoje 13. směrnice jsou příkladem všeobecného zápasu nově nadefinovat národní zájmy v kontextu jednotného evropského trhu“. Winter, J.: „We all want to go to heaven but no one wants to die“, 1 (2004) European Company Law

dosažení shody členských států pro detailní harmonizaci bylo zřejmě za daných okolností nereálné³⁹. Na tuto kritiku navazují pochybnosti co do naplnění hlavního účelu Třinácté směrnice, tj. zejména usnadnění nabídek převzetí a vytvoření tzv. *level playing field* (vyrovnaných podmínek právní úpravy převzetí společností v členských státech)⁴⁰ Nejzajímavější otázkou, kladenou v souvislosti s nabídkovou povinností podle Třinácté směrnice, se jeví být vhodnost aplikace britské koncepce nabídkové povinnosti na prostředí kontinentální Evropy. Tato diskuse pracuje s předpokladem, že britská úprava se utvářela za zcela specifických a od ostatní Evropy odlišných podmínek. Nabídková povinnost podle City Code vzniká při nabytí podílu na hlasovacích právech alespoň v rozsahu 30%. Typická akcionářská struktura v britských společnostech je přitom roztržštěná a průměrná výše podílu největšího akcionáře bývá obvykle nižší než 20%. Z toho vyplývá, že nabídková povinnost podle City Code nereaguje na všechna převzetí. Jejím účelem není chránit minoritní akcionáře před *jakoukoli* změnou kontroly, ale spíše před takovou situací, kdy důsledkem převzetí by bylo narušení rozředenosti kontroly společnosti (např. akcionáři držícími po 20% a nižším podílu na hlasovacích právech) vstupem akcionáře koncentrujícím ve svých rukou neobvykle vysoký podíl (více než 30%). Pokud však aplikujeme 30% práh na poměry kontinentální Evropy (a připomeňme, že 30% práh je jako rozhodný uzákoněn ve většině členských států), pak je prakticky *jakákoli* změna kontroly spojena s povinností nabídnout koupí všem ostatním akcionářům.⁴¹ Tato skutečnost logicky prakticky každé převzetí značně prodražuje a snižuje nabídkovou

³⁹ „Směrnice obsahuje množství institutů, které by si zasloužily další vyjasnění a harmonizaci, jako „spravedlivá cena“, „jednání ve shodě“ nebo rozsah akvizice pro povinné nabídky převzetí. V rámci prvního pokusu o harmonizaci úpravy nabídek převzetí bylo však ponechání těchto podstatných elementů interpretace otevřených zřejmě nejučinnějším způsobem, jak postupovat. Byla-li by cílem hluboká harmonizace, pak by bylo nutné dosáhnout dohody ohledně extrémně detailního souboru pravidel. Nespočet otázek vyvstávajících v souvislosti s nabídkami převzetí stále vede k velmi odlišným postojům a aby tyto mohly být harmonizovány, byl by nezbytný nespočet detailních ustanovení.“ Wymeersch, E.: „The Takeover Bid Directive, light and darkness“, Working Paper Series, Financial Law Institute, Universiteit Gent, 2008, <http://ssrn.com/abstract=1086987>

⁴⁰ viz např. Clarke, B.: „Takeover Regulation: Through the Regulatory Looking Glass“, Comparative Research in Law & Economy Paper 18/2007, Vol. 03 No. 05 (2007), Special Issue: EU Governance, <http://ssrn.com/abstractid=1002675>; Wymeersch, E.: „The Takeover Bid Directive, light and darkness“, Working Paper Series, Financial Law Institute, Universiteit Gent, 2008, <http://ssrn.com/abstract=1086987>; Papadopoulos, T.: „The Mandatory Provisions of the EU Takeover Bid Directive and Their Deficiencies“, Law and Financial Markets Review, November 2007, <http://ssrn.com/abstract=1088894>

⁴¹ Pro srovnání připomeňme, že první česká právní úprava nabídkové povinnosti z roku 1996 spojovala tuto povinnost teprve s nabytím alespoň 50% podílu na hlasovacích právech (ačkoli tento podíl se vypočítával pouze z těch akcií cílové společnosti, které byly kótované).

aktivitu. V této souvislosti např. Ventrizzo (ve shora citované práci) pochybuje o tom, co je skutečným záměrem Třinácté směrnice. Dovojuje totiž, že nabídková povinnost po vzoru City Code, naroubovaná na kontinentální Evropu s centralizovanou vlastnickou strukturou společností, nesvědčí ani tak minoritním akcionářům (není-li dokonce v rozporu s jejich zájmy), ale spíše upevňuje zázemí existujícím kontrolujícím vlastníkům společností (včetně společností s významnou státní účastí), kteří se v zásadě nemusejí obávat nepřátelského převzetí, je-li každé převzetí spojeno s natolik zásadními náklady. V této souvislosti Ventrizzo upozorňuje, že v důsledku transpozice Třinácté směrnice došlo v právních řádech členských států většinou k významnému navýšení ceny, kterou je zájemce o převzetí povinen nabídnout minoritním akcionářům, oproti ceně v národních řádech uzákoněné před implementací směrnice, když princip spravedlivé ceny byl nahrazen principem ceny nejvyšší. Implementace Třinácté směrnice podle Ventrizza posloužila některým evropským legislativám jako příležitost k zavedení nových a silných obranných mechanismů pro dominantní akcionáře. Při nedostatečné nabídkové aktivitě přitom klesá pravděpodobnost vzniku příležitosti pro minoritní akcionáře prodat svoje akcie za vyšší cenu a neexistence hrozby převzetí se projevuje mimo jiné v kvalitě managementu a výsledcích společnosti. Všechny tyto faktory jdou v zásadě proti zájmům minoritních akcionářů. Ke stejnému závěru, nicméně z odlišné perspektivy, kterou je nepovinný charakter ustanovení Třinácté směrnice o zákazu obranných opatření managementu a pravidlu průlomu, dospívá také např. shora citovaný profesor korporátního práva na Univerzitě v Amsterdamu Jaap Winter: „*Návrh Komise z října 2002, následné negociace mezi členskými státy a konečný výsledek přijaté směrnice ukázaly, o čem celá debata vlastně byla. Řada členských zemí sešla z cesty, jen aby zajistila, že národní podniky nebudou předmětem režimu na poli nabídek převzetí, který by skutečně mohl umožnit jejich úspěšné převzetí někým jiným.*“

Stejně nebo obdobné úvahy nalezneme i u ostatních, v tomto bodě citovaných autorů. Předmětem rozsáhlých diskusí tak nejsou jen vybraná ustanovení

nabídkové povinnosti podle Třinácté směrnice, ale samotná koncepce této povinnosti, její skutečné přínosy, resp. negativní efekty pro minoritní akcionáře a pravý záměr sledovaný zakotvenou nabídkovou povinností. Do jaké míry je nabídková povinnost jako instrument ochrany minoritních akcionářů prozatím nedokonalým konceptem vykazujícím určité efekty nevýhodné pro minoritní akcionáře a do jaké míry se jedná o dogma, skrývající politické zájmy zachovat významné podniky ve státním vlastnictví? Je otázkou, zda a jak se tato polemika promítne, resp. podaří promítnout do revize Třinácté směrnice⁴². Přínos Třinácté směrnice na poli nabídkové povinnosti lze na druhou stranu spatřovat v tom, že alespoň v hlavních rysech došlo k harmonizaci nabídkové povinnosti, v čemž můžeme spatřovat jisté zvýšení právní jistoty na poli nabídkové povinnosti v evropském měřítku, a procedurálnímu (spíše než shora diskutovanému materiálnímu) usnadnění přeshraničních převzetí s tím, že nabídková povinnost se stala základní součástí tvorby ceny na evropských kapitálových trzích a podstatným elementem při rozhodování ohledně vstupu na regulovaný trh.⁴³

1.3 Úprava podle Obchodního zákoníku a ZNP

1.3.1 Zákon č. 142/1996 Sb.

Institut povinné nabídky převzetí byl vložen do Obchodního zákoníku novelizací na základě zákona č. 142/1996 Sb. ze dne 25. dubna 1996, mezi jehož hlavní cíle patřilo posílení ochrany menšinových akcionářů.⁴⁴ Před tímto datem nabídková povinnost v českém právním řádu neexistovala.

⁴² Podle článku 20 Třinácté směrnice přezkoumá Komise směrnici pět let po datu implementace (20. května 2006), tj. 20. května 2011, a v případě potřeby navrhne její úpravu. V této souvislosti připomeňme, že podle pracovní zprávy Komise o implementaci směrnice (Commission Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids Sec (2007/268) ze dne 22. února 2007) nebylo cílů směrnice dosaženo.

⁴³ Wymeersch, E.: „The Takeover Bid Directive, light and darkness“, Working Paper Series, Financial Law Institute, Universiteit Gent, 2008, <http://ssrn.com/abstract=1086987>

⁴⁴ Důvodová zpráva k zákonu č. 142/1996 Sb.

Vzorem této úpravy byl text prvního návrhu Třinácté směrnice.⁴⁵ Evropský návrh vázal povinnost učinit nabídku převzetí na dosažení či překročení třetinového podílu akcionáře na hlasovacích právech, pokud národní úprava nestanoví limit nižší. Uvedená první tuzemská úprava (§ 183b ObchZ) však povinnou nabídku převzetí ukládala teprve v případě nabytí či překročení polovičního, dvoutřetinového či tříčtvrtinového podílu na hlasovacích právech. Naopak v souladu s návrhem Třinácté směrnice ustanovení § 183b ObchZ vztahovalo povinnou nabídku převzetí pouze na nabytí rozhodného podílu na hlasovacích právech ve společnosti s veřejně obchodovatelnými (kótovanými) akciemi.⁴⁶ Tehdejší § 183b ObchZ dokonce i podíl na hlasovacích právech vypočítává z hlasovacích práv výlučně ve vztahu k veřejně obchodovatelným (kótovaným) akciím, nikoli ze všech hlasovacích práv ve společnosti. V případě společností majících jak akcie veřejně obchodovatelné (kótované), tak akcie veřejně neobchodovatelné (nekótované), byl podíl na hlasovacích právech spojených s neobchodovatelnými (nekótovanými) akciemi irelevantní.

Povinnost učinit nabídku převzetí se podle § 183b odst. 2 ObchZ nevztahovala na Českou republiku, státní organizace a Českou národní banku a na právního nástupce, který vstupuje do všech práv a závazků akcionáře, pokud tento akcionář povinnou nabídku převzetí již splnil.

Podle přechodných ustanovení zmíněného zákona č. 142/1996 Sb. se ustanovení § 183b ObchZ rovněž nevztahovalo na státní peněžní ústavy, Fond národního majetku České republiky, Pozemkový fond České republiky a na osobu, která nabývá akcie společnosti v souladu s rozhodnutím o privatizaci podle zvláštního zákona.

Povinnost učinit nabídku převzetí zanikala ze zákona podle § 183 odst. 6

⁴⁵ Důvodová zpráva k zákonu č. 142/1996 Sb. Připomíná následující: „V Evropské smlouvě se Česká republika zavázala postupně harmonizovat své právo obchodních společností s právem Evropské unie (dále jen „EU“), které je koncentrováno především ve směrnících Rady. Česká republika se rovněž zavázala, že v případě novelizací zákonů budou již novelizované předpisy uváděny do souladu s právem EU.“

⁴⁶ Černá, S.: „Veřejný návrh smlouvy o koupi akcií a obrana proti ovládnutí společnosti“, Právní rádce 6/1998

ObchZ, pokud akcionář ve stanovené lhůtě snížil svůj podíl na veřejně obchodovatelných (kótovaných) akcích pod rozsah, který založil jeho povinnost. Povinnost vůbec nevznikla, nebylo-li možné určit cenu akcie podle § 183c ObchZ.

Podle odst. 3 uvedeného ustanovení § 183c ObchZ musela být v povinné nabídce převzetí cena za jednu akcii stanovena alespoň jako vážený průměr cen, které byly uveřejněny z obchodů uskutečněných na veřejných trzích v době šesti měsíců přede dnem, kdy vznikla povinnost učinit nabídku převzetí.

1.3.2 Zákon č. 370/2000 Sb.

Novela Obchodního zákoníku provedená zákonem č. 370/2000 Sb. ze dne 14. září 2000 nabídkovou povinnost zpřísnila. Nová formulace podmínek pro povinnou nabídku převzetí vycházela jednak z požadavků druhého návrhu Třinácté směrnice a jednak ze zkušeností s právní úpravou ze států, jejichž právní řády povinnou nabídku zakotvují, zejména z rakouské, francouzské a anglické právní úpravy⁴⁷. Oproti dosavadní právní úpravě se snížil základní práh pro vznik povinnosti učinit nabídku převzetí z 50-ti procentního podílu na hlasovacích právech na podíl, který umožňuje fakticky či právně ovládnutí společnosti, tedy od 40-ti procentního podílu na hlasovacích právech, neboť podle § 66a ObchZ byla založena vyvratitelná právní domněnka ovládnutí společnosti již při dosažení 40-ti procentního podílu na hlasovacích právech. V případě prokázání ovládnutí i při nižším podílu tato povinnost vznikala rovněž.

Novela přinesla pokrok v podobě odstranění rozporu v přístupu ke společnostem, které mají akcie kombinované tak, že část akcií je veřejně obchodovatelná (kótovaná) a část nikoliv. Podle uvedené novely nebylo

⁴⁷ Übernahmegesetz z roku 1999 v Rakousku, Loi 89-531 z roku 1989 ve Francii a City Code z roku 1968 ve Velké Británii

podstatné, zda veřejně obchodovatelné (kótované) jsou všechny akcie či pouze jejich část. Důležitá byla pouze skutečnost, že alespoň část akcií je veřejně obchodovatelná (kótovaná) a k založení povinnosti učinit nabídku převzetí stačovalo, že určitá osoba nabyla rozhodné (výše specifikované) množství jakýchkoli akcií společnosti.

Další podstatná změna zavedená novelou spočívala v tom, že povinnost učinit nabídku převzetí vznikla nejenom v případě, kdy rozhodný podíl na hlasovacích právech byl odvozen z akcií společnosti, ale rovněž pokud určitá osoba získala rozhodný podíl na hlasovacích právech z jakéhokoli právního titulu. (Předchozí úprava vázala povinnost učinit nabídku převzetí na získání *podílu na veřejně obchodovatelných (kótovaných) akciích, se kterými je spojeno hlasovací právo*, kdežto podle novely bylo rozhodné získání *podílu na hlasovacích právech, který umožňuje akcionáři ovládnutí společnosti*.)

Novela dále nově definuje subjekty, na které se nevztahuje povinnost učinit nabídku převzetí. Z povinnosti jsou podle novely vyňaty Česká republika, státní organizace, Fond národního majetku České republiky, Pozemkový fond České republiky, obce, vyšší samosprávné celky a Česká národní banka, jestliže na ně byly účastnické cenné papíry převedeny nebo je získaly v souvislosti s privatizací majetku státu. Stejně jako podle dosavadní úpravy se povinnost k nabídce převzetí nevztahuje na právního nástupce, který vstupuje do všech práv a závazků akcionáře, pokud tento předchozí akcionář povinnou nabídku převzetí již splnil. Novela nově vyjímá z povinnosti učinit nabídku převzetí osoby jednající ve shodě, nemění-li se jejich celkový podíl na hlasovacích právech společnosti a dochází-li jen ke změnám jeho vnitřní struktury nebo se snižuje počet osob jednajících ve shodě anebo počet osob, které tvoří koncern, nebo akcionáře a osoby jednající s ním ve shodě, jestliže jiný akcionář a osoby jednající s ním ve shodě mají vyšší podíl na hlasovacích právech než tento akcionář a osoby, jež s ním jednají ve shodě.

Další významnou změnou, kterou novela přináší, je požadavek na předchozí souhlas Komise pro cenné papíry (tehdy příslušného dozorového orgánu) s uveřejněním nabídky převzetí.

Ustanovení § 183b odst. 7 ObchZ nově upravuje, že k zániku povinnosti učinit nabídku převzetí může dojít jen na základě rozhodnutí Komise pro cenné papíry (a nikoli ze zákona, jak tomu bylo podle předchozí úpravy) tak, aby nebylo zneužíváno této možnosti k obcházení zákona tím, že účastnické cenné papíry budou převedeny na osobu, s níž daná osoba jedná ve shodě, což jí umožňuje nadále vykonávat vliv v cílové společnosti.

V § 183c odst. 3 ObchZ se nově stanoví požadavky na cenu, která musí být nabídnuta adresátům povinné nabídky převzetí. Příslušný návrh Třinácté směrnice výslovně nestanovil, podle jakých kritérií musí být cena stanovena, pouze obsahoval požadavek ceny přiměřené a požadavek rovného zacházení se všemi akcionáři. V tom byla úprava podle novely stejná. Jak uvádí důvodová zpráva k novele, vzhledem k nestandardnosti českého kapitálového trhu bylo jen obtížné naformulovat přesná pravidla pro stanovení přiměřené ceny. Proto novela narozdíl od dosavadní úpravy nestanoví přesně postup pro stanovení minimální ceny, nýbrž pouze stanoví, že musí být přiměřená a uvádí kritéria, k nimž se přihlíží při stanovení takové přiměřené ceny. Nadále se má přihlížet k váženému průměru cen z obchodů, jež se uskutečnily s těmito cennými papíry v době posledních šesti měsíců před vznikem povinnosti učinit nabídku převzetí, avšak narozdíl od dosavadní právní úpravy nejen k obchodům uskutečněným na veřejných trzích, ale k jakýmkoli obchodům, které byly evidovány ve Středisku cenných papírů. Nakonec se též přihlíží k tzv. prémiové ceně, tj. ceně, za kterou navrhovatel nabyl cenné papíry cílové společnosti v době posledních šesti měsíců, pokud je nabyt za cenu vyšší než je tato cena průměrná.⁴⁸

⁴⁸ Důvodová zpráva k zákonu č. 370/2000 Sb.

Uvedená harmonizační novela provedená zákonem č. 370/2000 Sb. přinesla nejrozsáhlejší změny a po ní následující novelizace byly spíše dílčího či technického rázu, bez zásadnějších věcných či koncepčních zásahů do podstaty úpravy problematiky. Proto například ustanovení o podmínkách vzniku povinnosti učinit nabídku převzetí nebo o přiměřené ceně ve znění zákona č. 370/2000 Sb. zůstala nezměněna až do přijetí ZNP.

1.3.3 Následující novelizace

Zákon č. 120/2001 Sb. ze dne 28. února 2001 přinesl rozšíření subjektů, na které se nabídková povinnost nevztahuje, a to tak, že vedle vyjmenovaných státních a samosprávných subjektů se uvádí též „další osoby“, jestliže na ně byly účastnické cenné papíry převedeny nebo je získaly v souvislosti s privatizací majetku státu. Zákonem č. 239/2001 Sb. ze dne 26. června 2001, kterým byla zřízena Česká konsolidační agentura jako právní nástupce Konsolidační banky, s.p.ú. a právnická osoba *sui generis*, byla mezi tyto subjekty výslovně zařazena právě i Česká konsolidační agentura. Poslední doplnění definice subjektů, na které nabídková povinnost nedopadá, bylo provedeno zákonem č. 501/2001 Sb. ze dne 15. prosince 2001, který do § 183 odst. 3 písm f) ObchZ zařadil „řídící osobu, která v ovládací smlouvě převzala závazek vůči mimostojícím akcionářům uzavřít na písemnou žádost smlouvu o úplatném převodu jejich akcií nebo zatímních listů bez časového omezení podle § 190 odst. 1.“ Stejná novela přinesla současně upřesnění, že účastnické cenné papíry se pro účely povinné nabídky převzetí považují vždy za neomezeně převoditelné. Zde se jednalo o řešení legislativně technického problému v případě, že účastnické cenné papíry mají jinak omezenou převoditelnost. Měla-li by ustanovení o omezené převoditelnosti platit i na tyto případy, mohla by se právní úprava zcela minout účinkem, neboť by nebylo možné v některých případech převod vůbec realizovat.⁴⁹ Jinak hlavním smyslem novelizace provedené zákonem č. 501/2001 Sb. bylo odstranění legislativně technických

⁴⁹ Důvodová zpráva k zákonu č. 501/2001 Sb.

chyb, které vznikly při harmonizační novelizaci zákonem č. 370/2000 Sb. Ovšem zákon č. 501/2001 Sb. byl posléze ke dni 31. března 2003 zrušen nálezem Ústavního soudu ze dne 2. října 2002, sp. zn. Pl ÚS 5/02. Ke zrušení došlo z procedurálních důvodů, neboť podle názoru Ústavního soudu Parlament zákon přijal v rozporu s ústavně předepsaným způsobem. Obsah zrušeného zákona byl téměř beze změn promítnut do pozdějšího návrhu zákona, který byl Parlamentem schválen pod č. 88/2003 Sb. ze dne 26. března 2003.

Následovala novela provedená zákonem č. 308/2002 Sb. ze dne 13. června 2002, která kromě jiných dílčích změn implementovala čl. 85 odst. 1 směrnice 2001/34/EHS o přijetí cenných papírů ke kotování na burze cenných papírů a o informacích, které k nim mají být zveřejněny. Dosavadní právní úprava oznamovací povinnosti podle Obchodního zákoníku zakládala povinnost osoby, která nabývá nebo pozbývá akcie, oznámit dosažení, snížení nebo překročení podílu na hlasovacích právech pouze v akciové společnosti se sídlem v České republice, jejíž akcie jsou přijaty k obchodování na veřejném trhu v České republice. Pojetí úpravy v citované směrnici je však mnohem širší. Vyžaduje totiž, aby nabytí nebo zcizení účastnického cenného papíru oznamovala povinná osoba i v případě, že cenné papíry emitenta jsou přijaty k obchodování na veřejném trhu i v jiném členském státu Evropské unie nebo v jiném státu tvořícím Evropský hospodářský prostor, než ve státu, v němž má emitent sídlo. Proto bylo ustanovení § 183d ObchZ upraveno v tom smyslu, že oznamovací povinnosti podléhá i osoba, která nabude nebo zcizí účastnické cenné papíry v akciové společnosti se sídlem v České republice, jejíž akcie jsou přijaty k obchodování na veřejném trhu třeba pouze v jiném členském státu Evropské unie a nikoliv v samotné České republice. Novela současně provedla požadavek směrnice, aby emitent oznamoval svůj podíl na hlasovacích právech též vždy k okamžiku přijetí jeho akcií na veřejný trh. Důvodová zpráva k uvedené novele zdůrazňuje důležitou úlohu oznamovací povinnosti v informování účastníků kapitálového trhu o podílech na hlasovacích právech

v kótovaných společnostech a nutnost odkrýt strukturu hlasovacích práv k okamžiku přijetí cenného papíru k obchodování na veřejný trh, což dosavadní úprava neumožňovala. Touto novelou a vložením nového odpovídajícího ustanovení § 80e do zákona o cenných papírech se úprava oznamovací povinnosti měla stát plně slučitelnou s evropským právem.⁵⁰

1.3.4 Ústavní nález o zrušení výjimky z povinnosti učinit nabídku převzetí

Dne 12. března 2003 došlo k významnému zásahu do právní úpravy povinné nabídky převzetí, když Ústavní soud České republiky svým nálezem rozhodl na návrh skupiny senátorů o zrušení § 183b odst. 3 písm. a) ObchZ a článku II bodu 8 zákona č. 146/1996 Sb. (viz bod 1.3.1 výše)⁵¹. Jak uvedeno výše, tato ustanovení zaváděla výjimky z povinnosti učinit nabídku převzetí pro Českou republiku, státní organizace, Fond národního majetku České republiky, Pozemkový fond České republiky, obce, vyšší samosprávné celky, Českou národní banku, Českou konsolidační agenturu a další osoby, jestliže na ně byly účastnické cenné papíry převedeny nebo je tyto osoby získaly v souvislosti s privatizací majetku státu. Skupina senátorů vytýkala těmto výjimkám protiústavnost pro rozpor s ústavněprávně chráněným principem rovnosti v právech, rovnosti před zákonem, právem na stejnou právní ochranu zákona bez jakékoli diskriminace a základním právem na ochranu vlastnictví.⁵²

⁵⁰ Důvodová zpráva k zákonu č. 308/2002 Sb.

⁵¹ Ústavní nález byl vyhlášen pod číslem 87/2003 Sb.

⁵² Zákonodárce ve svém vyjádření k návrhu senátorů v principu uvedl, že uvedené výjimky sledovaly zájem na vytvoření podmínek pro rozvoj podnikatelských aktivit osob, které získaly akcie v souvislosti s privatizací majetku státu. Zákonodárce dále tvrdil společenský zájem na vyloučení veřejnoprávních institucí a veřejnoprávních korporací a některých osob z povinnosti odkoupit cenné papíry, aby tak především nedocházelo ke koncentraci majetku v rukou těchto prvně jmenovaných nepodnikatelských subjektů na úkor rozvoje podnikatelských aktivit soukromoprávních osob. Zákonodárce dále argumentoval, že vyloučení uvedených osob i dalších subjektů z režimu § 183b odst. 1 ObchZ za podmínky, že získaly akcie v privatizaci majetku státu, bylo dáno veřejným zájmem na zdárném průběhu a dokončení privatizace a na rozvoji a podpoře soukromého podnikání. K podanému návrhu skupiny senátorů si Ústavní soud vyžádal i vyjádření Komise pro cenné papíry, která mimo jiné uvedla, že jedním z pravděpodobných důvodů vložení výjimky byla snaha státu dosáhnout při převodu majetku státu do vlastnictví jiných osob co největšího zisku pro stát. Dále se Komise vyjádřila k předpokládanému konkrétnímu dopadu případného zrušení napadené výjimky na kapitálový trh. V této souvislosti předpokládala snížení akviziční ceny pro nové nabyvatele a dopad na oblast kolektivního investování ve vztahu k portfoliím investičních a podílových fondů. Poukázala v této souvislosti na tři nejvýznamnější dosud neprivatizované tituly (ČEZ, Český Telecom, a.s. a Unipetrol, a.s.). Komise závěrem uvedla, že sdílí jisté pochybnosti o ústavnosti napadených ustanovení a že záleží na interpretaci Ústavního soudu, zda obavy o stabilitu kapitálového trhu v podmínkách rozvíjející se ekonomiky jsou vyjádřením veřejného zájmu, jehož ochrana může ospravedlnit existenci napadených rozhodnutí. Ústavní soud se ve svém hodnocení soustředil na ústavněprávní hlediska napadené úpravy a odmítl se

Následné novelizace úpravy povinné nabídky převzetí provedené zákony č. 257/2004 Sb. ze dne 14. dubna 2004 a č. 554/2004 Sb. ze dne 24. září 2004 přinesly spíše jen technické nebo terminologické změny bez věcných dopadů na podstatu právní úpravy povinné nabídky převzetí.

Na éru, v průběhu které byla právní úprava povinné nabídky převzetí zakotvena v Obchodním zákoníku, navázalo v rámci dekodifikace Obchodního zákoníku a za okolností naléhavé potřeby dokončit harmonizaci české právní úpravy nabídek převzetí s Třináctou směrnicí přijetí ZNP, tj. zvláštního zákona č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí a o změně některých dalších zákonů (zákon o nabídkách převzetí), který zrušil ustanovení Obchodního zákoníku o nabídkách převzetí a úpravu nabídky převzetí přesunul do uvedeného zvláštního zákona. Úprava povinné nabídky převzetí tak nadále existuje odděleně od Obchodního zákoníku a na něm téměř nezávisle (s výjimkou ustanovení, na jejichž použití ZNP odkazuje či které se použijí subsidiárně k ZNP, jako např. ustanovení § 66a definující pojem ovládnání)⁵³.

Zjednodušeně řečeno, ZNP upravuje dobrovolné a povinné nabídky převzetí. Z praktického hlediska je za těžiště zákona zřejmě nutné považovat právě

vyjadřovat k dané věci z hledisek ekonomických či politických a blíže rozebírat případné výhody či nevýhody postavení uvažovaných akcionářů. Nehodnotil současně správnost či nesprávnost zvoleného přístupu k privatizaci. Přestože připustil, že postavení minoritních akcionářů nemusí být v důsledku výjimek z nabídkové povinnosti a priori pouze nevýhodné, nakonec se přiklonil k argumentaci skupiny senátorů a konstatoval, že napadená ustanovení ve svých důsledcích vyvolávají neodůvodněnou nerovnost mezi subjekty účastnými při realizaci procesu, který byl založen zákonodárcem přijetím institutu povinné nabídky převzetí. Ústavní soud neuznal veřejný zájem deklarovaný zákonodárcem jako dostatečný k tomu, aby převážil nad zájmem jednotlivce vlastnit majetek, ale zejména i s principem, že vlastnické právo všech vlastníků má stejný zákonný obsah a ochranu. Ve svém odůvodnění k nálezu Ústavní soud současně zmiňuje, že podobné výjimky z povinnosti učinit nabídku převzetí nenalezl v žádném z právních řádů členských států Evropské unie. Ústavní soud napadená ustanovení zrušil pro jejich rozpor s článkem 11 odst. 1, 3 a 4, ve spojení s článkem 1 odst. 1, článkem 3 odst. 1 a článkem 4 odst. 3 a 4 Listiny, článkem 14 Úmluvy o ochraně lidských práv a základních svobod, ve znění článku 1 Dodatkového protokolu k Úmluvě a článkem 26 Mezinárodního paktu o občanských a politických právech, a to dnem vyhlášení tohoto nálezu ve Sbírce zákonů, tj. 31. března 2003.

⁵³ Důvodová zpráva k ZNP dále odůvodňuje osamostatnění právní úpravy nabídek převzetí následovně: „Navrhovaná právní úprava nabídek převzetí je koncipována jako samostatný zákon. Pro toto řešení hovoří především tyto důvody: Jedná se o specifickou právní úpravu s převahou veřejnoprávních norem, která se svojí povahou vymyká koncepci občanského zákoníku coby obecného soukromoprávního předpisu a přesahuje tak jeho věcnou působnost. [Pozn. autora: zde je zřejmě míněn obchodní zákoník, a nikoli zákoník občanský]. Zároveň lze předpokládat, že zákon o nabídkách převzetí bude častěji novelizován v závislosti na vývoji kapitálového trhu a jej upravujících předpisů, přičemž zařazení takto dynamicky se vyvíjející úpravy do obchodního zákoníku se jeví jako nevhodné. Rozsah této právní úpravy je navíc natolik velký, že jeho začlenění do obchodního zákoníku by narušilo jeho strukturu. Osamostatnění úpravy nabídek převzetí umožní koncipovat tuto úpravu nezávisle na připravované rekodifikaci českého civilního práva. Úpravu nabídek převzetí v samostatném předpise zvolila většina evropských států, včetně České právní kultury blízkého Rakouska a Německa.“

úpravu povinných nabídek převzetí. Zatímco povinné nabídky převzetí jsou v českém prostředí poměrně obvyklé, dobrovolné nabídky jsou spíše výjimečné (v zásadě jedinou dobrovolnou nabídkou převzetí dosud byla pouze nedávná nabídka převzetí společnosti Zentiva)⁵⁴.

1.4 ZNP

Důvodová zpráva k ZNP jednoznačně formuluje jako hlavní princip a důvod nezbytnosti ZNP transponovat do české právní úpravy nabídky převzetí Třináctou směrnicí. Implementační lhůta pro transpozici Třinácté směrnice totiž uplynula dne 20. května 2006, kdežto ZNP byl předložen Poslanecké sněmovně k projednání teprve dne 29. ledna 2008⁵⁵.

Datum přijetí ZNP ovlivnilo zejména zahájení dne 11. dubna 2006 řízení Komise s Českou republikou pro porušení Smlouvy č. 2005/4853, jehož předmětem bylo namítané nesprávné provedení Třinácté směrnice do českého právního řádu a dne 16. října 2006 další řízení pro porušení Smlouvy č. 2006/0734 o témže předmětu.⁵⁶ Podle ústního vyjádření odboru kompatibility vládního informačního systému pro aproximaci práva ze dne 19. února 2009 Česká republika zaslala v červenci 2007 vyjádření Komisi, ve kterém informovala o přípravě ZNP a časových předpokladech jeho legislativního schválení. Následně dne 8. dubna 2008 notifikovala Česká republika Komisi o přijetí ZNP. Na tuto notifikaci Komise již nereagovala, nečinila žádné jiné kroky v řízení, ani řízení formálně neukončila.

Kromě uvedené motivace transponovat Třináctou směrnicí mělo být dalším cílem ZNP, jak uvádí důvodová zpráva, koncipovat novou úpravu nabídek převzetí tak, aby byly odstraněny vady a nejasnosti, které vyvolávala dosavadní právní úprava v Obchodním zákoníku, a dále liberalizovat úpravu v těch

⁵⁴ Komentář

⁵⁵ Důvodová zpráva k návrhu zákona o nabídkách převzetí, Sněmovní tisk 358

⁵⁶ Důvodová zpráva k návrhu zákona o nabídkách převzetí, Sněmovní tisk 358

ohledech, kde přísné regulační požadavky nejsou odůvodněny přiměřenými riziky nebo vůbec.

Ve vztahu k povinné nabídce převzetí ZNP přinesl následující hlavní koncepční změny:

- zrušení dosavadní nabídkové povinnosti, která vznikala při překročení hranice dvou třetin a tří čtvrtin na hlasovacích právech společnosti;

- novou formulaci práhu pro vznik nabídkové povinnosti konkrétním procentem - 30% na hlasovacích právech cílové společnosti - avšak s tím, že povinnost vzniká teprve za předpokladu naplnění materiální podmínky „ovládání“ (jak zmíněno výše, dosavadní úprava spojovala vznik nabídkové povinnosti s nabytím podílu na hlasovacích právech, který mu *umožňuje ovládnutí společnosti*, když toto kritérium se hodnotilo s ohledem na obecné principy ovládání podle § 66a Obchodního zákoníku);

- novou konstrukci ceny při povinné nabídce převzetí, podle které je cena vždy primárně stanovena navrhovatelem, avšak nesmí být nižší než cena prémiová. Pokud nelze prémiovou cenu zjistit, pak cena při povinné nabídce převzetí nesmí být nižší než průměrná cena na regulovaném trhu (podle dosavadní úpravy měla být cena přiměřená hodnotě příslušných účastnických cenných papírů s přihlédnutím k průměrné ceně, nesměla však být nižší než prémiová cena *snížená až o 15%*, jestliže stanovy cílové společnosti tuto odchylku nezpřísňovaly či nevylučovaly, a současně nesměla být nižší než průměrná cena);

- nový institut skupiny spolupracujících osob pro účely stanovení kolektivní nabídkové povinnosti;

- omezení *adresátů* nabídkové povinnosti na ty akcionáře cílové společnosti, kteří jsou majiteli *kótovaných* akcií (tj. např. ve společnostech, které vydaly např. dvě emise akcií, z nichž jedna je kótovaná a druhá není kótovaná, je navrhovatel povinen odkoupit pouze kótované akcie).

Shora uvedenou rámcovou informaci o ZNP doplní jeho detailní rozbor v následujících kapitolách.

Dne 30. září 2009 Poslanecká sněmovna České republiky ve třetím čtení schválila návrh novely Obchodního zákoníku a dalších souvisejících předpisů včetně ZNP⁵⁷. Tento návrh je pro účely této práce definován výše jako „Návrh novely“. Hlavním cílem Návrhu novely má být transpozice směrnice 2007/36/ES ze dne 11. července 2007 o výkonu některých práv akcionářů ve společnostech s kótovanými akciemi (tzv. směrnice o přeshraničním hlasování). Do Návrhu novely jsou pak podle důvodové zprávy současně zapracovány též návrhy legislativně technické povahy zpřesňující ZNP, které mají jednak reagovat na interpretační nejasnosti a jednak upravovat text zákona v souladu s dnešním porozuměním Třinácté směrnici.

Bližší studium Návrhu novely ukazuje, že několik málo vybraných interpretačních nejasností se odstraňuje, nicméně ty nejzávažnější, jak jsou identifikovány dále v této práci, zůstávají opomenuty. Tam, kde je to v této práci vhodné, je vedle ustanovení, které je identifikováno jako problematické, uvedena příslušná změna ZNP reagující na tentýž problém, tak jak je předložena v Návrhu novely. Ve valné většině v této práci identifikovaných problémů však srovnání s Návrhem novely chybí, neboť v daných případech Návrh novely nepřichází s žádnou úpravou.

Je rovněž otázkou, v jakém ohledu Návrh novely reflektuje posun v porozumění Třinácté směrnici, jak uvádí důvodová zpráva. Za prvé se nijak

⁵⁷ Usnesení č. 1403

nekonkretizuje, jakým směrem se ono porozumění směrnici posunulo, a za druhé, změny ZNP podle Návrhu novely jsou z valné většiny spíše legislativně-technického rázu. Jedinou věcnou změnou je snad zavedení možnosti ČNB (v případě nečinnosti navrhovatele) ustanovit znalce pro přezkoumání ceny v nabídce převzetí, přičemž z povahy změny a připomínkového řízení o Návrhu novely⁵⁸ je naprosto jasné, že tato změna s vývojem vnímání Třinácté směrnice nijak nesouvisí.

K datu dokončení této práce je Návrh novely postoupen k projednání Senátu České republiky⁵⁹.

1.5 Slučitelnost české právní úpravy povinné nabídky převzetí s Třináctou směrnicí

ZNP, pokud se jedná o záležitosti týkající se povinné nabídky převzetí, v principu harmonizuje českou právní úpravu s Třináctou směrnicí. V příslušných ustanoveních ZNP je evidentní snaha držet se co možná nejvíce požadavků směrnice a odkazy na Třináctou směrnicí v jednotlivých kapitolách této práce (resp. její citace pro srovnání s českou právní úpravou v příslušné otázce) o tom svědčí. ZNP však v souvislosti se zkoumanou problematikou povinné nabídky převzetí trpí několika závažnými nedostatky, které se dotýkají nejzásadnějších elementů úpravy nabídkové povinnosti. Prvním a hlavním problémem je konstrukce rozhodného podílu na hlasovacích právech, jehož nabytí nebo překročení dává za vznik nabídkové povinnosti. Jak bude dále diskutováno, rozhodný podíl je v ZNP definován jako nejméně 30% podíl na hlasovacích právech, současně však tento podíl musí umožňovat (z materiálního hlediska) ovládnutí cílové společnosti, čímž se tento „fixní“ rozhodný podíl stává předmětem doposud (podle předchozí úpravy v Obchodním zákoníku) aplikovaných flexibilních kritérií ovládnutí podle § 66a

⁵⁸ Připomínkový list ze dne 19. února 2009 obsahující připomínky ČNB k Návrhu zákona, schválené guvernérem ČNB dne 20. února 2009

⁵⁹ Senátní tisk č. 177

ObchZ. Z fixního procenta se rázem stává zcela relativní veličina, závislá na konkrétních okolnostech. Tento přístup je v rozporu s článkem 5 Třinácté směrnice, vyžadujícím stanovení zvláštního procenta („*specified percentage*“) podílu na hlasovacích právech, které umožňuje ovládnutí. Článek 5 odst. 3 stanoví výslovně následující: „*Procento hlasovacích práv, které vede k ovládnutí pro účely odstavce 1, a způsob jeho výpočtu určí pravidla členského státu, ve kterém má společnost sídlo.*“ Druhým zásadním nedostatkem transpozice je skutečnost, že nabídková povinnost podle § 35 ZNP nesvědčí všem ostatním akcionářům (vedle akcionáře, kterému vznikla nabídková povinnost), ale pouze těm, kteří mají účastnické cenné papíry přijaté k obchodování na regulovaném trhu, ačkoli účel úpravy a Třináctá směrnice vyžadují, aby svědčila všem akcionářům společnosti, jejíž byť jen část cenných papírů je obchodována na regulovaném trhu. Do třetice je potřeba zmínit nedostatek v podobě ustanovení § 43 odst. 3 ZNP o období 12 měsíců rozhodném pro výpočet výše protiplnění při povinné nabídce převzetí, které, narozdíl od Třinácté směrnice, nezahrnuje dobu od vzniku nabídkové povinnosti do uveřejnění nabídkového dokumentu.

K uvedeným třem základním rozporům ZNP s Třináctou směrnicí viz blíže body 2.2 a 2.3.1 kapitoly II.1 a bod 2.2.2 kapitoly II.3 níže. Na další dílčí nedostatky transpozice Třinácté směrnice do ZNP je průběžně poukazováno.

Pokud se jedná o implementaci Třinácté směrnice obecně v rámci celé Evropské unie, zajímavé informace poskytuje Zpráva Komise o stavu implementace ze dne 21. 2. 2007, jejíž kopie tvoří přílohu č. 1 této práce. Pro účely této práce je zpráva užitečná tím, že předkládá přehled o národních právních úpravách jednotlivých členských států, a to zejména rozhodné podíly, které zakládají povinnost učinit nabídku převzetí, dodatečnou nabídku převzetí (sell-out) a oprávnění k vytěsnění minoritních akcionářů (squeeze-out).

2. *Prameny české právní úpravy*

Jak vyplývá z výše uvedeného a jak bude patrné z následujícího textu, prameny české právní úpravy povinné nabídky převzetí a dohledu nad jejím dodržováním tvoří⁶⁰:

- Třináctá směrnice;
- ZNP;
- Obchodní zákoník;
- ZDKT;
- Zákon č. 57/2006 Sb., o změně zákonů v souvislosti se sjednocením dohledu nad finančním trhem, ve znění pozdějších změn a doplňků;
- ZPKT;
- Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších změn a doplňků;
- Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance.

⁶⁰ V níže uvedeném výčtu se výslovně neuvádí zcela fundamentální normy jako jsou Ústava a Listina základních práv a svobod či Smlouva o založení ES či normy, které s úpravou povinné nabídky převzetí souvisejí pouze v určitém aspektu, jako jsou například SŘ či PZ.

I.3 ROLE ČESKÉ NÁRODNÍ BANKY

1. *Shrnutí historie orgánů dohledu nad kapitálovým trhem v České republice*

Jak řečeno výše, základy evropské a české právní úpravy povinné nabídky převzetí vycházejí z britského City Code. Ten kromě pravidel vzniku a realizace povinnosti učinit nabídku převzetí dal základ tradici kontroly nad dodržováním těchto pravidel speciálním orgánem pro dohled nad kapitálovým trhem⁶¹, kterým ve Velké Británii byl a je Panel⁶². Požadavek na speciální dozorčí orgán převzala i Třináctá směrnice a veškeré její jednotlivé návrhy, které předcházely jejímu přijetí.

Preambule Třinácté směrnice ve svém bodu 5 stanoví jako jeden z důvodů vydání směrnice: „*Každý členský stát by měl jmenovat orgán nebo orgány k doзору nad těmi aspekty nabídek, které upravuje tato směrnice, a k zajištění*

⁶¹ „Kapitálový trh zprostředkovává - narodil od peněžního trhu, který se týká zabezpečení krátkodobých úvěrových operací – střednědobé a dlouhodobé úvěry různým účastníkům trhu. Účastníky kapitálového trhu mohou být jednotlivci, společnosti, banky, vlády jednotlivých zemí, mezinárodní a nadnárodní organizace.[...] Hlavními produkty (finančními nástroji) využívanými na kapitálovém trhu jsou dluhopisy, akcie a hypotéky. Hlavními účastníky kapitálového trhu jsou emitenti, investoři a zprostředkovatelé. Vzhledem k této skutečnosti bývá kapitálový trh nazýván někdy také trhem cenných papírů. Výhoda cenných papírů jakožto nástrojů kapitálového trhu spočívá jednak v tom, že jejich emisí (vydáním) lze získat volné peněžní prostředky pro podnikání, jednak v tom, že jejich prodejem na kapitálovém trhu si lze opatřit hotové peníze. Nejdůležitějším místem, na němž se soustřeďuje nabídka cenných papírů a poptávka po nich, a kde se cennými papíry obchoduje, je burza cenných papírů.“ Pavlát, V.: Kapitálové trhy a burzy ve světě, Praha: Grada, 1992;

⁶² Panel byl v roce 1968 ustaven jako nezávislý samosprávný orgán stojící mimo státní správu. Jeho konstituce reflektuje preferenci Velké Británie pro finanční samoregulaci před regulací zákonnou, která je hodnocena jako nedostatečně flexibilní. Hybnými silami pro ustavení Panelu byly londýnská burza (London Stock Exchange), the Bank of England a soukromá bankovní komunita, v zájmu utišení rozsáhlé kritiky praktik, které charakterizovaly intenzivní aktivitu na trhu nabídek převzetí ve Velké Británii v polovině šedesátých let dvacátého století. Finanční průmysl ustavil Panel ve snaze předejít legislativě, která by vytvořila regulační orgán s právním postavením a agresivitou americké Komise pro cenné papíry (SEC – Securities Commission), jako orgánu s pravomocemi k vynucení zákona. Panel je nevládní orgán vykonávající regulační funkce v oblasti dohledu nad nabídkami převzetí společností ve Velké Británii a jejich souladem se City Code. Před harmonizací britského právního řádu s Třináctou směrnicí neměl žádné zákonné pravomoce ani povinnosti. Po harmonizaci Panel zůstává nezávislým a zůstává orgánem regulace nabídek převzetí ve Velké Británii. Jeho funkce a pravomoce byly však v důsledku Třinácté směrnice modifikovány (funkce byly v zásadě restrukturalizovány tak, aby byly důsledněji odděleny funkce normotvorná a funkce rozhodovací, a pravomoce posíleny o oprávnění vyžadovat dokumenty a informace, ukládat peněžité sankce za některá porušení pravidel podle City Code a možnost obracet se pro vynucení svých rozhodnutí na britské soudy). Panel nově získal některé zákonné funkce a pravomoce (Company Act 2006, část 28, kapitola 1). Panel je složen ze 34 členů, jimiž jsou zástupci nejvýznamnějších finančních a obchodních institucí, čímž Panel získává bezkonkurenční expertizu na trhu cenných papírů a nabídek převzetí. Blíže viz Forstinger, Ch. M.: Takeover Law in the EU and the USA, Haag: Kluwer Law International, 2002; Francis, J.: „Update on the UK implementation of the EU Takeover Directive“, Briefing Freshfields Bruckhous Deringer, November 2005; a oficiální webové stránky Panelu www.thetakeoverpanel.org.uk.

toho, že strany nabídek převzetí budou dodržovat pravidla stanovená podle této směrnice. Všechny tyto orgány by měly vzájemně spolupracovat.“ Právomocem, působností a spoluprací dozorčích orgánů členských států se pak detailně věnuje článek 4 směrnice, který mimo jiné rozvíjí uvedený obecný princip o požadavek na nestrannost a nezávislost těchto orgánů vzhledem ke všem stranám nabídky. Tuto nezávislost na stranách nabídky je zapotřebí odlišovat o nezávislosti na státu, jehož právní řád se aplikuje, která je typická pro Panel. Panel si nezávislost podržel i po implementaci Třinácté směrnice, nicméně jeho pravomoc a funkce byly v zájmu harmonizace do určité míry modifikovány, jak je detailně popsáno výše. V této souvislosti se v teorii objevují obavy o ohrožení dosavadního účinného samosprávného (nezávislého) režimu Panelu ve Velké Británii, která je největším evropským trhem na poli nabídek převzetí.⁶³

Dozor nad kapitálovým trhem v České republice vykonávala od roku 1998 do roku 2006 Komise pro cenné papíry.⁶⁴

Dne 1. dubna 2006 vstoupil v účinnost zákon č. 57/2006 Sb., o změně zákonů v souvislosti se sjednocením dohledu nad finančním trhem, v jehož důsledku se stala Česká národní banka jediným orgánem dohledu nad finančním trhem v České republice a Komise pro cenné papíry byla zrušena. Přijetím tohoto zákona došlo k integraci do rukou ČNB státního dozoru nad pojišťovnami, zabezpečovaného dosud Ministerstvem financí, státního dozoru nad kapitálovým trhem⁶⁵, zabezpečovaného dosud Komisí pro cenné papíry a

⁶³ Clarke, B.: „Takeover Regulation: Through the Regulatory Looking Glass“, Comparative Research in Law & Economy Paper 18/2007, Vol. 03 No. 05 (2007), Special Issue: EU Governance, <http://ssrn.com/abstractid=1002675>

⁶⁴ Komise pro cenné papíry byla zřízena s účinností ode dne 1. dubna 1998 jako správní úřad pro oblast kapitálového trhu zákonem č. 15/1998 Sb., o Komisi pro cenné papíry a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů. Její postavení v soustavě orgánů státní správy jako jejího ústředního orgánu upravoval zákon č. 2/1969 Sb., o zřízení ministerstev a jiných ústředních orgánů státní správy České republiky ve znění pozdějších změn a doplňků (kompetenční zákon). Předchůdcem Komise pro cenné papíry bylo Ministerstvo financí České republiky, v jehož působnosti byl na základě kompetenčního zákona finanční trh.

⁶⁵ Shora bylo pro ilustraci uvedeno, že Panel, jako tradiční model dozorčího orgánu nad nabídkami převzetí, je v prvé řadě nezávislým orgánem, původně (tj. před změnami City Code v důsledku Třinácté směrnice) respektovaným pouze silou svojí autority, nikoli z titulu zákona, a dokonce normotvůrcem (který je však při této normotvorbě vázán Třináctou směrnicí) v oblasti nabídek převzetí. ČNB je vykonavatelem *státního* dozoru. ČNB je ve smyslu § 1 zák. č. 6/1993 Sb., o České národní bance, v platném znění, právnickou osobou, která má

dozorem nad spořitelními a úvěrními družstvy, zabezpečeného dosud Úřadem pro dohled nad družstevními záložnami.⁶⁶ Umístění dohledu nad celým finančním trhem v centrální bance není celosvětově ničím výjimečným. Naopak, pro země s relativně malým finančním trhem a s převahou bankovních aktivit může být takový model považován za racionální řešení, což konstatuje Evropská centrální banka ve svém stanovisku, které bylo k záměru úplné integrace dohledu nad finančním trhem vyžádáno při projednávání návrhu uvedeného zákona v Poslanecké sněmovně. Stejnou cestou se vydala např. Slovenská republika.⁶⁷

Nevýhodou tohoto řešení je skutečnost, že kvalita výkonu funkcí na poli nabídek převzetí bude trpět kvantitou ostatních rolí ČNB. Lze se domnívat, že všeobecně uznávaná regulace nabídek převzetí ve Velké Británii vděčí za svůj úspěch Panelu, který je orgánem, jehož jediným posláním je tvorba norem City Code a dohled nad jeho dodržováním a který je složen ze zástupců nejvýznamnějších finančních a obchodních institucí. O přínosu soustředění Panelu výlučně na problematiku nabídek převzetí svědčí nejen kvalitní pravidla City Code a jejich všeobecná autorita, ale též důslednost, s jakou Panel přistupuje k výkladu a komentářům jednotlivých pravidel. To logicky přispívá

postavení veřejnoprávního subjektu; ČNB jsou svěřeny kompetence správního úřadu v rozsahu stanoveném uvedeným zákonem a zvláštními právními předpisy; ČNB hospodaří samostatně s odbornou péčí s majetkem, který jí byl svěřen státem. Podle § 5 odst. 1 uvedeného zákona je nejvyšším orgánem ČNB bankovní rada ČNB, jejíž členové jsou podle následujícího § 6 odst. 2 zákona jmenováni a odvoláváni prezidentem republiky. V této souvislosti vezměme na druhé straně v úvahu, že ČNB je sice kvalifikována jako vykonavatel státního dozoru, avšak je jako centrální banka státu současně nadána nezávislostí, kterou jí kromě čl. 98 odst. 1 Ústavy ČR a čl. 108 Smlouvy o založení Evropského společenství garantuje též § 9 odst. 1 zák. č. 6/1993 Sb., o České národní bance, v platném znění, podle něž „Česká národní banka a bankovní rada při plnění hlavního cíle České národní banky a při výkonu dalších činností nesmějí přijímat ani vyžadovat pokyny od prezidenta republiky, Parlamentu, vlády, správních úřadů ani od jakéhokoli jiného subjektu.“ Z uvedeného je potřeba dovodit, že přes svůj statut veřejnoprávního subjektu a vykonavatele státního dozoru je ČNB v podstatné míře nezávislým subjektem. Mantinely její činnosti tvoří pouze zákon. Politický vliv je právním řádem vyloučen, nicméně ne zcela. Prezident je výlučně bez kontrasignace oprávněn jmenovat členy bankovní rady ČNB. Pravomoc prezidenta odvolávat členy bankovní rady ČNB již není výlučná a vyžaduje se kontrasignace předsedy vlády nebo jím pověřeného člena vlády. Tento požadavek kontrasignace vyplývá z článku 63 odst. 2 a 3 Ústavy ČR.

⁶⁶ „Institucionální koncentraci bohužel nedoprovází sjednocení legislativní. V souvislosti s avizovaným „sjednocením“ nedochází ke zrušení jediného právního předpisu. Fragmentace právní úpravy jednotlivých segmentů finančního trhu zůstává nedotčena. To sice zakládá (zpočátku zřejmě vítanou) kontinuitu pro regulované subjekty, ale i inspektory na jednotlivých úsecích dohledu, kteří budou pokračovat v práci podle dosavadních předpisů i návyků, jen v nových prostorách a pod jinou hlavičkou. O sjednocení v pravém smyslu nicméně hovořit nelze. Jeho předpokladem by byla především konsolidace roztráštěné úpravy, pojmosloví, ale i regulatorních přístupů a zásad.“ Čech, P.: „Sjednocení dohledu nad finančním trhem“, Právní zpravodaj 4/2006

⁶⁷ Barák, J.: „Česká národní banka jako orgán dohledu nad finančním trhem“, Právní rozhledy 7/2006

k právní jistotě investorů na poli nabídek převzetí a jako jeden z aspektů dokresluje pozadí vysoké míry nabídek převzetí na britském kapitálovém trhu.

2. *Působnost a pravomoci ČNB v oblasti kapitálového trhu*

Působnost a pravomoci ČNB v oblasti kapitálového trhu upravuje ZDKT. Podle ustanovení § 3 ZDKT ČNB mimo jiné

- (a) vykonává dohled v rozsahu stanoveném ZDKT a zvláštními právními předpisy mimo jiné upravujícími oblast podnikání na kapitálovém trhu,
- (b) rozhoduje o právech, právem chráněných zájmech a povinnostech právnických a fyzických osob, pokud tak stanoví ZDKT nebo zvláštní právní předpisy mimo jiné upravující oblast podnikání na kapitálovém trhu⁶⁸,
- (c) kontroluje plnění informačních povinností osob podléhajících dohledu ČNB stanovených ZDKT a zvláštními právními předpisy mimo jiné upravujícími podnikání na kapitálovém trhu,
- (d) vykonává další činnosti podle ZDKT.

Ustanovení § 7a odst. 1 písm. d) ZDKT výslovně mimo jiné stanoví, že dohledu ČNB nad kapitálovým trhem podléhá plnění povinností stanovených ZNP v souvislosti s nabídkou převzetí.

Tuto obecnou informaci o působnosti a pravomocech ČNB v oblasti kapitálového trhu doplňuje detailní rozbor dohledu ČNB v oblasti nabídek převzetí v bodu 3 kapitoly III. 2 níže.

⁶⁸ Podle přechodných ustanovení zák. č. 57/2006 Sb. se rozhodnutí Komise pro cenné papíry, předchůdce ČNB, považují za rozhodnutí ČNB.

3. Řízení před ČNB

Při výkonu dohledu podle uvedeného ustanovení § 7a ZDKT postupuje ČNB podle ZDKT a je oprávněna ukládat opatření k nápravě a sankce stanovené ZDKT, ZPKT a Obchodním zákoníkem. Problematice ukládání sankcí se detailně věnuje kapitola III.2 níže.

Ustanovení § 6 odst. 1 ZDKT stanoví, že v řízení se postupuje podle obecných právních předpisů (SŘ), pokud jednotlivá ustanovení ZDKT nebo zvláštních zákonů (např. ZNP) nestanoví jinak s tím, že ustanovení SŘ o možném způsobu ukončení řízení o rozkladu⁶⁹ se nepoužije.

V případě rozkladu ve věcech týkajících se povinné nabídky převzetí se aplikují § 6 odst. 3 ZDKT a zvláštní ustanovení pro řízení před ČNB podle § 54 odst. 1 ZNP. Ve smyslu těchto ustanovení lze proti rozhodnutí ČNB v oblasti dohledu nad kapitálovým trhem podat rozklad, o kterém rozhoduje bankovní rada ČNB. Rozklad nemá odkladný účinek, s výjimkou rozhodnutí o správních deliktech podle § 61 a 62 ZNP.

Rozhodnutí ČNB jsou přezkoumatelná soudem v řízení o žalobě proti rozhodnutí správního orgánu podle § 65 an. zák. č. 150/2002 Sb., soudního řádu správního, ve znění pozdějších změn a doplňků. Žalobou se lze obecně domáhat zrušení rozhodnutí či vyslovení jeho nicotnosti. Rozhodla-li ČNB o uložení trestu za správní delikt, lze se domáhat též upuštění od takto uloženého trestu či jeho zmírnění v mezích zákonem dovolených.

⁶⁹ § 152 odst. 5 SŘ

ČÁST DRUHÁ: PLATNÁ PRÁVNÍ ÚPRAVA POVINNÉ NABÍDKY PŘEVZETÍ

II.1 VZNIK POVINNOSTI UČINIT NABÍDKU PŘEVZETÍ A POVINNÉ SUBJEKTY

1. *Výchozí ustanovení*

Právní úprava povinné nabídky převzetí je zakotvena v ustanoveních § 35 až 45 ZNP a v dalších ustanoveních ZNP či ustanoveních Obchodního zákoníku, na jejichž přiměřenou aplikaci § 35 až § 45 ZNP odkazují. Další právní předpisy, které upravují některé partikulární otázky související s povinnou nabídkou převzetí, jsou uvedeny zejména v bodu 2 kapitoly I.2 výše a v následujících výkladech je na ně průběžně odkazováno.

Výchozím ustanovením, které upravuje základní podmínky vzniku povinnosti učinit nabídku převzetí, je § 35 ZNP (nazvaný „*Nabídková povinnost*“), a to zejména jeho první odstavec, který zní:

„Ten, kdo získá rozhodný podíl na hlasovacích právech v cílové společnosti (dále jen „povinná osoba“), učiní do 30 dnů ode dne, který následuje po dni získání nebo překročení tohoto podílu, nabídku převzetí všem vlastníkům účastnických cenných papírů cílové společnosti přijatých k obchodování na regulovaném trhu (dále jen „nabídková povinnost“).“

Jednotlivé pojmy, se kterými uvedený § 35 odst. 1 ZNP pracuje, jsou dále definovány v § 2 ZNP následovně (definované pojmy jsou níže uvedeny v pořadí jejich užití ve výše citovaném ustanovení § 35 odst. 1 ZNP):

„Rozhodným podílem na hlasovacích právech společnosti je podíl na hlasovacích právech cílové společnosti představující alespoň 30% všech hlasů

spojených s účastnickými cennými papíry vydanými cílovou společností.“ (§ 2 odst. 6 ZNP)

*„**Podílem na hlasovacích právech** se rozumí přímý podíl hlasů plynoucích z účasti akcionáře ve společnosti na celkovém počtu hlasů plynoucích z účasti ve společnosti. Akcie, se kterými není spojeno hlasovací právo, se pro účely výpočtu podílu na hlasovacích právech považují za akcie bez hlasovacích práv i v případech, kdy jich podle zvláštního právního předpisu dočasně nabývají. Při výpočtu podílu na hlasovacích právech se nezohledňují hlasy z akcií v majetku cílové společnosti nebo jí ovládané osoby ani hlasy z akcií, které jsou drženy na účet cílové společnosti nebo jí ovládané osoby.“ (§ 2 odst. 5 ZNP)*

*„**Cílovou společností** je společnost, která vydala účastnické cenné papíry, které jsou předmětem nabídky převzetí.“ (§ 2 odst. 2 ZNP)*

*„**Nabídkou převzetí** je veřejný návrh smlouvy na koupi nebo směnu účastnických cenných papírů, kterým navrhovatel projevuje vůli nabýt účastnické cenné papíry v rozsahu, který umožňuje ovládnutí cílové společnosti nebo který následuje po ovládnutí společnosti.“ (§ 2 odst. 1 ZNP)*

*„**Účastnickými cennými papíry** jsou cenné papíry vydané cílovou společností, se kterými je spojen podíl na základním kapitálu nebo hlasovacích právech cílové společnosti; a dále cenné papíry vydané cílovou společností, se kterými je spojeno právo takové cenné papíry získat.“ (§ 2 odst. 3 ZNP)*

*„**Regulovaným trhem** je regulovaný trh v České republice nebo v jiném členském státě Evropské unie ve smyslu zákona o podnikání na kapitálovém trhu.“ (§ 2 odst. 8 ZNP)*

*„**Členským státem** se rozumí členský stát Evropské unie nebo jiný smluvní stát Dohody o Evropském hospodářském prostoru.“ (§ 2 odst. 7 ZNP).*

Uvedené výchozí ustanovení § 35 odst. 1 ZNP v kontextu citovaných definic je předmětem detailní analýzy v následujícím bodu 2.

2. Podmínky vzniku povinnosti učinit nabídku převzetí

2.1 Získání nebo překročení rozhodného podílu

Jádrem povinnosti učinit nabídku převzetí je získání nebo překročení *rozhodného* podílu na hlasovacích právech⁷⁰ v cílové společnosti s tím, že *rozhodným* podílem se rozumí 30% podíl na všech hlasovacích právech spojených s účastnickými cennými papíry vydanými cílovou společností⁷¹.

2.1.1 Základ pro výpočet rozhodného podílu

Základem pro výpočet rozhodného podílu je tedy (též v kontextu definice účastnických cenných papírů podle § 2 odst. 3 ZNP) suma *všech* hlasovacích práv spojených se *všemi* cennými papíry cílové společnosti, přičemž tyto cenné papíry musí kumulativně splňovat následující podmínky⁷²:

- (i) Předmětné cenné papíry byly vydány tou společností, která je emitentem cenných papírů, jejichž získání se posuzuje z hlediska vzniku nabídkové povinnosti. Z toho pochopitelně vyplývá, že do výpočtu rozhodného podílu se za žádných okolností nezahrnují cenné papíry vydané osobami odlišnými od takové (cílové) společnosti.

⁷⁰ Podle odstavce 11 Preambule Třinácté směrnice by se povinnost zahájit nabídku neměla vztahovat na nabytí cenných papírů, s nimiž není spojeno právo hlasovat na řádných valných hromadách akcionářů. Členské státy by však měly být schopny zajistit, aby se povinnost učinit nabídku všem držitelům cenných papírů týkala nejen cenných papírů, s nimiž jsou spojena hlasovací práva, ale i cenných papírů, s nimiž jsou spojena hlasovací práva pouze za určitých okolností, nebo cenných papírů, s nimiž hlasovací práva spojena nejsou. (K promítnutí druhé věty citovaného ustanovení do ZNP viz kapitola II.2 odst. 1 (týkající se obsahu nabídkové povinnosti) ve spojení s definicí účastnických cenných papírů citovanou výše v této kapitole.

⁷¹ viz § 2 odst. 6 ZNP

⁷² viz § 2 odst. 3 a 5 ZNP

(ii) S předmětnými cennými papíry je spojen (a) podíl na základním kapitálu nebo (b) podíl na hlasovacích právech cílové společnosti; nebo (c) je s nimi spojeno právo nabýt cenné papíry spojené s podílem na základním kapitálu nebo hlasovacích právech cílové společnosti. Z toho vyplývá, že účastnické cenné papíry zahrnují jak akcie (resp. zatímní listy) s hlasovacími právy, tak akcie (resp. zatímní listy) bez hlasovacích práv⁷³, neboť výslovně postačí, že s akciemi je spojen podíl na základním kapitálu. Akciemi bez hlasovacích práv jsou typicky prioritní akcie podle § 159 odst. 3 ObchZ. Prioritní akcie sice neumožňují (až na výjimky uvedené ve zmíněném ustanovení § 159 odst. 3 ObchZ) svému vlastníku hlasování na valné hromadě, inkorporují však veškerá ostatní akcionářská práva a výměnou za vyloučení hlasovacího práva přiznávají přednostní právo na dividendu či podíl na likvidačním zůstatku.⁷⁴ Kromě akcií (zatímních listů) se do výpočtu rozhodného podílu zahrnují též cenné papíry, s nimiž je spojeno právo teprve akcie nabýt, tj. typicky např. vyměnitelné či prioritní dluhopisy podle § 160 odst. 1 ObchZ vydávané při podmíněném zvýšení základního kapitálu.

Pro výpočet rozhodného podílu (tj. procentuelní části (30%) uvedené sumy všech *hlasovacích práv* spojených se všemi účastnickými cennými papíry cílové společnosti) je určující *podíl hlasovacích práv* osoby, jejíž případná nabídková povinnost se posuzuje. K tomu viz následující výklad v bodu 2.1.2.

2.1.2 *Hlasovací práva osoby, jejíž případná nabídková povinnost se posuzuje, relevantní pro výpočet rozhodného podílu*

Co se (pro účely kvalifikace rozhodného podílu) rozumí hlasovacími právy osoby, jejíž případná nabídková povinnost se posuzuje, je potřeba vykládat na

⁷³ viz shodně Důvodová zpráva k návrhu zákona o nabídkách převzetí, Sněmovní tisk č. 358

⁷⁴ Prioritní akcie, jakožto akcie, se kterými není spojeno hlasovací právo, byť hlasovací právo dočasně nabývají, se nepřičítají k hlasovacím právům osoby, jejíž nabídková povinnost se posuzuje (§ 2 odst. 5 ZNP)

základě výše uvedené definice podílu na hlasovacích právech podle § 2 odst. 5 ZNP a dále na základě ustanovení § 37 a 38 ZNP.

Podle důvodové zprávy k návrhu ZNP⁷⁵ „Zákon obsahuje samostatnou definici podílu na hlasovacích právech [§ 2 odst. 5 ZNP], jehož obsah nebyl dosud jednoznačný. Obchodní zákoník tento pojem nedefinuje s tím, že na něj lze pouze usuzovat ze současné dikce §66a odst. 1 obchodního zákoníku, přičemž však není jisté, zda pod pojem podíl na hlasovacích právech zahrnovat i hlasovací práva, s nimiž může daná osoba disponovat ve smyslu § 66a odst. 5 obchodního zákoníku (jenž upravuje pouze domněnku existence ovládnutí). Zákon [§ 2 odst. 5 ZNP] vychází z úzkého pojetí podílu na hlasovacích právech, tj. rozumí se jím pouze tzv. přímý podíl, přičemž pouze pro účely povinné nabídky převzetí se přihlíží i k jiným hlasovacím právům (§ 37)“.

Je pravdou, že ZNP obsahuje v § 2 odst. 5 ZNP definici podílu na hlasovacích právech, sama tato definice (a to zejména ve spojení s jinými relevantními ustanoveními ZNP, a to zejména § 2 odst. 6, 35 odst. 1 a 37 odst. 1 ZNP) je však nejednoznačná. Hlavní pointou definice (též ve smyslu shora citované důvodové zprávy) je zřejmě zúžení podílu na hlasovacích právech na tzv. přímý podíl. Význam pojmu „přímý podíl“ je však nejasný a legální definice chybí. Lze se domnívat, že tímto přímým podílem se myslí podíl na hlasovacích právech osoby, jejíž nabídková povinnost se posuzuje, plynoucí z účastnických cenných papírů vlastněných přímo touto osobou, což nepřímě potvrzuje i Komentář, který dává přímý podíl do protikladu s „nepřímým podílem“ podle § 37⁷⁶. Na základě definice podílu na hlasovacích právech podle § 2 odst. 5 ZNP by se tudíž dalo usuzovat, že rozhodný podíl se počítá pouze z hlasovacích práv spojených s akciemi, které posuzovaný akcionář vlastní.

⁷⁵ Důvodová zpráva k návrhu zákona o nabídkách převzetí, Sněmovní tisk 358

⁷⁶ „Lze tedy shrnout, že podíl na hlasovacích právech pro účely stanovení nabídkové povinnosti podle § 35 odst. 1 ZNP je konstruován jako součet přímého a nepřímého podílu na hlasovacích právech cílové společnosti, přičemž pravidla pro určení nepřímého podílu stanoví § 37.“ (str. 103 Komentáře)

Jak naznačeno výše, výpočet však dále doplňuje § 37 odst. 1 ZNP. Toto ustanovení definuje podíl na hlasovacích právech speciálně pro účely nabídkové povinnosti. Výslovně uvádí následující: „*Pro účely § 35 a 36 se při výpočtu **podílu na hlasovacích právech** v cílové společnosti přičítají každému hlasovací práva, jejichž výkon je schopen podle svého samostatného rozhodnutí přímo nebo nepřímo rozhodujícím způsobem ovlivňovat [...]*“. Jak současně uvádí důvodová zpráva, pro účely nabídkové povinnosti se v § 37 ZNP přihlíží i k „jiným“ hlasovacím právům, než pouze těm, zakládajícím tzv. „*přímý podíl*“ ve smyslu obecné definice podílu na hlasovacích právech.

Na základě uvedeného bychom mohli uzavřít, že rozhodný podíl počítáme prostým součtem „přímého“ podílu a „nepřímého“ podílu a dosáhneme-li 30%, pak se jedná o rozhodný podíl.

Zákon výslovně neřeší, zda rozhodný podíl může být tvořen pouze nepřímým podílem podle § 37 odst. 1 a 2 ZNP, totiž zda rozhodný podíl může být dán i u osoby, která není současně akcionářem, tj. nedrží žádný přímý podíl, jestliže její nepřímý podíl dosahuje alespoň 30%. Připuštění absence jakéhokoli zastoupení přímého podílu se však jeví být v rozporu s definicí podílu na hlasovacích právech podle § 2 odst. 5 ZNP a dikcí § 37 odst. 1 ZNP, podle kterého se „nepřímá“ hlasovací práva *přičítají*.

Komentář v tomto směru také není zcela jednoznačný, ale zdá se, že inklinuje k variantě nutného zastoupení přímého podílu, když uvádí: „*Lze tedy shrnout, že podíl na hlasovacích právech pro účely stanovení nabídkové povinnosti podle § 35 odst. 1 ZNP je konstruován jako součet přímého a nepřímého podílu na hlasovacích právech cílové společnosti, přičemž pravidla pro určení nepřímého podílu stanoví § 37.*“

Pokud bychom na výklad rozhodného podílu nahlíželi v duchu Třinácté směrnice, došli bychom spíše k opačným závěrům, neboť Třináctá směrnice

v článku 5 odst. 1 v souvislosti s ovládnutím společnosti nepřikládá přímému podílu zvláštní význam a staví jej spíše naroveň podílu nepřímému.

Tato otázka by zasloužila více pozornosti a zákon by ji měl postavit najisto, a to o to více, že ji nelze jednoznačně dovodit ani výkladem ZNP v duchu Třinácté směrnice.

S výhradou uvedenou v předchozím odstavci lze tedy shrnout, že rozhodný podíl může být tvořen jakkoli nízkým přímým podílem na hlasovacích právech, je-li současně „dorovná“ nepřímým podílem stanoveným podle pravidel ustanovení § 37 odst 1 a 2 ZNP. Přímý podíl však musí být za každých okolností zastoupen.

2.1.2.1 *Pozitivní vymezení*

Do podílu na hlasovacích právech osoby, jejíž nabídková povinnost se posuzuje, se zahrnují⁷⁷:

- (i) hlasovací práva spojená s přímým podílem plynoucím z účasti akcionáře cílové společnosti;
- (ii) hlasovací práva, jejichž výkon je daná osoba schopna podle svého samostatného rozhodnutí přímo nebo nepřímo rozhodujícím způsobem ovlivňovat, *především*⁷⁸
 - (a) hlasovací práva vykonávaná třetí osobou na její účet,
 - (b) hlasovací práva, která může vykonávat, aniž by byla akcionářem cílové společnosti,

⁷⁷ viz § 2 odst. 5 a § 37 ZNP odst. 1 ZNP

⁷⁸ Následující výčet pod body (a) až (e) je demonstrativní.

- (c) hlasovací práva, která jsou spojena s účastnickými cennými papíry, které daná osoba poskytla jako zajištění třetí osobě,
 - (d) hlasovací práva, která jsou spojena s cennými papíry, ke kterým má poživací nebo podobné právo, nebo
 - (e) hlasovací práva, která může kdykoli nabýt na základě jednostranného projevu vůle,
- (iii) hlasovací práva v cílové společnosti, která jsou spojena s podílem na hlasovacích právech osoby, která je osobou ovládanou ve vztahu k osobě, jejíž nabídková povinnost se posuzuje⁷⁹;
- (iii) hlasovací práva v cílové společnosti, která jsou spojena s podílem na hlasovacích právech ostatních členů skupiny spolupracujících osob, je-li osoba, jejíž nabídková povinnost se posuzuje, členem skupiny spolupracujících osob⁸⁰.

2.1.2.2 *Negativní vymezení*

Do podílu na hlasovacích právech osoby, jejíž nabídková povinnost se posuzuje, se naopak nezahrnují:

- (i) akcie, se kterými není spojeno hlasovací právo, a to i v případech, kdy jich podle zvláštního právního předpisu dočasně nabývají⁸¹ (typicky prioritní akcie bez hlasovacích práv);
- (ii) hlasy z akcií v majetku cílové společnosti nebo jí ovládané osoby;

⁷⁹ viz § 37 odst. 2 ZNP

⁸⁰ viz § 37 odst. 3 ZNP; k významu pojmu „spolupracující osoba“ viz bod 3.2 níže

⁸¹ viz § 2 odst. 5 ZNP

- (iii) hlasy z akcií, které jsou drženy na účet cílové společnosti nebo jí ovládané osoby;
- (iv) jedná-li se o obchodníka s cennými papíry, hlasovací práva spojená s účastnickými cennými papíry cílové společnosti, které
 - (a) opatruje pro jinou osobu a je zavázán vykonávat hlasovací práva podle pokynů této osoby,
 - (b) nabyt v důsledku plnění svých povinností coby tvůrce trhu na veřejném trhu s cennými papíry, pokud nejsou hlasovací práva s nimi spojená vykonávána a pokud je nejpozději do 1 roku od jejich nabytí zcizí,
 - (c) nabyt za účelem jejich prodeje jiné osobě, pokud nejsou hlasovací práva s nimi spojená vykonávána a pokud je nejpozději do 1 měsíce od jejich nabytí zcizí,

s tím, že nesplní-li obchodník s cennými papíry podmínky uvedené v bodech (a) až (c) ve lhůtách tam uvedených, platí, že nabyt předmětná hlasovací práva uplynutím této lhůty⁸²,

- (v) hlasovací práva spojená s účastnickými cennými papíry v majetku institucionálního investora nebo poskytovatele služeb na kapitálovém trhu podle zvláštního právního předpisu⁸³, nejsou-li hlasovací práva vykonávána a tato skutečnost byla uveřejněna a oznámena cílové společnosti nejpozději v den nabytí těchto práv.

⁸² viz § 38 odst. 3 ZNP

⁸³ viz § 5 odst. 1 a 2 ZDKT

Podle § 38 odst. 2 ZNP v případě, že jsou vykonávána hlasovací práva spojená s účastnickými cennými papíry cílové společnosti umístěnými v podílovém fondu nebo v investičním fondu, který uzavřel smlouvu o obhospodařování majetku s investiční společností podle zákona o kolektivním investování, počítají se do podílu na hlasovacích právech obhospodařující společnosti, která učiní povinnou nabídku převzetí svým jménem a na svůj účet.

2.2 Materiální podmínka – ovládání

Pokud s ohledem na uvedená pravidla dosáhne podíl hlasovacích práv osoby, jejíž nabídková povinnost se posuzuje, alespoň 30% všech hlasů spojených s účastnickými cennými papíry vydanými cílovou společností, pak je splněna základní podmínka vzniku nabídkové povinnosti podle § 35 odst. 1 ZNP, tj. je získán či překročen rozhodný podíl.

Jednoznačnost této podmínky rozhodného podílu (práh fixních 30%) však relativizuje ustanovení § 39 odst. 2 ZNP, podle kterého se nabídková povinnost nevztahuje na toho, kdo sám ani společně se spolupracujícími osobami⁸⁴ *neovládá* cílovou společnost (přestože disponuje rozhodným (30%) podílem na hlasovacích právech cílové společnosti). *Ovládání* cílové společnosti se přitom vykládá s odkazem na Obchodní zákoník, tj. zejména na jeho ustanovení § 66a, které stanoví kritéria ovládání.

Pro vznik nabídkové povinnosti je tedy zapotřebí kumulativního splnění dvou podmínek, z nichž první podmínkou je dosažení minimálního práhu 30% a druhou podmínkou je ovládnutí cílové společnosti.

⁸⁴ K významu pojmu „spolupracující osoba“ viz bod 3.2 níže.

Z tohoto důvodu podíl na hlasovacích právech, jehož nabytí nebo překročení v konkrétním případě založí povinnost učinit nabídku převzetí, nebude vždy stejný, i když v každém případě bude vyšší než 30%.⁸⁵

Jak vysoký podíl založí ovládnutí a tudíž nabídkovou povinnost, vyplývá z konkrétních okolností, zejména struktury a charakteru akciového publika v dané společnosti⁸⁶, když tyto okolnosti budou hodnoceny z hlediska následujících kritérií ovládnutí stanovených v § 66a ObchZ:

- (a) osoba, jejíž nabídková povinnost se posuzuje, fakticky nebo právně vykonává přímo nebo nepřímo rozhodující vliv⁸⁷ na řízení nebo provozování podniku cílové společnosti (§ 66a odst. 2 ObchZ);
- (b) osoba, jejíž nabídková povinnost se posuzuje, je většinovým společníkem (§ 66a odst. 3 písm. a) ObchZ);
- (c) osoba, jejíž nabídková povinnost se posuzuje, disponuje většinou hlasovacích práv na základě dohody uzavřené s jiným společníkem nebo společníky (§ 66a odst. 3 písm. b) ObchZ);
- (d) osoba, jejíž nabídková povinnost se posuzuje, může prosadit jmenování nebo volbu nebo odvolání většiny osob, které jsou statutárním orgánem nebo jeho členem, anebo většiny osob, které jsou členy dozorčího orgánu právnické osoby, jejímž je společníkem (§ 66 a odst. 3 písm. c) ObchZ).

Ustanovení § 66a odst. 5 ObchZ dále stanoví vyvratitelnou právní domněnku, podle které není-li prokázáno, že jiná osoba disponuje stejným nebo vyšším

⁸⁵ Toto platí narozdíl od předchozí právní úpravy, podle které pro vznik nabídkové povinnosti bylo rozhodující výlučně materiální hledisko ovládnutí, bez jistoty jakéhokoli minimálního prahu. Tehdejší § 183b odst. 1 ObchZ totiž vázal povinnost učinit nabídku převzetí na „*podíl na hlasovacích právech, který umožňuje ovládnutí společnosti*“, aniž by stanovil závaznou minimální výši podílu na hlasovacích právech.

⁸⁶ Dědič, J. a kol.: Obchodní zákoník, Komentář, Díl III., Praha: POLYGON, 2002

⁸⁷ Nepřímým vlivem se rozumí vliv vykonávaný prostřednictvím jiné osoby či jiných osob. (§ 66a odst. 2 ObchZ)

množstvím hlasovacích práv, má se za to, že osoba, která disponuje alespoň 40% hlasovacích práv na určité osobě, je ovládající osobou, a že osoby jednající ve shodě, které disponují alespoň 40% hlasovacích práv na určité osobě, jsou ovládajícími osobami, s tím, že disponováním s hlasovacími právy se rozumí možnost vykonávat hlasovací práva na základě vlastního uvážení bez ohledu na to, zda a na základě jakého právního důvodu jsou vykonávána, popřípadě možnost ovlivňovat výkon hlasovacích práv jinou osobou.

Široká definice a pohyblivé prahy ovládání umožňují sice lépe vystihnout poměry v cílové společnosti, na druhé straně však vedou k nejistotě, zda akcionáři, jehož podíl na hlasovacích právech je 30% a více avšak současně nedosahuje 40%, vznikla povinnost učinit nabídku převzetí. Posouzení přitom komplikuje okolnost, že ovládání je trend dlouhodobý. Prosazení vlivu na jedné valné hromadě ještě nemusí znamenat, že akcionář ovládl cílovou společnost, ledaže z konkrétních okolností vyplyne jasná perspektiva ohledně podobného výsledku hlasování v budoucnu. Je evidentní, že v takových situacích panuje nejistota ohledně okamžiku, v jakém vznikla povinnost k nabídce převzetí.⁸⁸ Přitom její nesplnění je spojeno s vážnými sankcemi, a to mimo jiné zákazem výkonu hlasovacích práv. Tuto právní nejistotu podstatně komplikuje skutečnost, že rozhodný (minimálně 30%) podíl na hlasovacích právech se vypočítává na základě jiných kritérií (podle § 37 ZNP), než (40%) podíl na hlasovacích právech, zakládající domněnku ovládání (podle § 66a odst. 5 ObchZ).

Právě nemožnost vykonávat hlasovací práva například v situaci, kdy nadchází významná valná hromada, může pro akcionáře a jeho investici mít až fatální následky. Vezměme v úvahu akcionáře, který investoval podstatnou sumu na nákup akcií cílové společnosti a následně se ukáže, že porušil povinnost učinit nabídku převzetí a je mu tak ze zákona zakázáno vykonávat hlasovací práva, dokud svoji povinnost nesplní. V době trvání tohoto zákazu bude přitom

⁸⁸ Dědič, J. a kol.: Obchodní zákoník, Komentář, Díl III., Praha: POLYGON, 2002

minoritními akcionáři svolána valná hromada, která má rozhodovat o takové změně stanov cílové společnosti, která zcela od základu změni schvalovací kvóra a většiny potřebné pro přijetí rozhodnutí na valné hromadě tak, že majoritní akcionář, který je alespoň pro tentokrát vyloučen z hlasování, bude napříště ke všem rozhodnutím, nad nimiž chtěl dosáhnout kontroly právě koupí ovládajícího balíku akcií, potřebovat hlas minoritního akcionáře nebo minoritních akcionářů. V této souvislosti se nabízí úvaha, že v takovém případě by investující akcionář měl eventuelně k dispozici např. zákonný zákaz zneužití menšiny (podle § 56a Obchodního zákoníku), nicméně tento prostředek by nevyloučil bezprostřední nevýhodu či újmu, kterou by akcionář v důsledku nemožnosti hlasování utrpěl a efekt uplatnění tohoto prostředku by se mohl dostavit teprve poté, co by byl uplatněn žalobou u soudu a soudem uznán.

Zákon tedy klade na investora úkol (kromě situací, kdy ovládání je zcela flagrantní nebo je naplněna některá zákonná domněnka ovládání) posoudit svoji investici z hlediska výše popsaných širokých kritérií ovládání uvedených v ustanovení § 66a Obchodního zákoníku a udělat na základě toho rozhodnutí, zda učinit ostatním akcionářům nabídku převzetí. V praxi tak nelze vyloučit případy porušení povinnosti učinit nabídku převzetí i přes vůli ovládajícího akcionáře postupovat v souladu se zákonem. Z druhé strany může uvedená úprava vést investora k přílišné opatrnosti, který ve snaze vyhnout se například výše popsané patové situaci či jiným negativním dopadům sankcí za porušení povinnosti učinit nabídku převzetí učiní ostatním akcionářům nabídku převzetí, která by například podle uvážení ČNB či příslušného soudu mohla být nakonec hodnocena jako nadbytečná, a svoji investici tak významně prodraží. Ve svém výsledku tak česká právní úprava povinné nabídky převzetí, jejímž hlavním deklarovaným účelem je ochrana minoritních akcionářů před dopady vstupu nového kontrolujícího akcionáře či navýšení kontroly, může být hodnocena jako pozitivně diskriminační vůči investorům a z důvodu nedostatečné právní jistoty je odrazovat před akvizicemi. Tento efekt bude samozřejmě patrnější ve

vztahu k zahraničním investorům, kteří se v důsledku neznalosti českého právního prostředí subjektivně nacházejí v ještě větší právní nejistotě.⁸⁹

Z uvedeného plyne, že česká právní úprava rozhodného podílu si zachovává svůj flexibilní charakter, a to jakkoli je to v rozporu s Třináctou směrnicí. Ta jednoznačně požaduje, aby členské státy jako rozhodný podíl stanovily zvláštní procento hlasovacích práv. Podle článku 5 odst. 3 Třinácté směrnice pravidla členského státu, ve kterém má společnost sídlo, určí procento hlasovacích práv, které vede k ovládnutí pro účely odstavce 1 a způsob jeho výpočtu. Autoři Komentáře zastávají výklad⁹⁰, že česká úprava se svým 30% rozhodným podílem spojeným s materiální podmínkou ovládnutí není v rozporu s článkem 5 Třinácté směrnice. S tímto názorem však nelze souhlasit. Dlouholetá negociace textu Třinácté směrnice mimo jiné „bojovala“ s otázkou rozhodného podílu a s otázkou, do jaké míry má směrnice regulovat jeho konkrétní výši, když korporátní souvislosti a tradice v jednotlivých členských státech jsou odlišné. Pokud by smyslem Třinácté směrnice bylo mimo jiné umožnit členským státům, aby procento hlasovacích práv, které zakládá ovládnutí a nabídkovou povinnost, bylo spojeno s dalšími kritérii, bylo by to z článku 5 patrné, jelikož členské státy by svoji možnost konkrétní procento „zrelativizovat“ chtěly v textu jasně vidět. Je potřeba si uvědomit, že rozhodný podíl je jeden z nejdůležitějších ustanovení Třinácté směrnice, kterému členské státy věnovaly náležitou pozornost. Článek 5 slouží zejména právní jistotě v přeshraničním styku⁹¹ a proto v souvislosti s práhem ovládnutí mluví jednoznačně o konkrétním procentu na hlasovacích právech. Nakonec odstavec 3 uvedeného článku hovoří jasně: *„Procento hlasovacích práv, které vede k ovládnutí pro účely odstavce 1, a způsob jeho výpočtu určí pravidla členského státu, ve kterém má společnost sídlo.“*

⁸⁹ K nevýhodám pro investory nejisté a neatraktivní právní úpravy nabídkové povinnosti viz úvaha v bodu 1.2.3.2 kapitoly I.2 výše.

⁹⁰ Pihera, V., Havel, B.: „Krátké slovo ke kritice zákona o nabídkách převzetí“, Právní zpravodaj 7/2008

⁹¹ Dědič, J., Čech, P.: „Úprava nabídek převzetí neslučitelná s právem ES je hrozbou pro ČR“, Právní zpravodaj 6/2006

Komentář se otázky slučitelnosti české právní úpravy podmínek vzniku nabídkové povinnosti nedotýká a omezuje se na konstatování, že se vyžaduje kumulativní splnění formální podmínky a materiální podmínky ovládnutí.

Potřeba legislativních úprav vedoucích ke zpřehlednění podmínek vzniku nabídkové povinnosti se s ohledem na výše diskutované problémy stávající úpravy jeví jako nezbytné. V souvislosti s těmito úvahami pro ilustraci a inspiraci viz stručný přehled podmínek vzniku nabídkové povinnosti podle právních řádů Velké Británie, Německa a Francie v bodu 4 této kapitoly či podle právních řádů ostatních členských států Evropské unie v příloze č. 1 této práce.

2.3 Cílová společnost je obchodována na regulovaném trhu

Ustanovení § 35 ZNP stanoví, že povinná nabídka převzetí se činí „*všem vlastníkům účastnických cenných papírů cílové společnosti přijatých k obchodování na regulovaném trhu*“.

2.3.1 Rozsah podmínky přijetí k obchodování

Z dikce zejména citovaného § 35 ZNP mimo jiné ve spojení s § 1 ZNP vyplývá, že nabídková povinnost nebude dopadat na společnosti, které emitovaly cenné papíry, z nichž *žádné* nejsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu. Nabídková povinnost vznikne u společností, které mají alespoň některé svoje cenné papíry přijaty k obchodování na regulovaném trhu.⁹²

Zákon a Třináctá směrnice obecně chrání nabídkovou povinností pouze akcionáře společností, jejichž akcie (byť pouze částečně) jsou přijaty

⁹² Shodně je stanovena působnost Třinácté směrnice. Její článek 1 stanoví opatření ke koordinaci pravidel týkajících se nabídek převzetí u cenných papírů společností, které 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.

k obchodování na regulovaném trhu, protože právě u nich se předpokládá, že jsou nejvíce ohroženi změnami v ovládajících subjektech. V případě, že některá osoba (ať už sama či v rámci skupiny spolupracujících osob) získá rozhodný podíl na hlasovacích právech, který jí umožňuje cílovou společnost ovládnout, jsou ostatní akcionáři vystaveni riziku, že nadále nebudou moci fakticky ovlivnit rozhodování v cílové společnosti. V případě, že i doposud byli tito akcionáři v minoritě, pak se mohou obávat toho, že nový majoritní akcionář bude svůj rozhodující vliv ve společnosti uplatňovat způsobem pro ně nevýhodným. KCP v jednom ze svých rozhodnutí⁹³ uvedla, že se změnou kontroly je na veřejném trhu obvykle spojen pokles ceny cenných papírů takové společnosti, protože tyto cenné papíry nejsou pro potencionálního kupce z výše uvedených důvodů již tolik atraktivní investicí. Současně lze v této souvislosti usuzovat, že dalším důvodem, proč nabídková povinnost nesvědčí vlastníkům cenných papírů společností *nepřijatých* k obchodování na regulovaném trhu, je skutečnost, že těmto akcionářům, narozdíl od akcionářů s kótovanými akciemi, jsou dostupné jiné prostředky ochrany před nežádoucím vstupem ovládajícího akcionáře, např. ve formě akcionářských dohod o omezení převoditelnosti akcií. Akcionáři, kteří drží akcie obchodované na regulovaném trhu, jsou z podstaty věci o tyto prostředky ochrany ochuzeni, protože jednou ze základních podmínek přijetí cenného papíru k obchodování na regulovaném trhu je jeho volná převoditelnost. Podmínka volné převoditelnosti vyplývá intuitivně ze samotného principu, na kterém stojí obchodování na regulovaných trzích. Právně zakotvena je v nařízení Komise (ES) 1287/2006, a ZPKT, který toto nařízení implementuje do českého právního řádu. Volnou převoditelností se přitom rozumí převoditelnost cenného papíru bez omezení anebo s takovým omezením, které nenaruší obchodování na regulovaném trhu.⁹⁴ Podle § 65 odst. 1 písm. g) ZPKT se

⁹³Rozhodnutí Komise pro cenné papíry KCP/26/2001

⁹⁴Podmínku volné převoditelnosti stanoví článek 35 směrnice (Přijetí finančních nástrojů k obchodování) následovně:

„1. Převoditelné cenné papíry se považují za volně obchodovatelné pro účely čl. 40 odst. 1 směrnice 2004/39/ES, pokud mohou být mezi stranami obchodu volně obchodovány a následně bez omezení převedeny a pokud jsou všechny cenné papíry stejné třídy zaměnitelné za daný cenný papír.

připouští omezení v podobě souhlasu orgánů společnosti s převodem, pokud přijetí takto kvalifikovaných cenných papírů k obchodování nenaruší obchodování na oficiálním trhu.

Pokud se jedná o konkrétní úpravu nabídkové povinnosti podle ZNP, při detailní analýze § 35 ZNP, ve spojení s definicí cílové společnosti podle § 2 odst. 2 ZNP, dojdeme k následujícímu závěru: *Podmínka přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu se podle § 35 ZNP nevztahuje na cenné papíry, jejichž akvizice se posuzuje z hlediska vzniku nabídkové povinnosti, ale na ostatní účastnické cenné papíry příslušné společnosti („ten, kdo získá rozhodný podíl na hlasovacích právech cílové společnosti“⁹⁵ [...], učiní [...] nabídku převzetí všem vlastníkům účastnických cenných papírů cílové společnosti **přijatých k obchodování na regulovaném trhu**“). Pro vznik nabídkové povinnosti tak podle § 35 ZNP není rozhodující, zda nabývané cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu či nikoli. Je naopak relevantní, zda alespoň některé z ostatních cenných papírů emitovaných příslušnou společností jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu. Pokud ano, pak nabídková povinnost vznikne. Pokud ne, nabídková povinnost nevznikne. Při této interpretaci musíme rovněž dovodit, že povinná nabídka převzetí se činí pouze těm vlastníkům účastnických cenných papírů, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu a nikoli též těm, jejichž cenné papíry přijaty k obchodování nejsou.⁹⁶ To znamená, že u společností, jejichž některé účastnické cenné papíry jsou přijaty k obchodování*

2. *Převoditelné cenné papíry, jejichž převádění je omezeno, se nepovažují za volně obchodovatelné, ledaže toto omezení pravděpodobně nenarušuje trh.*

3. *Převoditelné cenné papíry, které nejsou plně splacené, lze považovat za volně obchodovatelné, pokud byla přijata opatření k zajištění toho, aby obchodovatelnost těchto cenných papírů nebyla omezena a aby byly veřejně dostupné informace o tom, že tyto cenné papíry nejsou plně splaceny, a o tom, jaké to má důsledky pro akcionáře.“*

⁹⁵ Definice cílové společnosti zní: „Cílovou společností je společnost, která vydala účastnické cenné papíry, které jsou předmětem nabídky převzetí.“ Jak patrně, tato definice nekvalifikuje podmínku přijetí části nebo všech účastnických cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu (ani nepřímě, skrze definici účastnických cenných papírů podle § 2 odst. 3 ZNP či definici nabídky převzetí podle § 2 odst. 1 ZNP).

⁹⁶ „Pokud jsou k obchodování na regulovaném trhu přijaty pouze některé účastnické cenné papíry cílové společnosti, je z hlediska aplikace tohoto zákona nerozhodné, týká-li se nabídka převzetí též nebo dokonce pouze nekótovaných účastnických cenných papírů. Nabídková povinnost se však ukládá pouze ve vztahu ke kótovaným účastnickým cenným papírům.“ (Komentář; k výkladu § 1 ZNP)

na regulovaném trhu a některé nikoli, bude povinná nabídka převzetí činěna pouze vůči té skupině akcionářů, jejichž cenné papíry jsou obchodovány na regulovaném trhu.

Z hlediska hlavního účelu institutu nabídkové povinnosti se tato úprava jeví jako nepřijatelná, neboť z ochrany nabídkovou povinností vylučuje ty akcionáře cílové společnosti, jejíž účastnické cenné papíry nejsou obchodovány na regulovaném trhu. I tito akcionáři jsou přitom logicky změnou kontroly dotčeni, aniž by obecně měli možnost ji ovlivnit. Rozpor s principem rovného zacházení (deklarovaným v Třinácté směrnici a v § 3 ZNP) je zjevný.

Nesprávnost úpravy potvrzuje i Třináctá směrnice, kterou má ZNP transponovat. Článek 1 stanoví, že směrnice dopadá na pravidla pro nabídky převzetí cenných papírů společností, jejichž cenné papíry jsou alespoň částečně přijaty k obchodování. Kvalifikace obchodování cenných papírů na regulovaném trhu se tedy spojuje s *cílovou společností*, a nikoli s *vlastníky účastnických cenných papírů* cílové společnosti, kteří mohou mít z nabídkové povinnosti prospěch. Totéž potvrzuje analýza dalších institutů souvisejících s nabídkou převzetí použitých a definovaných v Třinácté směrnici. Je překvapující, že sami autoři ZNP výslovně deklarují⁹⁷ záměr vztáhnout povinnost učinit nabídku převzetí pouze ve prospěch těch akcionářů, jejichž akcie jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu. Výslovně například uvádějí, že pokud cílová společnost vydala např. dvě emise akcií, z nichž pouze jedna je kótovaná, je navrhovatel povinen v rámci povinné nabídky převzetí odkoupit pouze kótované akcie. Domnívám se však, že ve vztahu k tomuto problému je zapotřebí použít extenzivní výklad naznačený výše, v zájmu naplnění účelu právní úpravy a zachování souladu s Třináctou směrnicí. Nakonec pro výklad *celého* ZNP *obecně* v duchu Třinácté směrnice nalezneme v Komentáři⁹⁸ oporu odkazem na ustanovení § 1 ZNP („*Tento zákon*

⁹⁷ Komentář

⁹⁸ Komentář

zpracovává příslušné předpisy Evropského společenství [...]“) a doktrínu povinného eurokonformního výkladu soudů členských států⁹⁹.

Nezbývá než konstatovat, že ZNP je v části § 35 v rozporu s jedním z nejzákladnějších účelů nabídkové povinnosti podle ZNP a Třinácté směrnice – tj. s ochranou všech akcionářů *na rovném základě* před nežádoucími účinky změny kontroly společnosti. Nabídkovou povinnost bude vhodné vykládat extenzivně, tj. v duchu účelu úpravy ZNP a Třinácté směrnice, v tom smyslu, že nabídka převzetí musí být činěna všem ostatním vlastníkům účastnických cenných papírů cílové společnosti (s tím, že nabídka převzetí je relevantní jen u společností, jejichž alespoň část akcií je přijata k obchodování na regulovaném trhu). Jeví se jako nepochybné, že uvedené nedostatky ZNP bude nutno legislativně odstranit. Nicméně jak je patrné z Návrhu novely, která diskutovaný problém nereflektuje, v dohledné době ke změně úpravy nedojde.

2.3.2 Regulovaný trh

Regulovaný trh je definován jako *„regulovaný trh v České republice nebo v jiném členském státě Evropské unie ve smyslu zákona o podnikání na kapitálovém trhu“* (§ 2 odst. 8 ZNP).

Regulovaný trh s investičními nástroji je definován v § 37 ZPKT jako trh

- (a) který má stanovená pravidla pro přijímání investičních nástrojů k obchodování;

⁹⁹ „Podle třetího odstavce čl. 249 (dříve čl. 189) Smlouvy o založení Evropského společenství je směrnice závazná pro každý stát, kterému byla určena, pokud jde o výsledek, jehož má být dosaženo, avšak volba formy a prostředků jsou plně v dispozici členských států. Evropský soudní dvůr na základě tohoto ustanovení rozvinul doktrínu povinného eurokonformního výkladu soudů členských států, kterou explicitně formuloval poprvé ve věci *Von Colson and Kamann*, přesněji jeho podstatu vyjádřil později ve věci *Marleasing*, když konstatoval, že *„při aplikaci práva členského státu, ať již bylo dotčené ustanovení přijato před nebo po účinnosti směrnice, má příslušný soud členského státu vykládat toto ustanovení v nejvyšší možné míře ve světle znění a účelu směrnice, aby dosáhl výsledku, který směrnice sleduje“* (tzv. *„effet utile“*). Platí tedy, že celý zákon je nutné vykládat tak, aby v případech, kdy lze některou z obecně akceptovaných interpretačních technik dospět k různým závěrům, byla dána přednost těm závěrům, které nebudou v rozporu se směrnicí o nabídkách převzetí (respektive ani v rozporu s jiným předpisem evropského práva).“

- (b) na kterém se obchoduje pravidelně;
- (c) který má stanovená pravidla pro tvorbu kurzů investičních nástrojů;
- (d) který pravidelně uveřejňuje kurzy investičních nástrojů dosažené při obchodování;
- (e) který podléhá dohledu orgánu státu, ve kterém má sídlo a skutečné sídlo;
- (f) který je uvedený v seznamu regulovaných trhů zveřejněném v Úředním věstníku Evropské unie, který uveřejňuje ČNB podle zvláštního právního předpisu (*viz příloha č. 2 této práce*);

s tím, že regulovaný trh může v České republice organizovat Burza cenných papírů Praha, a.s., RM-Systém, česká burza cenných papírů a.s. a Energetická burza Praha.

Regulovaným trhem jsou tedy v současnosti Burza cenných papírů Praha, a.s., RM-Systém, a.s. česká burza cenných papírů a.s. a Energetická burza Praha a regulované trhy v jakémkoli členském státě Evropské unie, které jsou uvedeny v seznamu regulovaných trhů v Úředním věstníku Evropské unie.

Regulovaný trh se dále podle § 38 ZDKT dělí na oficiální trh s cennými papíry (*oficiální trh*) a speciální trh s investičními nástroji, které nejsou cennými papíry (*speciální trh*). Pro problematiku povinné nabídky převzetí je samozřejmě relevantní oficiální trh. Cenné papíry přijaté k obchodování na oficiálním trhu se přitom označují jako *kótované* cenné papíry (§ 44 odst. 1 ZDKT).

2.3.3 Kolizní normy

Jak uvedeno výše, česká právní úprava povinné nabídky převzetí dopadá nejen na nabyvatele cenných papírů společností obchodovaných na regulovaných trzích v České republice, ale též na uvedených zahraničních regulovaných trzích v členských státech Evropské unie.

Současně je potřeba si uvědomit, že na českých regulovaných trzích se neobchodují jen české, ale též zahraniční společnosti.

Z uvedených souvislostí vyplývá potřeba kolizních norem, které určí v jakých případech a v jakém rozsahu se aplikuje česká právní úprava povinné nabídky převzetí, jestliže sídlo cílové společnosti nebo regulovaný trh, na kterém se obchodují její cenné papíry, nejsou v České republice.

Tyto kolizní normy vyplývají z ustanovení § 5 až 7 ZNP Hlavy II ZNP nazvané „Nabídka převzetí se zahraničním prvkem“ a na základě kritérií, kterými jsou sídlo cílové společnosti a místo regulovaného trhu, na kterém se cílová společnost obchoduje, určují, v jakých situacích a v jakém rozsahu se aplikuje ZNP (a potažmo Obchodní zákoník).¹⁰⁰

¹⁰⁰ Kolizní normy podle ZNP v principu odpovídají článku 4 Třinácté směrnice, který byl předchozí právní úpravou nabídky převzetí podle Obchodního zákoníku zcela opomenut. Tyto kolizní normy ilustruje následující tabulka:

<i>Sídlo cílové společnosti</i>	<i>Regulovaný trh</i>	<i>Rozsah aplikace ZNP ve vztahu k povinné nabídce převzetí</i>
---------------------------------	-----------------------	---

Uvedená kolizní úprava (která v podstatném implementuje článek 4 Třinácté směrnice) vychází z následujících principů:

Jsou-li účastnické cenné papíry cílové společnosti přijaty k obchodování též na území státu jejího sídla (bez ohledu na jejich případné simultánní obchodování v jiných členských státech EU), použije se vždy právo státu jejího sídla. V případě nabídky převzetí na akcie tuzemské cílové společnosti, jejíž účastnické cenné papíry jsou kótovány v České republice i v zahraničí, se tak použije tuzemský zákon i na tu část nabídky, která bude adresována investorům v zahraničí. A naopak. Bude-li činěna nabídka převzetí na akcie společnosti se sídlem v jiném členském státě, které jsou paralelně obchodovány na regulovaném trhu v tomto jiném členském státě i v České republice, ZNP se nepoužije ani na tu část nabídky, která bude určena tuzemským akcionářům.¹⁰¹

ČR	v jednom či několika členských státech EU kromě ČR	<ol style="list-style-type: none"> 1. zásady uvedené v § 3; 2. ustanovení upravující vnitřní poměry cílové společnosti, zejména rozhodný podíl, nabídkovou povinnost, výjimky z nabídkové povinnosti, zánik nabídkové povinnosti rozhodnutím ČNB, povinnosti orgánů cílové společnosti, pozastavení hlasovacích práv při prodlení s plněním nabídkové povinnosti; 3. ustanovení ZNP upravující lhůtu pro učinění nabídky převzetí se nepoužijí.
jiný členský stát než ČR	<ol style="list-style-type: none"> 1. pouze v ČR <i>nebo</i> 2. ve více členských státech EU včetně ČR, <i>ledaže</i> účastnické cenné papíry jsou přijaty k obchodování též na regulovaném trhu ve státě sídla příslušné cílové společnosti, <i>jestliže</i> <ul style="list-style-type: none"> - účastnické cenné papíry cílové společnosti byly jako první přijaty k obchodování na trhu v ČR, <i>nebo</i> - účastnické cenné papíry cílové společnosti byly přijaty současně k obchodování na regulovaných trzích ve více než jednom členském státě včetně ČR a společnost určila ČNB jako příslušný orgán dohledu nad nabídkou převzetí a tuto skutečnost oznámila nejpozději první den obchodování orgánům dohledu nad nabídkou převzetí a organizátorům regulovaných trhů v těchto členských státech. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. zásady uvedené v § 3; 2. ustanovení upravující obsah nabídkového dokumentu a postup navrhovatele při nabídce převzetí, zejména ustanovení o protiplnění při nabídce převzetí, oznámení záměru, náležitosti nabídky převzetí a její uveřejnění.

¹⁰¹ Čech, P.: „Nový zákon o nabídkách převzetí vyvolává pochybnost, úsměv i obavy“, Právní zpravodaj 5/2008.

V případě, že cílová společnost má sídlo ve státě odlišném od státu, na jehož území je obchodována, pak pro otázky týkající se nabídkové povinnosti, které směřují více do vnitřních poměrů společnosti a jsou spíše spjaty s osobou navrhovatele (tj. osobou, která činí povinnou nabídku převzetí) je rozhodné právo státu, ve kterém má společnost sídlo. Konkrétně jde např. o určení rozhodného podílu, kvalifikaci kritéria ovládnutí anebo důsledek prodlení se splněním nabídkové povinnosti v podobě pozastavení výkonu hlasovacích práv. Naopak pro záležitosti týkající se povinné nabídky převzetí, které směřují spíše navenek, ve vztahu k trhu, k orgánu dohledu a k ostatním vlastníkům (vedle navrhovatele) účastnických cenných papírů společnosti, bude rozhodné právo státu, v němž je umístěn regulovaný trh, na kterém se dané účastnické cenné papíry obchodují. V tomto ohledu lze jmenovat např. postup navrhovatele při nabídce převzetí, náležitosti nabídky převzetí anebo ustanovení o protiplnění při nabídce převzetí. Proto v případě společnosti, která má sídlo v České republice a její účastnické cenné papíry jsou obchodovány na území jiného členského státu EU (a v České republice nikoliv), budou ZNP a Obchodní zákoník rozhodné pro uvedené „vnitřní“ záležitosti, jako jsou například podmínky vzniku nabídkové povinnosti. Na samotný postup navrhovatele ve vztahu k osobám oprávněným z povinné nabídky převzetí a např. též nabídkovou cenu se bude aplikovat právo státu, v němž je společnost obchodována. Naopak v případě společnosti, která sídlí v jiném členském státě EU, která je však obchodována v České republice (v kontextu detailnějších pravidel uvedených v tabulce výše), budou ZNP a Obchodní zákoník aplikovány na uvedené otázky „vnější“, tj. např. obsah nabídky převzetí a nabídkovou cenu, kdežto podmínky vzniku nabídkové povinnosti budou řešeny zákonem státu, v němž má společnost sídlo.

Uvedené kolizní normy nejsou natolik specifické, aby ke každé jednotlivé otázce, která spadá pod problematiku povinných nabídek převzetí, přiřazovaly rozhodné právo. Záležitosti, na které se aplikuje to které rozhodné právo, jsou

určeny spíše rámcově, s demonstrativními výčty konkrétních příkladů. V této souvislosti lze v praxi předpokládat výkladové obtíže s určením, kde je dána hranice mezi „vnitřními“ a „vnějšími“ záležitostmi, resp. mezi rozhodným právem státu sídla a rozhodným právem státu regulovaného trhu. V takových případech bude patrně hrát svoji roli komunikace mezi dohledovými orgány dotčených právních řádů, kterou výslovně předpokládá ZNP v ustanovení § 5 odst. 5. Současně bude nutno přihlížet k obecným výkladovým principům mezinárodního práva soukromého, tj. zejména například k požadavku na rozumné uspořádání věci.

V případech, kdy se podle § 5 ZNP na postup při nabídce převzetí nepoužije ZNP a zároveň byla nabídka převzetí v souladu s rozhodným právem schválena orgánem dohledu nad nabídkami převzetí v jiném členském státě, lze nabídku převzetí uveřejnit v České republice, pokud splňuje podmínky podle § 6 odst. 1 ZNP a je předložena ČNB podle § 6 odst. 2 ZNP.

ZNP výslovně nestanoví jiné než uvedené kolizní normy, které počítají se zahraničním prvkem v rámci Evropské unie. Při absenci jakékoli další úpravy nelze než dovodit, že ZNP (a potažmo Obchodní zákoník) se neaplikuje na nabídky převzetí se zahraničním prvkem, který spadá mimo Evropskou unii, nestanoví-li jinak mezinárodní smlouva či nevyžaduje-li aplikaci ZNP požadavek na rozumné uspořádání věci či jiná obecná zásada mezinárodního práva soukromého. Proto (s uvedenou výhradou aplikace mezinárodní smlouvy či obecných zásad) na nabídku převzetí ve vztahu k účastnickým cenným papírům společnosti se sídlem v České republice, která je kótovaná v cizím státě mimo Evropskou unii (a nikoli paralelně v České republice), se použije právo státu, v němž je kótována. Stejně tak v případě zahraniční společnosti, jejíž sídlo je ve státě, který není členským státem EU, a jejíž cenné papíry jsou kótovány na regulovaném trhu v České republice, se na nabídku převzetí aplikuje právo státu sídla takové společnosti. V případě uvedených nabídek převzetí, které jsou činěny podle cizího práva, však není český orgán dohledu

nad kapitálovým trhem zcela bez pravomocí. Podle § 7 ZNP může být nabídka převzetí podle cizího práva uveřejněna v České republice pouze v případě, že neodporuje zásadám podle § 3 ZNP a navrhovatel je povinen ji předem předložit ČNB, která může její uveřejnění zakázat nebo stanovit další podmínky pro její uveřejnění.

3. Povinné subjekty

ZNP kombinuje „individuální“ posuzování povinných osob podle § 35 ZNP s posouzením „kolektivním“, tj. posouzením v rámci skupiny spolupracujících osob podle § 36 ZNP¹⁰².

3.1 Individuální pojetí

Podle § 35 odst. 1 ZNP *„ten, kdo získá rozhodný podíl na hlasovacích právech [...] učiní nabídku převzetí [...].*

Uvedené znění neklade na subjekt nabídkové povinnosti žádné zvláštní kvalifikační předpoklady. Půjde o jakoukoli právně způsobilou fyzickou či právnickou osobu českého či cizího práva, která jakýmkoli způsobem (s výhradou zákonem výslovně stanovených specifických výjimek¹⁰³) získá rozhodný podíl a sama nebo společně se spolupracujícími osobami ovládne cílovou společnost. K rozhodnému podílu a materiální podmínce ovládnutí viz blíže bod 2 této kapitoly II.1.

ZNP ve svém § 35 odst. 4 umožňuje osobám, kterým vznikla nabídková povinnost, aby se jejího splnění zprostily tím, že za stejných podmínek učiní nabídku převzetí osoba, která je součástí téhož koncernu, nebo jiná osoba, které vznikla nabídková povinnost v důsledku stejné skutečnosti. Povinná osoba a

¹⁰² Důvodová zpráva k návrhu zákona o nabídkách převzetí, Sněmovní tisk č. 358

¹⁰³ viz bod 4 této kapitoly

osoba činící nabídku převzetí jsou však z této nabídky převzetí zavázány společně a nerozdílně.

3.2 Kolektivní pojetí

Narozdíl od nabídkové povinnosti podle § 35 odst. 1 ZNP, která upravuje nabídkovou povinnost jednoho akcionáře, který získává sám rozhodný podíl a sám nebo společně se spolupracující osobou (která nemusí být akcionářem) současně společnost ovládne, nabídková povinnost podle § 36 ZNP dopadá na situace ovládnutí společnosti, jejichž základním východiskem je pluralita spolupracujících osob, které jsou současně akcionáři cílové společnosti. Jedná se o nabídkovou povinnost skupiny spolupracujících osob, kterou definuje § 2 odst. 10 ZNP následovně: „*Skupinu spolupracujících osob tvoří ty spolupracující osoby, které mají podíl na hlasovacích právech cílové společnosti, a spolupracující osoby, které jsou ve vztahu k prvně uvedeným osobami ovládajícími.*“

Spolupracující osoby¹⁰⁴ ve vztahu k cílové společnosti mohou a nemusí být akcionáři. Pouze ty z těchto spolupracujících osob, které jsou současně akcionáři cílové společnosti, a ty spolupracující osoby, které ovládají tyto akcionáře, jsou členy skupiny spolupracujících osob. Pokud v důsledku shora uvedené zákonem kvalifikované spolupráce dojde k tomu, že *každý* ze členů skupiny získá rozhodný podíl (podíly členů se vzájemně přičítají podle § 37 odst. 3 ZNP) a současně dojde k ovládnutí společnosti, pak vzniká nabídková povinnost podle § 36 odst. 1 písm. a) ZNP. Je potřeba zdůraznit, že tato nabídková povinnost vznikne jen tehdy, když *každý* ze členů skutečně *získá* rozhodný podíl. Nabídková povinnost však naopak nevznikne, pokud některý

¹⁰⁴ Termín „spolupracující osoba“ je definován v § 2 odst. 9 ZNP následovně: „*Spolupracující osobou je osoba, která ve vzájemném srozumění spolupracuje s navrhovatelem za účelem získání nebo prosazení společného vlivu na řízení nebo provozování podniku cílové společnosti, zejména společným a řízeným výkonem hlasovacích práv [...]. Platí, že osoba ovládající a osoba ovládaná, stejně jako osoby, které uzavřely dohodu o hlasování při volbě členů orgánů cílové společnosti, nebo členové jednoho koncernu jsou spolupracujícími osobami.*“

ze členů skupiny rozhodný podíl nezíská nebo dokonce pokud tento člen skupiny držel rozhodný podíl již před vznikem skupiny spolupracujících osob a tak členství ve skupině pro něj neznamená nové získání rozhodného podílu. Podmínkou nabídkové povinnosti skupiny spolupracujících osob podle § 36 odst. 1 písm. a) ZNP je tak vždy současně mocenská změna poměrů u každého ze členů skupiny. Nevznikne-li tato kolektivní nabídková povinnost, pak je potřeba zkoumat, zda je u některého ze členů skupiny spolupracujících osob dána individuální nabídková povinnost.

Komentář tuto koncepci kolektivní nabídkové povinnosti dobře ilustruje na těchto příkladech:

„Takovou situací je typicky zahájení spolupráce dvou akcionářů cílové společnosti, z nichž každý disponuje 20% účastí. Naopak, uzavřou-li dohodu o společném výkonu hlasovacích práv akcionář držící 70% účast s akcionářem s pouze 1% účastí, nabídková povinnost nevznikne, protože tímto krokem prvně uvedený akcionář nezískal rozhodný podíl, přičemž taková spolupráce neznamená obvykle zásadní změnu mocenských poměrů ve společnosti. V daném případě nevznikne ani nabídková povinnost podle § 35 odst. 1, protože akcionáři s pouze 1% účastí na cílové společnosti nemohou zřejmě být pro účely tohoto ustanovení přičteny hlasy akcionáře s 70% účastí (srov. 37). Došlo-li by ale k vytvoření skupiny spolupracujících osob tím, že by např. v posledně uvedeném případě 1% akcionář ovládl 70% akcionáře, vznikla by prvně uvedenému nabídková povinnost podle § 35 odst. 1, protože tento akcionář by nabyl rozhodný podíl v důsledku připočtení hlasů ovládnuté osoby podle § 37 odst. 2 [...].“

Zákon klade nabídkovou povinnost společně a nerozdílně¹⁰⁵ na každého člena skupiny spolupracujících osob, a to v následujících situacích (§ 36 odst. 1 ZNP

¹⁰⁵ „Vznikne-li nabídková povinnost podle odstavce 1 skupině spolupracujících osob, mají tuto povinnost všechny spolupracující osoby; povinnost je splněna, učiní-li nabídku převzetí kterákoli z nich. Ze smluv vzniklých přijetím nabídky převzetí jsou tyto osoby zavázány společně a nerozdílně; [...].“ (§ 36 odst. 2 ZNP)

písm. a) až c), z nichž nabídková povinnost podle písm. a) byla jako základní a výchozí částečně diskutována výše v tomto bodu 3.2¹⁰⁶:

„[...] a) vznikne skupina spolupracujících osob, v důsledku čehož každý z jejích členů získá rozhodný podíl na hlasovacích právech v cílové společnosti, nebo získá-li každý ze členů již existující skupiny spolupracujících osob rozhodný podíl na hlasovacích právech cílové společnosti na základě jiné skutečnosti, nebo

b) zanikne skupina spolupracujících osob, v důsledku čehož některý její člen nebo jiná skupina spolupracujících osob budou i nadále držet rozhodný podíl na hlasovacích právech v cílové společnosti; to neplatí, pokud tyto osoby držely rozhodný podíl již před tím, než se staly členy zanikající skupiny spolupracujících osob, anebo

c) ve skupině spolupracujících osob, jejíž všichni členové drží rozhodný podíl na hlasovacích právech v cílové společnosti, dojde k takovým změnám, v jejichž důsledku získá určitý její člen nebo určitá jiná osoba nebo jiná skupina spolupracujících osob rozhodující vliv na výkon hlasovacích práv v cílové společnosti členy této skupiny spolupracujících osob.“

Nabídková povinnost podle § 36 odst. 1 písm. a), věty druhé, vznikne pravidelně v situaci, kdy některý ze členů skupiny spolupracujících osob, která doposud nedržel rozhodný podíl, navýší svůj individuální podíl, čímž skupina zvýší svůj celkový podíl na podíl rozhodný.¹⁰⁷

V souvislosti s § 36 odst. 1 písm. a) ZNP Komentář dále uvádí, že rozšíření

¹⁰⁶ „Ustanovení § 36 představuje jedno z nejkomplicovanějších ustanovení zákona. Jeho smyslem je upravit odlišné okolnosti vzniku nabídkové povinnosti v případech, kdy ve společnosti dochází k podstatným mocenským změnám, při nichž hrají hlavní roli seskupení vzájemně spolupracujících osob. Pro tyto účely zákon definuje skupinu spolupracujících osob (§ 2 odst. 10). Logika zákona v tomto ohledu vychází z premisy, podle níž je na skupinu spolupracujících osob nutno nahlížet jako na jeden mocenský celek, a to do té doby, než dojde k jejímu zániku nebo k podstatným vnitřním změnám, které zásadně změni způsob rozhodování uvnitř této skupiny.“

(Komentář)
¹⁰⁷ Komentář

skupiny o dalšího člena je potřeba kvalifikovat jako vznik nové skupiny spolupracujících osob a nikoli jako situaci podle ustanovení § 36 odst. 1 písm. c) ZNP, které dopadá spíše jen na vnitroskupinové změny mocenských poměrů. Dále autoři Komentáře zařazují k nabídkové povinnosti podle § 36 odst. 1 písm. a) ZNP poznámku, že v případě takové změny ve složení skupiny spolupracujících osob, která by zásadně porušila kontinuitu této skupiny, je na místě situaci posuzovat tak, že před vznikem nové skupiny spolupracujících osob došlo k zániku staré skupiny spolupracujících osob. Lze se domnívat, že tímto příkladem je míněna např. situace, při níž dochází k takové restrukturalizaci skupiny spolupracujících osob, v jejímž důsledku někteří její členové přestávají být jejími členy a jsou pak posuzováni z hlediska nabídkové povinnosti z titulu zániku skupiny podle § 37 odst. 1 písm. b) ZNP, přičemž setrvávající členové jsou posuzováni z hlediska nabídkové povinnosti nové skupiny spolupracujících osob podle § 37 odst. 1 písm. a) ZNP.

Nabídková povinnost podle § 36 odst. 1 písm. b) ZNP postihuje členy (ať už individuálně nebo v nové skupině spolupracujících osob) rozpadlé skupiny spolupracujících osob, kteří si v důsledku rozpadu nadále drží rozhodný podíl, který nabyli v době existence skupiny, nicméně jim tehdy nevznikla nabídková povinnost, protože byli kryti svojí účastí ve skupině spolupracujících osob. V takové situaci může některému členu rozpadlé skupiny vzniknout tato nabídková povinnost podle § 36 odst. 1 písm. b) ZNP a současně nabídková povinnost podle § 35 odst. 1 ZNP. V případě takové kolize platí § 36 odst. 4 ZNP, který stanoví, že nabídková povinnost vznikla podle prvního odstavce § 36 ZNP. Tato kolizní norma se obecně aplikuje na jakýkoli souběh nabídkových povinností podle § 35 a 36 ZNP.

Jak zmíněno výše, nabídková povinnost podle § 37 odst. 1 písm. c) ZNP dopadá na vnitroskupinové změny mocenských poměrů. V těchto případech vznikne nabídková povinnost osobě nebo skupině osob, které získají rozhodující vliv na výkon hlasovacích práv v rámci určité skupiny

spolupracujících osob. Tak tomu bude např. tehdy, pokud některý z členů ovládne jiného člena, pokud mezi sebou členové skupiny uzavřou dohodu o výkonu hlasovacích práv, jíž se rozhodování o způsobu výkonu hlasovacích práv přesune do rukou určitého člena nebo členů, či pokud dojde k převodu významných objemů akcií mezi členy jedné skupiny.¹⁰⁸ Termín „rozhodující vliv“ zákon nedefinuje, bude tedy nutno jej hodnotit na základě konkrétních okolností jednotlivého případu s přihlédnutím k aplikační praxi § 66a odst. 2 ObchZ, který používá stejný termín v kontextu definice ovládající osoby.

Ve vztahu ke koncepci *spolupracujících osob* se nabízí úvaha nad případnou kolizí s koncepcí *osob jednajících ve shodě*, kterou bude potřeba řešit při analýze otázky, zda konkrétní rozhodný podíl na hlasovacích právech v cílové společnosti, který drží skupina spolupracujících osob (resp. její členové), splňuje materiální podmínku *ovládání* podle § 39 odst. 2 ZNP. Řekněme, že osoba A a osoba B jsou členy skupiny spolupracujících osob. Ve smyslu ZNP (§ 37 ZNP) každý získá 40% hlasovacích práv v cílové společnosti. Je zřejmé, že tento podíl je rozhodný, neboť je vyšší než 30% (§ 35 odst. 1 ZNP). Bez dalšího by se mělo zato, že se (při absenci důkazu opaku) jedná o podíl umožňující ovládnutí, jelikož § 66a odst. 5 ObchZ stanoví zákonnou domněnku, podle které „[...] osoby jednající ve shodě, které disponují alespoň 40% hlasovacích práv na určité osobě, jsou ovládajícími osobami“. Potíž však spočívá v tom, že onen rozhodný podíl, určený jako 40% podle podmínek ZNP, bude muset být pro účely kvalifikace ovládání podroben nové analýze podle ustanovení § 66a a 66b ObchZ, které stanoví, jaká hlasovací práva se započítávají do výpočtu podílu, co se rozumí „disponováním hlasovacími právy“, co se rozumí „jednáním ve shodě“¹⁰⁹ apod. Definice jednání ve shodě podle § 66b ObchZ a definice spolupracujících osob podle § 2 odst. 9 ZNP vykazují řadu shodných a rozdílných znaků, tj. v konkrétním případě

¹⁰⁸ Komentář

¹⁰⁹ viz § 66a odst. 3 písm. b), § 66a odst. 4 a odst. 5 a § 66b ObchZ

spolupracující osoby mohou a nemusí splňovat kritérium *osob jednajících ve shodě*. Tato diskrepance bude činit výkladové potíže obzvláště v situacích, kdy způsobilost ovládnání nebude možné určit na základě žádných z kritérií stanovených v § 66a ObchZ, než těch, která pracují s pojmem „jednání ve shodě“.

Právní úprava nabídkové povinnosti skupiny spolupracujících osob podle § 36 ZNP je velmi složitá a vcelku těžko uchopitelná. Jeví se jako nemožné každou ze situací vzniku této povinnosti demonstrovat na příkladech tak, aby byly pokryty všechny eventuality. Je otázkou, jak se s úpravou vypořádá aplikační praxe a zda nepovede k tendencím zavést úpravu méně kazuistickou.

Návrh novely se § 36 ZNP nedotýká a nenavrhuje žádnou jeho modifikaci.

4. Výjimky z nabídkové povinnosti

Nabídková povinnost se při splnění všech shora uvedených podmínek nevztahuje na zákonem (§ 39 ZNP) taxativně vymezené osoby (s výhradou uvedenou níže) či na nabytí rozhodného podílu, které by jinak spadalo pod nabídkovou povinnost, nicméně vzhledem k okolnostem takového nabytí je z aplikace nabídkové povinnosti vyloučena. Takto z nabídkové povinnosti zákonem vyloučená nabytí neznamenají podstatnou změnu mocenských poměrů (např. dochází-li k převodu rozhodného podílu na subjekt v rámci stejného koncernu nebo v důsledku přeměny v rámci koncernu) nebo je tato změna málo předvídatelná¹¹⁰. Ustanovení § 39 odst. 1 písm. f) ZNP řeší případ pasivního nabytí rozhodného podílu, kdy se nabyvatel zbavuje nabídkové povinnosti za předpokladu jeho pasivity či následného snížení podílu na hlasovacích právech cílové společnosti (do té doby není nabyvatel oprávněn vykonávat hlasovací práva v cílové společnosti).

¹¹⁰ Důvodová zpráva k návrhu zákona o nabídkách převzetí, Sněmovní tisk 358

Z ustanovení je patrné, že pro vznik nabídkové povinnosti jsou tedy rozhodné okolnosti nabytí a že zpravidla mimovolní nabytí rozhodného podílu, či řekněme „nechtěné“ ovládnutí není spojeno s nabídkovou povinností, ačkoli s ním mohou být spojeny jiné limity ve prospěch ostatních akcionářů, např. v podobě zákazu výkonu hlasovacích práv do doby, než dojde ke snížení podílu. Přes nedokonalé znění § 36 odst. 2 ZNP, které hovoří pouze o „zániku“ (a nikoli též o výjimce ze vzniku) nabídkové povinnosti¹¹¹, potvrzuje Komentář záměr zákona vztáhnout výjimky z nabídkové povinnosti též na osoby, kterým by případně nabídková povinnost měla vzniknout zprostředkovaně v důsledku nabytí rozhodného podílu některou z explicitně v § 39 ZNP vyjmenovaných osob. Podobně jako v jiných evropských právních řádech i Česká republika řadí mezi výjimky ze vzniku nabídkové povinnosti nabytí rozhodného podílu v důsledku nepodmíněné a neomezené nabídky převzetí. Z logiky věci se bude zpravidla jednat o nabídku převzetí dobrovolnou. Zákon vyžaduje, aby nabytý podíl byl v takovém rozsahu, aby bez ohledu na případně již před nabídkou držení podíl v cílové společnosti, nabytý podíl dosahoval výše rozhodného podílu. Komentář uvádí, že smyslem této výjimky je předpoklad, že vysoká míra akceptace nabídky převzetí je zárukou, že akcionářům cílové společnosti byla nabídnuta přiměřená cena, čímž je do určité míry z hlediska ochrany akcionářů cílové společnosti nahrazena povinná nabídka převzetí. Komentář v této souvislosti poznamenává, že z hlediska postavení minoritních akcionářů však může být v této souvislosti negativně vnímána skutečnost, že narozdíl od povinné nabídky převzetí se musí o akceptaci takové nabídky rozhodovat, aniž by věděli, zda se navrhovateli skutečně podaří cílovou společnost ovládnout. Domnívám se, že k této kritice by nemělo být významně přihlíženo a že výjimka podle § 39 odst. 1 písm. e) dává naprostý smysl. Nabídky převzetí nelze bez omezení řetězit a vytěsňovat tak v souvislosti s rozhodováním o jejím přijetí jakékoli obchodní riziko. Současně by řetězení nabídek (ná vaznost nabídkové povinnosti na úspěšnou dobrovolnou nabídku převzetí) bylo pro

¹¹¹ Ustanovení § 36 odst. 2, část za středníkem, zní: „§ 39 a 41 se použijí pro skupinu spolupracujících osob přiměřeně. Zanikne-li podle těchto ustanovení nabídková povinnost u jednoho člena skupiny, pak zaniká i nabídková povinnost ostatních členů.“

investory dalším demotivujícím faktorem, s negativními dopady na nabídkovou aktivitu. K vazbě mezi nabídkovou aktivitou a ekonomickými výsledky společností viz např. bod 1.2.3.2 kapitoly I.2 výše. Tento argument nepřímo potvrzuje i Komentář konstatováním, že dalším důvodem pro zakotvení výjimky z nabídkové povinnosti podle § 39 odst. 1 písm. e) ZNP je podpora dobrovolných nabídek převzetí jako institutu vhodného pro akvizice rozhodného podílu.

Problematické je znění výjimky z nabídkové povinnosti podle § 39 odst. 1 písm. g) ZNP, v jejímž smyslu se nabídková povinnost nevztahuje na člena skupiny spolupracujících osob, „[...] kterému vznikne povinnost podle § 35 odst. 1 ZNP, aniž by byly splněny podmínky pro vznik nabídkové povinnosti podle § 36 odst. 1“⁴. Komentář k této výjimce vysvětluje, že dopadá na případy, kdy v rámci jedné skupiny spolupracujících osob dojde ke změně individuálního podílu na hlasovacích právech některého z jejích členů. Tento účel výjimky však není ze samotného textu písm. g) patrný a zdá se dokonce, že by mohl sloužit jako návod, jak obejít nabídkovou povinnost. Pokud totiž např. akcionář nabude rozhodný (např. 30%) podíl a vznikne mu nabídková povinnost podle § 35 odst. 1 ZNP, nicméně vzápětí ovládne 30% akcionáře, přičemž takové ovládnutí nedá za vznik nabídkové povinnosti podle § 36 odst. 1 ZNP (protože ovládnutý akcionář touto dohodou nezískává rozhodný podíl, jelikož jej držel již před ovládnutím), bude ovládající akcionář ve smyslu výjimky vyňat z nabídkové povinnosti podle § 35 odst. 1 ZNP. Z příkladu vyplývá, že znění výjimky je nevyhovující, a jeho změna je reflektována v Návrhu novely, která předkládá následující úpravu znění:

*„Nabídková povinnost se nevztahuje na [...] člena **již existující** skupiny spolupracujících osob, kterému **nově** vznikne povinnost podle § 35 odst. 1 aniž by byly splněny **současně** podmínky pro vznik nabídkové povinnosti podle § 36 odst. 1.“*

Důvodová zpráva k Návrhu novely uvádí, že navržené znění upřesňuje, že osoba, jež je ustanovením zproštěována nabídkové povinnosti, musí již před vznikem nabídkové povinnosti být členem dané skupiny spolupracujících osob.

5. Právní úprava podmínek vzniku nabídkové povinnosti v zahraničí

Cílem tohoto bodu je ilustrovat, jakým způsobem jsou podmínky vzniku nabídkové povinnosti, a zejména rozhodný podíl na hlasovacích právech, konstruovány v právních rádech mocensky tradičně nejsilnějších členských států Evropské unie – Velké Británie, Německo a Francie. Britská právní úprava se pro srovnání uvádí ještě z dalšího důvodu, kterým je skutečnost, že Velká Británie jakožto zakladatel tradice regulace nabídek převzetí (*takeovers*) a nabídkové povinnosti (*mandatory offer*) nejsilněji ovlivnila obsah Třinácté směrnice a skrze ni právní úpravu nabídek převzetí a nabídkové povinnosti v celé Evropské unii.

Níže uváděné podmínky jsou vždy podmínky základní a obecné (nezmiňují se specifické podmínky pro specifickou problematiku) a překlad znění příslušných norem je volný (sledující zejména podstatu věci) a neoficiální. Tatáž výhrada se vztahuje k dalším informacím o zahraničních právních úpravách zmiňovaných v následujících kapitolách, není-li výslovně uvedeno jinak.

5.1 Velká Británie

Jak bylo výše několikrát zmíněno, pravidla pro nabídky převzetí a vznik nabídkové povinnosti ve Velké Británii upravuje City Code¹¹². City Code se od

¹¹² City Code je k dispozici na oficiálních webových stránkách Panelu www.thetakeoverpanel.org.uk

roku 1968 vyvíjel jako soubor pravidel reflektujících kolektivní názor profesionálů v oblasti nabídek převzetí na obchodní standardy, které by měly vést ke spravedlivému přístupu k akcionářům a k vytvoření řádného rámce pro nabídky převzetí. V důsledku implementace Třinácté směrnice skrze *Company Act 2006* získala pravidla City Code zákonný základ.

Nabídkovou povinnost upravuje Pravidlo 9 (*Rule 9*). Podle článku 9.1 tohoto pravidla povinnou nabídku převzetí učiní: (a) osoba, která sama nebo jednáním ve shodě nabude alespoň 30% hlasovacích práv ve společnosti; nebo (b) osoba, která sama nebo společně s osobami, se kterými jedná ve shodě, drží hlasovací práva ve společnosti v rozsahu 30 až 50% a nabude jakýkoli podíl na akciích společnosti, který zvýší uvedené celkové procento podílu na hlasovacích právech.

Z toho vyplývá, že hranicí, která zakládá nabídkovou povinnost, je 30% podíl na hlasovacích právech a jakékoli jeho zvýšení. Akvizice u akcionářů držících vyšší než 50% podíl na hlasovacích právech již nabídkovou povinnost nezakládají (jelikož jakýmkoli zvýšením tohoto již významně vysokého podílu se mocenské poměry zřejmě nezmění natolik, aby vyžadovaly regulaci nabídkovou povinností).

Uzavření smluv na základě povinné nabídky převzetí je v článku 9.3 písm. a) City Code podmíněno tzv. akceptační podmínkou, jejíž splnění spočívá v tom, že navrhovatel obdržel od ostatních akcionářů přijetí učiněné nabídky převzetí alespoň v takovém rozsahu, že na základě těchto akceptací, společně s již nabytým podílem na hlasovacích právech, navrhovatel spolu s osobami jednajícími s ním ve shodě drží akcie, s nimiž je spojen alespoň 50% podíl na hlasovacích právech cílové společnosti. Je-li tato podmínka splněna, nabídka převzetí se stává nepodmíněnou a doba její závaznosti se prodlužuje alespoň o dalších 14 dnů. V opačném případě se nabídka převzetí ruší.

City Code ve svém článku 9.3 písm. b) zakazuje jakékoli nabytí akcií, které by bylo spojeno s nabídkovou povinností, jestliže učinění povinné nabídky převzetí by bylo závislé na přijetí jakéhokoli rozhodnutí valné hromady (akcionářů) navrhovatele či na jakýchkoli jiných podmínkách, souhlasech či ujednáních.

Nabídková povinnost se neaplikuje v případě, že k získání rozhodného podílu došlo v důsledku dobrovolné nabídky převzetí učiněné v souladu se City Code.

5.2 Německo

Pravidla pro nabídky převzetí a vznik nabídkové povinnosti v Německu upravuje Wertpapiererwerb- und Übernahmegesetz, WpÜG¹¹³. Tento zákon byl přijat v roce 2001 a novelizován v roce 2006, s účinností k 1. lednu 2007, za účelem implementace Třinácté směrnice.¹¹⁴ I v Německu tedy došlo k harmonizaci teprve po závazném datu k implementaci podle článku 21 Třinácté směrnice. WpÜG není první německou normou upravující nabídky převzetí. Předcházel mu zákon z roku 1995 široce inspirovaný britským City Code, když tento zákon se v praxi ukázal jako nedostatečný pro nepřátelské nabídky převzetí (v kontextu pokusu o nepřátelské převzetí Thyssen AG ze strany Krupp-Hoesch AG, který nakonec vyústil v přátelskou fúzi, a v kontextu nepřátelského převzetí společnosti Mannesmann AG Vodafonem). Na základě těchto zkušeností a na pozadí projednávané Třinácté směrnice došlo k přijetí WpÜG, který nahradil úpravu z roku 1995. K všeobecné charakteristice WpÜG viz následující pasáž z níže citované práce T. Baumse¹¹⁵: „*Here, the recipe is simple enough: take one London City Code, boil it down to its essential elements, season it lightly with a pinch of EC Takeover Directive, and a*

¹¹³ Pro účely této práce bylo použito znění WpÜG dostupné v anglické verzi („Securities Acquisition and Takeover Act“) na portálu Centra pro německé právní informace (Centre For German Legal Information) na adrese <http://www.cgerli.org>.

¹¹⁴ Woolfridge, F.: „The Implementation of the Takeovers Directive in Germany“, (2008) 19 European Business Law Review

¹¹⁵ Baums, T.: „The Regulation of Takeovers under German law“ (2004) 15 European Business Law Review

*heaping teaspoon of German lobbying – and voilà! You have the German Takeover Act!*¹¹⁶

Nabídkovou povinnost upravuje oddíl 5, článek 35. Podle tohoto článku 35 povinnou nabídku převzetí učiní osoba, která přímo nebo nepřímo získá kontrolu nad cílovou společností, když „kontrola“ je definována v článku 29 jako „*držení alespoň 30% hlasovacích práv v cílové společnosti*“.¹¹⁶

Podle článku 30 odst. 2 WpÜG se podíly na hlasovacích právech, které drží osoby, se kterými navrhovatel či jeho dceřinná společnost jednájí ve shodě, pro účely posouzení nabídkové povinnosti považují za hlasovací práva navrhovatele.

Stejně tak jako v případě britské úpravy se nabídková povinnost neaplikuje, pokud byl rozhodný podíl nabyt v důsledku nabídky převzetí.

5.3 Francie

Předpisem upravujícím nabídky převzetí a nabídkovou povinnost ve Francii je zejména Règlement général de l'autorité des marchés financiers („RGAMF“).¹¹⁷ Třináctá směrnice byla do francouzského práva implementována zákonem č. 2006-387 ze dne 31. března 2006 o veřejných nabídkách převzetí¹¹⁸, na základě kterého došlo k příslušným změnám zákoníku *Code monétaire et financier* a obchodního zákoníku (*Code de Commerce*). Současně bylo tímto zákonem uloženo francouzskému orgánu pro dohled nad kapitálovým trhem (*Autorité des marchés financiers*) provést nařízením novou úpravu nabídek převzetí (RGAMF) a byly na něj delegovány

¹¹⁶ „Potřeba nabídkové povinnosti byla v Německu vášnivě diskutována, protože německé korporátní právo poskytuje minoritním akcionářům dostatečnou ochranu. Nakonec však nabídková povinnost nemohla být eliminována, představuje-li evropský standard.“ Baums, T.: „The Regulation of Takeovers under German law“ (2004) 15 European Business Law Review

¹¹⁷ Znění RGAMF je k dispozici na oficiálních webových stránkách francouzského nezávislého orgánu dohledu nad finančními trhy AMF (Autorité des marchés financiers) na adrese <http://www.amf-france.org>.

¹¹⁸ JORF n°78 du 1 avril 2006 page 4882, texte n° 1

některé diskreční pravomoci pro účely aplikace úpravy a dohledu nad jejím dodržováním. Tento zákon se všeobecně označuje jako „*Loi Anti-OPA*“¹¹⁹, tj., volně přeloženo, „anti-nabídkový zákon“, jako zákon ve jménu ochranných mechanismů proti nepřátelským nabídkám převzetí. Tento předpis implementoval Třináctou směrnicí způsobem, který jde ve svém výsledku proti jednomu z hlavních deklarovaných účelů Třinácté směrnice, kterým je usnadnění přeshraničních nabídek převzetí. *La Loi Anti-OPA* k doposud existujícímu množství obranných mechanismů proti nabídkám převzetí přináší další nástroje v podobě nepovinného *breakthrough rule* podle článku 11 Třinácté směrnice (jehož transpozice je ve smyslu článku 21 směrnice nepovinná) a dále zejména v podobě institutu „*bons de souscriptions d'actions*“ neboli „*BSAs*“). Zákon totiž opravňuje valnou hromadu cílové společnosti v průběhu procesu nabídky převzetí schválit tyto kupóny na akcie cílové společnosti, které mají za cíl rozředit účast navrhovatele a případné převzetí podstatně prodražit¹²⁰. Právě oprávnění k vydání *BSAs* je centrem polemiky ve vztahu k diskutovanému zákonu. Pokud se jedná o jeho vliv na právní úpravu samotné nabídkové povinnosti, pak je mizivý. Z hlediska nabídkové povinnosti nebyla implementace Třinácté směrnice nutná. Nabídková povinnost, tak jak je aktuálně ve Francii upravena, byla již zakotvena v člancích 234-1 až 239 RGAMT.¹²¹

Podle článku 234-2 kapitoly IV RGAMF (*Chapitre IV – Dépot obligatoire d'un projet d'offre publique*, knihy II (*Livre II – Émetteurs et information financière*), části III (*Titre III – Offres publiques d'acquisition*), učiní povinnou nabídku převzetí osoba, která sama nebo jednáním ve shodě nabude alespoň 1/3 podíl na základním kapitálu či 1/3 hlasovacích práv v cílové společnosti.¹²²

Podle článku 234-1 RGAMF se přitom pro účely jeho kapitoly IV podílem na

¹¹⁹ Carle, F.: „Are French Listed Companies Takeover-proof?“ (2007) 4 European Company Law

¹²⁰ V průběhu nabídky převzetí může mimořádná valná hromada společnosti schválit vydání *BSAs* za zvýhodněnou cenu (např. 1 Eur/1 *BSA*). Tyto kupóny dávají jejich držitelům právo na příslušný podíl akcií na základě jejich „aktivace“. Jakmile akcionáři kupóny aktivují jako obranné opatření proti převzetí, celkový základní kapitál se znásobí a rozřadí očekávaný podíl navrhovatele. Některé velké francouzské společnosti již *BSAs* vydaly.

¹²¹ Podrobněji viz Carle, F.: „Are French Listed Companies Takeover-proof?“ (2007) 4 European Company Law

¹²² Připomeňme v této souvislosti, že stejný rozhodný podíl byl navrhován v prvním (neúspěšném) návrhu Třinácté směrnice. K prvnímu návrhu Třinácté směrnice viz blíže bod 1.2.3.1 kapitoly I.2 výše.

základním kapitálu rozumí podíl na základním kapitálu spojený s hlasovacími právy.

Článek 234-4 dále do určité míry obdobně jako City Code stanoví, že nabídková povinnost se též vztahuje na osobu, která sama či společně s osobou, s níž jedná ve shodě, drží podíl na základním kapitálu či hlasovacích právech v rozsahu $1/3$ až $1/2$, a která v období nepřesahujícím 12 po sobě jdoucích měsíců nabude podíl na základním kapitálu či hlasovacích právech cílové společnosti, v důsledku čehož zvýší svůj původní podíl alespoň o 2%.

II.2 OBSAH POVINNOSTI UČINIT NABÍDKU PŘEVZETÍ

1. Význam pojmu „nabídka převzetí“

Předchozí kapitola objasňuje podmínky, za kterých vzniká povinnost učinit nabídku převzetí (tj. v principu získání či překročení rozhodného podílu a splnění materiální podmínky ovládnutí) a subjekty, na které tato povinnost dopadá (tj. jednotlivé fyzické či právnické osoby či členy skupiny spolupracujících osob). Jak bylo současně již zmíněno, tato úprava se odvíjí zejména od již citovaného ustanovení § 35 odst. 1 ZNP, který zní:

„Ten, kdo získá rozhodný podíl na hlasovacích právech v cílové společnosti (dále jen „povinná osoba“), učiní do 30 dnů ode dne, který následuje po dni získání nebo překročení tohoto podílu, nabídku převzetí všem vlastníkům účastnických cenných papírů cílové společnosti přijatých k obchodování na regulovaném trhu (dále jen „nabídková povinnost“).“

Osoba, u které se naplní podmínky vzniku nabídkové povinnosti, je tedy povinna učinit v příslušné lhůtě všem vlastníkům účastnických cenných papírů příslušné cílové společnosti přijatých k obchodování na regulovaném trhu nabídku převzetí.

Legální definice nabídky převzetí a povinné nabídky převzetí jsou stanoveny v ustanovení § 2 odst. 1 a 4 ZNP následovně:

„Nabídkou převzetí je veřejný návrh smlouvy na koupi nebo směnu účastnických cenných papírů, kterým navrhovatel projevuje vůli nabýt účastnické cenné papíry v rozsahu, který umožňuje ovládnutí cílové společnosti nebo který následuje po ovládnutí společnosti.“

„Povinnou nabídkou převzetí je nabídka převzetí činěná podle hlavy IV.“

Z kombinace uvedených definic v kontextu úpravy podle hlavy IV ZNP tedy vyplývá, že předmětem plnění osoby povinné učinit nabídku převzetí bude veřejný návrh smlouvy na koupi účastnických cenných papírů příslušné cílové společnosti přijatých k obchodování na regulovaném trhu, kterým navrhovatel projevuje vůli nabýt všechny takové účastnické cenné papíry, a který následuje po ovládnutí společnosti.

Náležitosti uvedeného veřejného návrhu smlouvy jsou stanoveny v § 10 an. ZNP. Jedná se o samostatný právní institut či smluvní typ.¹²³ Na nabídku převzetí se subsidiárně neaplikují ustanovení § 276 an. ObchZ¹²⁴ o veřejném návrhu na uzavření smlouvy, a to mimo jiné z toho důvodu, že veřejný návrh podle Obchodního zákoníku je definován jako projev vůle, kterým se navrhovatel obrací, za účelem uzavření smlouvy, na *neurčité* osoby, kdežto v případě nabídky převzetí se na straně adresátů vždy jedná o určitý okruh osob (tj. o všechny ostatní (od navrhovatele odlišné) vlastníky kótovaných cenných papírů konkrétní cílové společnosti). Závěr o neaplikaci § 276 an. ObchZ dále podporuje skutečnost, že veškeré otázky tam řešené jsou současně nezávisle upraveny vlastním režimem v § 10 an. ZNP (jako úprava odvolatelnosti návrhu, okamžik uzavření smlouvy apod.), a dále nesoulad mezi účely jmenovaných institutů. U veřejného návrhu na uzavření smlouvy podle Obchodního zákoníku jde *a priori* o to, aby z anonymního okruhu adresátů nakonec pouze jeden s navrhovatelem uzavřel smlouvu (zpravidla ten, kdo nejdříve navrhovateli oznámí přijetí návrhu), kdežto v případě nabídky převzetí jde o to umožnit třeba všem adresátům smlouvu uzavřít, bez ohledu na pořadí přijetí návrhů. V prvním případě jde tedy v principu o hru o čas¹²⁵, v druhém případě nikoli.)

¹²³ V této souvislosti a z důvodů, které následují níže v textu, nelze souhlasit s Komentářem, ve kterém se uvádí, že nabídka převzetí je coby veřejný návrh smlouvy ve smyslu § 276 a násl. ObchZ zvláštním druhem veřejného návrhu na koupi účastnických cenných papírů ve smyslu § 183a ObchZ.

¹²⁴ Srov. např. Štenglová, I., Plíva, S., Tomsa, M.: Obchodní zákoník, komentář, 6. Vydání, Praha: C. H. Beck, 2001, nebo Dědič, J. a kol., Obchodní zákoník, Komentář, Díl III, Praha: POLYGON, 2002.

¹²⁵ S výhradou § 280 ObchZ, podle kterého stanoví-li to *výslovně* veřejný návrh, je smlouva uzavřena se všemi osobami, které veřejný návrh přijaly ve lhůtě v něm uvedené. V případě veřejného návrhu na uzavření smlouvy

Na povinnou nabídku převzetí se neaplikuje ani § 183a ObchZ („Veřejný návrh na koupi nebo směnu účastnických cenných papírů“). Toto ustanovení se aplikuje pouze na situace, kdy určitá osoba hodlá nabídnout širšímu okruhu osob odkoupení či směnu cenných papírů akciové společnosti, aniž by však projevovала vůli nabýt tyto cenné papíry v rozsahu, který umožňuje ovládnutí společnosti, či aniž by tak činila po jejím ovládnutí.¹²⁶

Obsah nabídky převzetí (nabídkového dokumentu), její uveřejnění, vznik smlouvy a další otázky související s procesem učinění nabídky převzetí jsou předmětem následující kapitoly II.3.

2. Lhůty ke splnění nabídkové povinnosti

Nabídková povinnost se obecně podle § 35 odst. 1 ZNP plní *ve lhůtě 30 dnů ode dne, který následuje po dni získání nebo překročení rozhodného podílu.*¹²⁷

Podle § 39 odst. 2 ZNP však osobě, která získala rozhodný podíl, aniž sama ani společně se spolupracujícími osobami ovládá cílovou společnost, vzniká nabídková povinnost teprve v okamžiku, kdy tato osoba sama nebo společně se spolupracujícími osobami cílovou společnost ovládne. Toto ustanovení je značně problematické. Jeho účel se sice jeví jako jednoznačný, a totiž stanovit, že teprve takový rozhodný podíl, který zakládá *ovládání* cílové společnosti, dává za vznik nabídkové povinnosti. Co je však jeho nedostatkem, je absence exaktního určení počátku běhu lhůty pro splnění této povinnosti, je-li naplněna hypotéza podle § 39 odst. 2 ZNP. ZNP přitom obecně rozlišuje dvě základní

podle Obchodního zákoníku nejde tedy nutně vždy o „hru o čas“, jde však spíše o výjimečné případy, oproti obecné úpravě založené na rychlosti reakci adresáta. Z toho důvodu je tedy režim obecný, beroucí v potaz pořadí přijetí návrhu, uváděn jako režim ilustrující základní účel úpravy veřejného návrhu podle § 276 an. ObchZ.

¹²⁶ Ustanovení § 4 ZNP stanoví nevyvratitelnou právní domněnku, podle které platí, že jednání směřující k nabytí účastnických cenných papírů cílové společnosti, které vykazuje významné znaky nabídky převzetí, je nabídkou převzetí. K definici nabídky převzetí viz § 2 odst. 1 ZNP citovaný výše v této kapitole.

¹²⁷ V této souvislosti připomeňme, že rozhodný podíl je v § 2 odst. 6 ZNP definován pouze 30% práhem, nikoli též materiální podmínkou.

varianty počátku běhu 30-ti denní lhůty pro splnění nabídkové povinnosti¹²⁸: v případě nabídkové povinnosti podle § 35 odst. 1 ZNP počíná lhůta běžet ode dne, který následuje po dni získání či překročení rozhodného podílu, a v případě nabídkové povinnosti skupiny spolupracujících osob podle § 36 odst. 1 ZNP počíná lhůta běžet již *přímo dnem* (a nikoli teprve dnem, který následuje po dni), ve který nastala událost zakládající nabídkovou povinnosti podle § 36 odst. 1 písm. a), b) nebo c) ZNP. Při absenci stanovení počátku běhu lhůty v § 39 odst. 2 ZNP či jiného upřesnění běhu lhůty v návaznosti na vznik povinnosti (a nikoli pouze v návaznosti na získání rozhodného podílu) je tedy nejasné, zda v případě, že určitá osoba nabyla sama nebo společně se spolupracujícími osobami rozhodný podíl, avšak k ovládnutí došlo k pozdějšímu datu, taková osoba či příslušná skupina spolupracujících osob je povinna nabídkovou povinnost učinit do 30 dnů ode dne, který následuje po dni, ve kterém došlo k ovládnutí, či o den dříve, tj. do 30 dnů ode dne, ve který došlo k ovládnutí. Vzhledem k účelu ustanovení je možné, že za absencí výslovného stanovení počátku běhu lhůty v ustanovení § 39 odst. 2 ZNP je úmysl zákonodárce jednoduše aplikovat analogicky v případě, že se jedná o individuální osobu, lhůtu podle § 35 odst. 1 ZNP a naopak v případě, že se jedná o skupinu spolupracujících osob, lhůtu podle § 36 odst. 3 ZNP, a naznačit tak vlastně, že prvek ovládnutí je již nepřímý (tj. prostřednictvím § 39 odst. 2 ZNP) předpokládán v uvedených ustanoveních § 35 odst. 1 ZNP a § 36 odst. 3 ZNP, které počátky běhu lhůty výslovně stanoví, jak uvedeno výše.¹²⁹ Definitivní odpověď na tuto výkladovou otázku však poskytne teprve aplikační praxe, nedojde-li k odpovídající legislativní úpravě. Pokud se jedná o Komentář, žádné upřesnění či polemiku na téma diskutovaného počátku běhu lhůty v něm nenalezneme.

¹²⁸ Kromě zcela specifických výjimek z obecně stanoveného běhu lhůty podle § 35 odst. 2 ZNP (lhůta neběží po dobu, kdy je vedeno řízení před ČNB o zániku nabídkové povinnosti, o změně výše protiplnění či o snížení výše protiplnění při odvracení úpadku podle § 40, 41, 44 nebo 45 ZNP) a § 35 odst. 3 ZNP (vznikne-li nabídková povinnost v důsledku dědění účastnických cenných papírů, počíná lhůta běžet až dnem následujícím po dni právní moci rozhodnutí soudu o dědictví).

¹²⁹ Při uvedeném výkladu by však v případě, že důvodem vzniku nabídkové povinnosti bylo dědění účastnických cenných papírů, lhůta neuplynula dříve než právní mocí rozhodnutí soudu o dědictví.

II.3 PROCES PŘÍPRAVY, SCHVÁLENÍ A UVEŘEJNĚNÍ POVINNÉ NABÍDKY PŘEVZETÍ

1. *Ochrana vnitřních informací*

Ještě předtím, než dojde k uveřejnění nabídky převzetí, je navrhovatel ze zákona povinen dodržovat omezení týkající se dispozice s informacemi o krocích, které budou mít za následek vznik nabídkové povinnosti. Tato omezení, stanovená v § 8 a 9 ZNP a subsidiárně v ZPKT, směřují k ochraně kapitálového trhu, neboť každá podobná informace, týkající se změn kontroly ve společnosti, má dopad na pohyb ceny akcií. Konkrétním prostředkem k realizaci tohoto účelu je zde ochrana účastníků kapitálového trhu před nerovným šířením kursotvorné informace a zajištění, aby všichni získali příslušnou informaci ve stejný okamžik a měli tudíž rovné šance včas a adekvátně reagovat, uznají-li to za vhodné.

Podle § 8 odst. 1 ZNP tedy navrhovatel zajistí, aby nedocházelo k předčasnému a nerovnému šíření informací o krocích, které budou mít za následek vznik nabídkové povinnosti. Zákon nespecifikuje kroky, které již lze či ještě nelze kvalifikovat jako kroky vedoucí k nabídkové povinnosti a bude tak na zvážení navrhovatele (a posléze případně ČNB či soudu), které kroky již takto posoudí a vytvoří pro ně ochranný režim. Rovněž je ponecháno na zvážení navrhovatele, jakým způsobem zamezí zakázanému šíření.

Vedle této obecné povinnosti ukládá zmíněné ustanovení navrhovateli povinnost poučit osoby, které pro něj vykonávají činnosti související s nabídkou převzetí o (i) jejich povinnosti mlčenlivosti a (ii) zákazu využití vnitřních informací podle ZPKT¹³⁰, a přijmout opatření, která zabrání jejich šíření a využití.

¹³⁰ § 124 an. ZPKT

Definice vnitřní informace je stanovena v ustanovení § 124 odst. 1 a 2 ZPKT. Jedná se v principu o přesnou informaci týkající se účastnických cenných papírů, jejich emitenta nebo jiné skutečnosti významné pro vývoj kurzu či jiné ceny příslušných účastnických cenných papírů nebo jejich výnosu, pokud tato informace není veřejně známá a pokud by poté, co by se stala veřejně známou, mohla významně ovlivnit kurz nebo výnos těchto účastnických cenných papírů.

Jakmile nastaly okolnosti, které měly za následek vznik nabídkové povinnosti, je navrhovatel povinen podle § 8 odst. 3 ZNP bez zbytečného prodlení uveřejnit informaci o uvedených nastalých okolnostech. Obecně je tedy navrhovatel povinen zajišťovat shora popsané utajení informací o krocích vedoucích k nabídkové povinnosti do okamžiku, kdy dojde k nabytí rozhodného podílu, který umožňuje ovládnutí. Takovou akvizici pak bez zbytečného prodlení uveřejní. (Tato povinnost reflektuje požadavek Třinácté směrnice formulovaný v odstavci 12 preambule, který zní: „*Pro omezení prostoru pro obchodování zasvěcených osob by předkladatel nabídky měl být povinen co nejdříve oznámit své rozhodnutí o zahájení nabídky a informovat o nabídce rozhodčí orgán.*“) Způsob uveřejnění je ponechán na rozhodnutí navrhovatele, pokud současně zajistí, že uveřejněním nebudou využity vnitřní informace či deformován trh¹³¹. Akvizice často představují citlivé informace, jejichž bezprostřední uveřejnění může navrhovatele či osoby s ním spolupracující znevýhodnit či poškodit. V takových případech je v diskreci ČNB rozhodnout o odložení vzniku této povinnosti navrhovatele uveřejnit akvizici (resp. okolnosti, jejichž následkem je vznik nabídkové povinnosti), pokud odložením povinnosti může být zabráněno poškození uvedených osob a pokud navrhovatel zamezí přístupu jiných osob k předmětným informacím (§ 8

¹³¹ ZNP ani ZPKT explicitně nedefinují význam pojmu „deformování“ trhu. Nepřímá definice vyplývá z ustanovení § 3 písm. e) ZNP, které jako jednu ze zásad nabídek převzetí uvádí, že „v souvislosti s nabídkou převzetí nesmí docházet k *deformacím trhu* s cennými papíry cílové společnosti, navrhovatele nebo jiné společnosti tak, aby byl *uměle ovlivňován kurz a normální fungování trhu bylo narušeno*“. V tomto kontextu se nabízí podobnost s pojmem „manipulace trhu“, institutem, který zavádí ZPKT, jehož význam podle § 126 an. ZPKT spočívá zejména v jednání vedoucím ke zkrusování představy účastníků kapitálového trhu o hodnotě, nabídce nebo poptávce účastnického cenného papíru nebo k jinému zkrusování jeho kurzu.

odst. 4 ZNP). ČNB přitom rozhoduje na návrh a s přihlédnutím k zájmům vlastníků účastnických cenných papírů cílové společnosti.

Za specifických okolností (podle § 8 odst. 2 ZNP) je navrhovatel povinen uveřejnit již samotný záměr jednat tak, že mu vznikne nabídková povinnost, tj. navrhovatel uveřejňuje informace ještě předtím, než nastanou okolnosti, za kterých nabídková povinnost vznikla. Je tomu tak tehdy, dojde-li ke značným výkyvům kurzu nebo k dohadům či spekulacím o akvizici či jiných okolnostech, které založí nabídkovou povinnost. V takových případech má zákon zájem na ukončení podobných spekulací a postavení konkrétní situace na kapitálovém trhu najisto. Úprava způsobu uveřejnění a možnosti jeho odložení se souhlasem ČNB je stejná jako v případě popsáném v předchozím odstavci. Stejný účel (zamezení poruchám trhu v důsledku nejistoty ohledně toho, zda společnost bude předmětem nabídky převzetí) sleduje související ustanovení § 29 odst. 2 ZNP, podle kterého v případě veřejného oznámení záměru jednat tak, že navrhovateli vznikne nabídková povinnost, je navrhovatel povinen uveřejnit nabídku převzetí nejpozději do 90 dnů ode dne takového oznámení.

Před uveřejněním je navrhovatel oprávněn o plánované akvizici (resp. jiném jednání vedoucím ke vzniku nabídkové povinnosti) informovat pouze cílovou společnost (§ 9 odst. 1 ZNP). V tomto případě jsou však shora uvedené povinnosti podle § 8 odst. 1 ZNP přeneseny na cílovou společnost a osoby, s nimiž navrhovatel ohledně akvizice jednal (§ 9 odst. 2 a 3 ZNP). K těmto povinnostem se přidává ještě povinnost neutrality managementu, upravená v § 15 ZNP. K tomu viz bližší výklad níže v bodu 4 této kapitoly.

Uvedenými povinnostmi podle ZNP vztahujícími se k vnitřním informacím nejsou dotčeny další povinnosti stanovené na ochranu před zneužíváním trhu¹³² podle ZPKT (§ 9 odst. 4 ZNP).

2. Nabídkový dokument a jeho náležitosti

2.1 Obecné náležitosti

Povinnou nabídku převzetí nelze učinit jinak, než uveřejněním nabídkového dokumentu, jehož náležitosti jsou upraveny v ustanovení § 10 an. ZNP. Tato úprava se vztahuje obecně na všechny nabídky převzetí, včetně těch dobrovolných, proto některé náležitosti stanovené v uvedených ustanoveních se na povinnou nabídku převzetí z povahy věci nepoužijí (např. údaj o maximálním množství cenných papírů, na které je nabídka převzetí omezena, když v případě povinné nabídky převzetí nelze toto množství omezit, jelikož nabídková povinnost svědčí všem vlastníkům účastnických cenných papírů přijatých k obchodování na regulovaném trhu). Rozsah aplikace uvedených obecných ustanovení na povinnou nabídku převzetí rovněž modifikuje § 42 ZNP nazvaný „Zvláštnosti při povinné nabídce převzetí“ a současně doplňuje určité partikularity platné pouze na povinnou nabídku převzetí.

Náležitosti nabídkového dokumentu jsou vyjmenovány v ustanoveních § 10 a § 11 ZNP. Tato ustanovení ve stručnosti zahrnují, kromě základních údajů identifikujících navrhovatele, zejména údaje o podílu navrhovatele a spolupracujících osob na základním kapitálu a hlasovacích právech a popis vzájemných vztahů mezi spolupracujícími osobami, podstatné náležitosti kupní nebo směnné smlouvy včetně výše nabízeného protiplnění, průměrnou a prémiovou cenu účastnických cenných papírů a odůvodnění výše nabízeného protiplnění, dobu závaznosti nabídky převzetí, způsob oznámení jejího přijetí,

¹³² Zneužíváním trhu se rozumí praktiky, které mají za následek zkreslování či zneprůhlednění kapitálového trhu, tj. zejména užití vnitřních informací v rozporu se zákonem či manipulace s trhem. ZPKT je v těchto otázkách proveden vyhláškou č. 536/2004 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu v oblasti ochrany proti zneužívání trhu, ve znění pozdějších změn a doplňků.

záměry navrhovatele ohledně budoucí činnosti cílové společnosti, postup při převodu cenných papírů a způsob placení ceny, údaje o zdrojích a způsobu financování, rozhodné právo cílové společnosti a smluv uzavřených na základě nabídky převzetí a příslušné soudy, údaje o orgánu dohledu, důvody pro učinění nabídky převzetí, popis metod pro určení formy a výše protiplnění, stanovisko orgánů cílové společnosti k povinné nabídce převzetí apod.

Jednotlivé náležitosti jsou často zákonem definovány velice detailně, proto příprava nabídkového dokumentu bude vyžadovat jejich podrobnou analýzu. Záměrem této kapitoly není detailní popis každé jednotlivé náležitosti, kterou nabídkový dokument musí reflektovat, nicméně poukázat na ty z nich, které z hlediska navrhovatelů a adresátů lze obecně pokládat za klíčové, tj. na formu a výši protiplnění a na dobu závaznosti povinné nabídky převzetí. Pro srovnání právní úpravy těchto klíčových podmínek ve Velké Británii, Německu a Francii viz bod 5 této kapitoly.

2.2 *Forma a výše protiplnění*

2.2.1 *Forma protiplnění*

Protiplnění v povinné nabídce převzetí může spočívat v penězích nebo cenných papírech či v jejich kombinaci.

Totéž plyne ze znění článku 5 odst. 5 Třinácté směrnice, nicméně s jednou významnou výhradou. Cennými papíry se ve smyslu definice podle článku 2 odst. 1 písm. e) Třinácté směrnice nerozumí jakékoli cenné papíry, ale pouze „převoditelné cenné papíry spojené s hlasovacím právem ve společnosti“. Tato zúžená definice v ZNP chybí, a tak za cenný papír lze pro účely formy protiplnění při povinné nabídce převzetí považovat jakýkoli cenný papír vyhovující definici cenného papíru podle zákona o cenných papírech. Na tento rozdíl v pojetí formy protiplnění podle Třinácté směrnice a podle ZNP

poukázala ČNB ve svých připomínkách¹³³ k Návrhu novely s požadavkem na nahrazení termínu „cenné papíry“ termínem „akcie“, přičemž uvedla, že podobně je Třináctá směrnice transponována do jiných evropských právních řádů. Nakonec ČNB konstatuje, že nosnou myšlenkou úpravy má být princip, že náhrada má být poskytnuta buď v peněžité podobě nebo v cenných papírech stejné povahy jako ty cenné papíry, které jsou předmětem povinné nabídky převzetí. Požadavek ČNB na provedení zmíněné formulační změny nicméně Návrh novely nereflektuje a dotčené ustanovení tak zůstane prozatím beze změny.

Ustanovení § 43 odst. 2 ZNP stanoví případy, kdy k cenným papírům je navrhovatel povinen nabídnout peněžité plnění jako alternativu, tj. nejedná-li se v případě nabízených cenných papírů o likvidní cenné papíry obchodované na regulovaném trhu¹³⁴ anebo pokud navrhovatel nebo osoby s ním spolupracující koupí v době od počátku 12. měsíce před vznikem nabídkové povinnosti do konce doby závaznosti nabídky převzetí cenné papíry cílové společnosti, s nimiž je spojen alespoň 5% podíl na hlasovacích právech cílové společnosti. Ve druhém jmenovaném případě je reflektována zásada rovného zacházení, v jejímž duchu nabyli-li navrhovatel v období předcházejícím nabídku převzetí účastnické cenné papíry ve významném rozsahu proti penězům, má stejný druh protiplnění nabídnout též adresátům povinné nabídky převzetí.¹³⁵

2.2.2 Výše protiplnění

Výše ceny (protiplnění) za účastnické cenné papíry se odvíjí od tzv. prémiové ceny. Výše protiplnění se tak podle § 43 odst. 3 ZNP musí rovnat alespoň

¹³³ Připomínkový list ze dne 19. února 2009, schválený guvernérem ČNB dne 20. února 2009

¹³⁴ K významu pojmu „likvidita“ cenných papírů se Komentář vyjadřuje následovně: „Kdy je na místě považovat cenné papíry za dostatečně likvidní, zákon neřeší. V tomto ohledu lze poukázat na definici likvidních investičních nástrojů v čl. 22 odst. 1 prováděcího nařízení ke směrnici MiFID, která by z tohoto hlediska měla (zvláště uvědomíme-li si, že požadavek likvidity je primárně vznášen směrnicí o nabídkách převzetí, tedy evropským právem) v praxi sloužit jako určité kritérium, minimálně v tom ohledu, že cenné papíry vyhovující testu podle tohoto nařízení bude na místě považovat za vyhovující i pro účely požadavků § 43. V podmínkách českého kapitálového trhu splní tento požadavek pouze několik titulů zařazených do prémiového segmentu pražské burzy SPAD.“

¹³⁵ Shodně viz článek 5 odst. 5 Třinácté směrnice

nejvyšší ceně, za kterou povinná osoba nebo osoba s ní spolupracující nabyly v posledních 12 měsících před vznikem nabídkové povinnosti účastnické cenné papíry, které jsou předmětem nabídky převzetí. Aby nedocházelo k obcházení tohoto ustanovení (různými praktikami vedoucími k manipulaci ceny pro účely nadcházející nabídkové povinnosti) či bude-li se v konkrétním případě jednat o nabytí rozhodného ovládacího podílu jiným způsobem než koupí účastnických cenných papírů, zahrnují se do výpočtu nejvyšší ceny veškerá plnění a výhody (ať už peněžité či nepeněžité formy) ekonomicky související s nabytím účastnických cenných papírů, které si smluvní strany poskytly (§ 43 odst. 3 a 4 ZNP).

Nelze-li prémiovou cenu stanovit (např. protože rozhodný podíl nebyl nabyt přímo nákupem akcií cílové společnosti, ale nákupem akcií společnosti ovládající cílovou společnost¹³⁶), vychází se z ceny průměrné, tj. z váženého průměru z cen, za které byly uskutečněny obchody s příslušnými cennými papíry na regulovaném trhu za posledních šest měsíců před vznikem nabídkové povinnosti.

Jen za výjimečných okolností vymezených v § 44 ZNP (např. byla-li prémiová či průměrná cena zkreslena manipulací, extrémně nízkou likviditou trhu, poruchou trhu, došlo-li v posledních 12 měsících k významné změně ekonomické situace cílové společnosti atd.) může ČNB nařídít revizi ceny mj. na základě znaleckých posudků, jež si vyžádá. Vzniknou-li důvodné pochybnosti o závěrech znaleckého posudku, může ČNB požádat znalce o vysvětlení, příp. ustanovit revizního znalce.¹³⁷

Jak vyplývá z výše uvedeného, protiplnění se počítá z obchodů učiněných v době posledních 12 měsíců *před vznikem* nabídkové povinnosti. Okamžik vzniku nabídkové povinnosti není však ze ZNP zcela jednoznačný. Podle § 35

¹³⁶ Důvodová zpráva k návrhu zákona o nabídkách převzetí, Sněmovní tisk č. 358

¹³⁷ Návrh novely předkládá změnu ustanovení § 44 ZNP, které v současném znění nepamatuje na situace, kdy navrhovatel nedoloží sám ani na výzvu ČNB znalecký posudek. Nově se navrhuje upravit, aby v takovém případě ČNB měla možnost ustanovit znalce sama.

odst. 1 ZNP běží lhůta pro splnění nabídkové povinnosti *ode dne následujícího po dni*, v němž došlo k nabytí rozhodného podílu. To by ukazovalo spíše na výklad, že nabídková povinnost vzniká teprve v den, který následuje po dni nabytí rozhodného podílu (jak tento okamžik vzniku nabídkové povinnosti výslovně vyplýval z předchozí právní úpravy povinné nabídky převzetí podle § 183b odst. 1 ObchZ¹³⁸). Na druhou stranu však podle § 36 odst. 3 ZNP počíná lhůta pro splnění nabídkové povinnosti skupiny spolupracujících osob resp. jejího člena běžet již *dnem* (a nikoli „*ode dne*“, když podle § 122 odst. 1 zákona č. 40/1964 Sb., občanského zákoníku, ve znění pozdějších změn a doplňků „*Lhůta určená podle dní počíná dnem, který následuje po události, která je rozhodující pro její počátek.*“), ve který nastaly okolnosti, které dávají za vznik nabídkové povinnosti, tj. lhůta počíná běžet o den dříve než v případě individuální nabídkové povinnosti podle zmiňovaného § 35 odst. 1 ZNP. Z této dikce by se dalo rozdílně od vzniku nabídkové povinnosti podle § 35 odst. 1 ZNP usuzovat na vznik nabídkové povinnosti podle § 36 odst. 1 ZNP již *v samotný den* splnění podmínek pro nabídkovou povinnost, tj. např. ke dni vzniku spolupracující skupiny, v důsledku čehož získává každý její člen rozhodný podíl. Zdá se, že toto dilema jednoznačně řeší ustanovení § 39 odst. 2 ZNP, podle nějž „*Nabídková povinnost se nevztahuje na toho, kdo sám ani společně se spolupracujícími osobami neovládá cílovou společnost. Nabídková povinnost v takovém případě vzniká až v okamžiku, kdy tato osoba sama nebo společně se spolupracujícími osobami cílovou společnost ovládne*“. Jednoznačně se v tomto ustanovení stanoví, že okamžikem vzniku nabídkové povinnosti je okamžik ovládnutí cílové společnosti, nikoli okamžik dřívější (když bez prvku ovládnutí není nabídkové povinnosti) a nikoli pozdější (chybí jakékoli ustanovení, které by jednoznačné znění § 39 odst. 2 ZNP jakkoli modifikovalo). Z toho vyplývá, že dojde-li současně s nabytím rozhodného podílu k ovládnutí cílové společnosti, pak nabídková povinnost vznikne okamžikem nabytí rozhodného podílu. Jestliže k ovládnutí dojde

¹³⁸Poslední věta § 183b odst. 1 ObchZ ve znění platném a účinném bezprostředně před účinností nového ZNP zněla: „*Povinnost učinit nabídku převzetí vzniká dnem následujícím po dnu, v němž akcionář podíl, který tuto povinnost zakládá, získá nebo překročí.*“

později, pak nabídková povinnost vznikne teprve k okamžiku ovládnutí. V každém případě platí, že ke vzniku nabídkové povinnosti dochází nejdříve k okamžiku získání rozhodného podílu a nejpozději k okamžiku ovládnutí cílové společnosti.

Tato na první pohled teoretická otázka má závažné dopady do celé úpravy a účelu nabídkové povinnosti. Jestliže je totiž stanoveno, že prémiová cena se stanoví z cen v období 12 měsíců *před* vznikem nabídkové povinnosti, pak spadne-li vznik nabídkové povinnosti do stejného okamžiku jako nabytí rozhodného podílu (*viz* diskuse v předchozím odstavci), lze se domnívat, že do výpočtu prémiové ceny již nelze zahrnout cenu, za kterou byla uskutečněna transakce, která založila nabídkovou povinnost. Tento výklad jde samozřejmě zcela proti zásadě rovného zacházení (akcionáři mají mít obecně možnost zbavit se při změně kontroly svých akcií alespoň za cenu, za kterou nově kontrolující akcionář nabyl rozhodný podíl) a dosavadnímu vývoji právní úpravy v oblasti povinné nabídky převzetí. Ta mimo jiné směřovala právě k odstranění pochybností ohledně zahrnutí do výpočtu ceny té transakce, která zakládá nabídkovou povinnost a harmonizační novelou (zák. č. 370/2000 Sb.) vyústila v přijetí takových znění ustanovení Obchodního zákoníku o vzniku povinnosti učinit nabídku převzetí (§ 183b odst. 1 ObchZ) a ustanovení o výpočtu výše protiplnění (§ 183c odst. 3 ObchZ), která tuto otázku definitivně vyřešila ve prospěch zohlednění ceny rozhodné transakce.¹³⁹

Dalším skutečným problémem ustanovení § 43 odst. 3 ZNP o výši protiplnění je skutečnost, že protiplnění se počítá z cen za dobu 12 měsíců před *vznikem* nabídkové povinnosti a nikoli před *počátkem závaznosti* nabídky převzetí¹⁴⁰, tzn. období ode dne vzniku povinnosti do dne závaznosti nabídky převzetí zůstává pro výpočet ceny nezohledněno. V tomto období může přitom uplynout

¹³⁹ Shodně *viz* Dědič, J. a kol., Obchodní zákoník, Komentář, Díl III, Praha: POLYGON, 2002

¹⁴⁰ Například podle britské a francouzské úpravy období, ze kterého se vypočítává výše protiplnění, končí dnem uveřejnění nabídky převzetí. *Viz* blíže body 5.1 a 5.3. níže v této kapitole. Z druhé strany například Německo vůbec nepřejalo (v rozporu s Třináctou směrnicí) koncepci prémiové ceny počítané z dvanáctiměsíčního období před nabídkou. K tomu *viz* blíže bod 5.3 níže v této kapitole.

několik týdnů, během kterých povinné osoby mohou nabývat další účastnické cenné papíry. To naráží na Třináctou směrnici (článek 5 odst. 4)¹⁴¹ a princip rovného zacházení, na kterém stojí úprava povinné nabídky převzetí vůbec (mimojiné výslovně deklarovaný v § 3 písm. a) a b) ZNP¹⁴². Zákaz nabývání cenných papírů podle § 17 ZNP (pod sankcí adekvátního dorovnání výše protiplnění) přitom platí teprve pro období závaznosti nabídky převzetí, tj. po jejím uveřejnění.

Konstrukce období, ze kterého se vypočítává minimální výše protiplnění, je tedy v českém právu natolik nekvalitní, že nejen nezahrnuje transakci, která zakládá nabídkovou povinnost (jelikož dvanáctiměsíční období končí před vznikem nabídkové povinnosti, když tato povinnost vzniká nejdříve dnem ovládnutí cílové společnosti), ale nezahrnuje ani období natolik významné, jakým je doba od vzniku nabídkové povinnosti do uveřejnění nabídky. Ačkoli Komentář označuje § 43 ZNP jako nejdůležitější část úpravy nabídkové povinnosti, k uvedenému problému lhůty rozhodné pro výpočet minimální ceny zcela mlčí, ani jej neidentifikuje.

Nápravu nedostatků konstrukce výpočtu prémiové ceny se pokusilo iniciovat Ministerstvo spravedlnosti, jako předkladatel Návrhu novely, když navrhlo, aby 12-ti měsíční rozhodné období končilo učiněním nabídky převzetí. Tento návrh připomínkovala ČNB s požadavkem, aby rozhodné období končilo přede dnem oznámení podle § 8 odst. 2 nebo 3 ZNP v kombinaci s posunutím zákazu paralelního nabývání účastnických cenných papírů podle § 17 ZNP k témuž dni. Žádná z variant a ani jakákoli jejich alternativa se však v Návrhu novely neudržely a tak jakkoli je ustanovení § 43 odst. 3 pro úpravu nabídkové

¹⁴¹ Článek 5 odst. 4 Třinácté směrnice nestanoví sice výslovně, že období pro výpočet ceny končí dnem uveřejnění (oznámení) nabídky, výklad k tomuto závěru však jasně směřuje. Znění článku je následující: „*Za spravedlivou cenu se považuje nejvyšší cena, kterou za stejné cenné papíry zaplatí předkladatel nabídky nebo osoby jednající ve shodě s ním v období, které určí členské státy jako období nejméně šesti měsíců a nejvíce dvanácti měsíců před nabídkou převzetí uvedenou v odstavci 1. Pokud po zveřejnění nabídky a před uzavřením nabídky pro přijetí předkladatel nabídky nebo kterákoli osoba jednající ve shodě s ním koupí cenné papíry za cenu vyšší, než je cena nabídky, zvýší předkladatel nabídky svou nabídku tak, aby nebyla nižší než nejvyšší cena zaplacená za takto nabyté cenné papíry.*“

¹⁴² Čech P.: „Nový zákon o nabídkách převzetí vyvolává pochybnost, úsměv i obavy“, Právní zpravodaj 5/2008

povinnosti kritické a jakkoli závažné jsou jeho nedostatky, konstrukce výpočtu prémiové ceny zůstává pro dohlednou dobu beze změny.

2.3 *Doba závaznosti*

Podle odstavce 14 preambule Třinácté směrnice by lhůta pro přijetí nabídky měla být právně upravena. Článek 3 odst. 1 písm. b) Třinácté směrnice dále mimo jiné stanoví, že držitelé cenných papírů cílové společnosti musí mít dostatek času a informací, které jim umožní dojít k řádně informovanému rozhodnutí o nabídce. Na druhé straně Třináctá směrnice stanoví, že doba závaznosti nesmí být delší než 10 týdnů (v zájmu omezení doby, po kterou je cílová společnost zdržena ve svém běžném provozu), avšak k tomuto omezení dodává, že za předpokladu, že je dodržena obecná zásada stanovená v článku 3 odst. 1 písm. f) Třinácté směrnice, mohou členské státy stanovit, že lhůtu deseti týdnů lze prodloužit za podmínky, že předkladatel nabídky oznámí svůj záměr uzavřít nabídku nejméně dva týdny předem (článek 7 Třinácté směrnice).

Podle § 24 odst. 1 ZNP nesmí být doba závaznosti povinné nabídky převzetí kratší než 4 týdny ode dne jejího uveřejnění. (Z bodu 5 níže v této kapitole vyplyne, že ve srovnání s právními úpravami doby závaznosti povinné nabídky ve Velké Británii, Německu a Francii má Česká republika nejdelší minimální dobu závaznosti povinné nabídky převzetí.) Pokud je doba závaznosti delší než 10 týdnů, navrhovatel uveřejní 2 týdny před uplynutím doby závaznosti upozornění, k jakému dni doba závaznosti končí. Ve znění § 24 odst. 1 ZNP došlo tedy k jakési deformaci znění horního limitu trvání doby závaznosti podle Třinácté směrnice. Narozdíl od směrnice v ZNP horní limit naprosto chybí a překročení lhůty deseti týdnů je spojeno pouze s povinností dva týdny před uzavřením nabídky převzetí o záměru nabídku uzavřít informovat. Doba závaznosti tak vlastně může trvat neomezeně dlouho. Na tuto situaci reagovala ČNB ve svých připomínkách k Návrhu novely¹⁴³ a požadovala stanovení pevné

¹⁴³ Připomínkový list k Návrhu novely ze dne 19. února 2009, schválený guvernérem ČNB dne 20. února 2009

doby závaznosti s tím, že její prodloužení bude řešeno podle § 24 ZNP a oznamování o prodloužení pak v souladu s § 23 odst. 3 ZNP. Svůj návrh ČNB odůvodnila zejména praktickými důvody vztahujícími se k rozhodování ČNB o nabídkovém dokumentu. ČNB uvedla, že při rozhodování o povolení nabídky převzetí s dlouhou dobou závaznosti (delší než 10 týdnů) může ČNB takovou dobu závaznosti posuzovat jen s ohledem na obecné zásady, nicméně je obtížné v době schvalování nabídky převzetí předpovědět, zda např. za 20 týdnů nemůže dojít k deformacím trhu nebo zda tím cílová společnost bude nepřiměřeně omezována, zvláště není-li stanovena žádná povinnost cílové společnosti vyjádřit se ČNB, resp. spíše právo ČNB informovat cílovou společnost o délce navrhované doby závaznosti ve schvalovaném nabídkovém dokumentu se žádostí o (fakultativní) vyjádření k navrhované délce.

Návrh novely nicméně tuto připomínku ČNB nereflektuje a horní limit doby závaznosti nenavrhuje.

Lhůtu lze prodloužit¹⁴⁴ v případě, že navrhovatel změnil výši protiplnění (tak, že je pro adresáty výhodnější). I to je však nepřijatelné, uvedl-li navrhovatel v původní nabídce výslovně, že dobu závaznosti nezmění (§ 24 odst. 2 až 4 ZNP). Prodloužení doby závaznosti nabídky převzetí může původní dobu překročit maximálně o 2 týdny, s výjimkou případů, kdy ČNB schválila širší prodloužení (§ 23 odst. 4 ZNP). Odvolání povinné nabídky převzetí je zakázáno a jakékoli změny po jejím uveřejnění jsou přípustné pouze jsou-li pro adresáty výhodnější (§ 42 odst. 4 ZNP).

¹⁴⁴ Návrh novely následovně upravuje znění § 23 odst. 4 ZNP za účelem upřesnění, že maximální limit prodloužení doby závaznosti, který představuje původní doba závaznosti a dva týdny, subsumuje i případy opakovaného prodloužení doby závaznosti: „V případě, že v důsledku změny nabídky převzetí podle odstavce 1 dojde k prodloužení doby závaznosti nabídky převzetí, může být celková doba závaznosti nabídky prodloužena nejvýše o 2 týdny, ledaže Česká národní banka schválí delší dobu prodloužení doby závaznosti.“

3. *Oznámení nabídky převzetí ČNB*

3.1 *Podání a přezkum návrhu na udělení souhlasu*

Narozdíl od dobrovolné nabídky převzetí nelze povinnou nabídku převzetí uveřejnit bez souhlasu ČNB s jejím uveřejněním. Ustanovení § 56 odst. 1 ZNP požaduje, aby navrhovatel podal žádost o udělení souhlasu nejpozději do 15 pracovních dnů ode dne vzniku nabídkové povinnosti, popřípadě do 5 pracovních dnů ode dne udělení souhlasu podle § 13 odst. 2 ZNP, je-li vyžadován¹⁴⁵. Žádost obsahuje nabídkový dokument, souhlas podle § 13 odst. 2 ZNP, je-li vyžadován, a řádné odůvodnění výše hodnot plnění podle § 43 odst. 4 nebo 5 ZNP.

ČNB přezkoumává nabídku převzetí zhruba ze tří hledisek, tj. zda:

- nabídkový dokument splňuje všechny zákonné náležitosti;
- nabídkový dokument neobsahuje zjevně nepravdivé nebo zkreslující informace; a
- výše protiplnění je stanovena v souladu se zákonem, případně zda je správně odůvodněna hodnota plnění podle § 43 odst. 4 nebo 5 ZNP¹⁴⁶.

V řízení ČNB postupuje podle zvláštních ustanovení pro řízení před ČNB podle § 54 an. ZNP a subsidiárně podle SŘ.

¹⁴⁵ V případě, že národní zvláštní právní předpis či předpis Evropských společenství vyžaduje k nabytí účastnických cenných papírů souhlas orgánu veřejné správy, může být nabídkový dokument uveřejněn jen tehdy, pokud byl souhlas udělen, ledaže je stanoveno, že postačí podání žádosti o vydání souhlasu nebo splnění jiné podmínky.

¹⁴⁶ V tomto ohledu ČNB napomáhá zákonná povinnost navrhovatele a spolupracujících osob podle § 43 odst. 6 ZNP informovat ČNB o veškerých obchodech a ujednáních, ke kterým došlo v souvislosti s převodem účastnických cenných papírů, a to spolu s žádostí o udělení souhlasu s uveřejněním povinné nabídky převzetí. Současně zákon ukládá povinnost přiložit k žádosti odůvodnění hodnot plnění podle § 43 odst. 4 ZNP a 5 ZNP.

S návrhem na udělení souhlasu s uveřejněním nabídky převzetí může navrhovatel spojit podnět ke změně výše protiplnění podle § 44 ZNP.¹⁴⁷

3.2 *Rozhodnutí ČNB*

Výsledkem přezkumu ČNB jsou následující rozhodnutí či skutečnosti (§ 42 odst. 2 a 3 ZNP):

- rozhodnutí o zamítnutí návrhu;
- rozhodnutí o změně výše protiplnění podle § 44 nebo 45 ZNP;
- rozhodnutí o udělení souhlasu s uveřejněním nabídky převzetí; nebo
- absence jakéhokoli aktu ze strany ČNB, která, trvá-li nejméně 15 pracovních dnů od podání návrhu, zakládá nevyvratitelnou právní domněnku souhlasu ČNB s uveřejněním nabídkového dokumentu podle návrhu navrhovatele¹⁴⁸.

Tato rozhodnutí, jakmile nabudou právní moci, ČNB bezodkladně zveřejňuje způsobem umožňujícím dálkový přístup (s tím, že je povinna přitom šetřit obchodní, bankovní nebo jiné zákonem chráněné tajemství).

4. *Uveřejnění nabídky převzetí*

Nabídkový dokument se uveřejňuje alespoň v jednom celostátně distribuovaném deníku a současně způsobem umožňujícím dálkový přístup. Uveřejnění způsobem umožňujícím dálkový přístup se nevyžaduje, pokud je nabídkový dokument bezplatně v písemné formě poskytován veřejnosti v sídle

¹⁴⁷ viz poznámka v bodu 2.2.2 výše

¹⁴⁸ Vydá-li ČNB výzvu k odstranění nedostatků žádosti o udělení souhlasu s uveřejněním nabídkového dokumentu, tato lhůta 15 pracovních dnů se přerušuje a neběží po dobu lhůty stanovené k odstranění nedostatků.

cílové společnosti a v sídle navrhovatele nebo jeho zástupce podle § 12 odst. 2 ZNP¹⁴⁹. Stanovy cílové společnosti mohou určit doplňkové způsoby uveřejnění, nezatěžují-li navrhovatele nad rozumnou míru nebo nečiní-li uveřejnění nabídky nemožným. Jsou-li účastnické cenné papíry obchodovány na regulovaném trhu v jiném členském státě, uveřejnění se provede rovněž v tomto státě podle jeho právního řádu.

Ve lhůtě 10 pracovních dnů před uveřejněním se nabídkový dokument doručuje představenstvu a dozorčí radě cílové společnosti. Tyto orgány vypracují do 5 pracovních dnů od doručení nabídkového dokumentu společné stanovisko podle § 16 ZNP o tom, zda nabídka převzetí je v souladu se zájmy cílové společnosti, adresátů nabídky, zaměstnanců a věřitelů cílové společnosti a doručí jej do 2 pracovních dnů od jeho vypracování ČNB.¹⁵⁰

Dále jsou navrhovatel a představenstvo cílové společnosti povinni informovat o uveřejnění nabídky převzetí zástupce zaměstnanců, a není-li jich, pak přímo zaměstnance cílové společnosti, bez zbytečného odkladu od jejího uveřejnění.¹⁵¹

Ustanovení § 15 ZNP stanoví povinnost neutrality představenstva a dozorčí rady cílové společnosti, která tyto orgány zavazuje od okamžiku, kdy se jejich členové dozvědí o skutečnostech, ze kterých lze důvodně předpokládat, že bude učiněna nabídka převzetí. Tato povinnost spočívá v zákazu těmto orgánům mařit nabídku převzetí, ledaže s tím vyslovila souhlas valná hromada v době závaznosti nabídky převzetí. Zákon výslovně požaduje schválení každého konkrétního jednání (podle důvodové zprávy k ZNP musí valná hromada udělit souhlas *zvlášť* ke každému konkrétnímu jednání). Na druhé

¹⁴⁹ Navrhovatel s bydlištěm či sídlem mimo území ČR může pověřit zastupováním ve věcech nabídky převzetí advokáta či osobu oprávněnou poskytovat investiční služby. Tato možnost se však nevztahuje na takového navrhovatele, který má v ČR organizační složku.

¹⁵⁰ viz v principu shodně odstavec 17 preambule Třinácté směrnice

¹⁵¹ Preambule Třinácté směrnice v odstavci 13 stanoví, že držitelé cenných papírů by měli být řádně informováni o podmínkách nabídky prostřednictvím nabídkového dokumentu a že přiměřené informace by měly být podány i zástupcům zaměstnanců společnosti nebo přímo zaměstnancům.

straně zákon výslovně nepožaduje předchozí schválení, lze se proto domnívat, že postačí schválení následné. Riziko případného neschválení a odpovědnost za něj spočívá tedy na představenstvu a dozorčí radě. Další výjimkou z povinnosti neutrality (vedle schválení maření nabídky převzetí valnou hromadou) je konkrétní jednání, jímž společnost plní povinnosti stanovené právním předpisem anebo jde-li o běžný provoz podniku. I v těchto případech bude na zvážení a odpovědnosti představenstva a dozorčí rady, zda konkrétní jednání, která učiní v období od shora uvedeného rozhodného okamžiku do ukončení závaznosti nabídky převzetí, jsou jednáním v rámci plnění zákonných povinností či běžného provozu podniku.

Uvedená koncepce reflektuje Třináctou směrnici (jmenovitě odst. 16 preambule), která povinnost neutrality managementu vidí jako povinnost zdržet se „operací výjimečné povahy“, aniž by však cílová společnost byla nepřiměřeně omezována v běžné činnosti.

Jako určitý protimluv uvedené zásady neutrality managementu se jeví možnost členů představenstva a dozorčí rady podle § 15 odst. 3 ZNP i bez souhlasu valné hromady činit nezbytná opatření k vyhledání konkurenční nabídky převzetí, jejímiž navrhovateli mohou být i oni sami. V tomto případě se v podstatě jedná o exemplární příklad kroků, vedoucích k maření původní nabídky převzetí, nicméně zákonem výslovně povoleným a vyjmutým z omezení plynoucích z povinnosti neutrality.

Konkurenční nabídku převzetí upravují ustanovení § 46 an. ZNP. Jedná se o nabídku převzetí, která běží paralelně vedle původní nabídky převzetí, přičemž závaznost původní nabídky převzetí nesmí skončit dříve, než závaznost nabídky konkurenční. Konkurenční nabídku převzetí nesmí přijmout navrhovatel původní nabídky převzetí a osoby s ním spolupracující. Osoby, které konkurenční nabídku oprávněně přijaly, mohou do skončení její závaznosti od vzniklé smlouvy ze zákona bez uvedení důvodu odstoupit, přičemž toto

jejich právo nelze platně smluvně omezit či vyloučit či s ním spojit jakékoli negativní následky. Právo k odstoupení od vzniklé smlouvy však mají též osoby, které přijaly původní nabídku převzetí, v tomto ohledu je tedy postavení konkurenčního a původního navrhovatele stejné.

5. *Právní úprava protiplnění a doby závaznosti v zahraničí*

5.1 *Velká Británie*

Podle pravidla 9.5 (*Rule 9.5*) City Code je navrhovatel povinné nabídky převzetí povinen navrhnout ve vztahu ke každé třídě akcií („*class of share capital*“) protiplnění ve formě peněžitého plnění či ve formě, která je „alternativou“ peněžitého plnění („*cash alternative*“). V případě více než jedné třídy akcií je navrhovatel povinen konzultovat Panel.

Výše protiplnění musí dosahovat minimálně nejvyšší ceny, kterou navrhovatel nebo jakákoli osoba jednající s ním ve shodě zaplatili za akcie cílové společnosti příslušné třídy v průběhu 12 měsíců před oznámením nabídky převzetí. Jestliže po jejím oznámení nabude navrhovatel akcie cílové společnosti určité třídy („*class*“) za cenu vyšší než je nabídková cena za odpovídající třídu akcií, pak navrhovatel navýší nabídkovou cenu za akcie příslušné třídy tak, aby odpovídala nejvyšší ceně, jakou navrhovatel zaplatil za akcie této třídy nabyté po oznámení nabídky převzetí.

Doba závaznosti povinné nabídky převzetí je podle pravidla 31.1 City Code alespoň 21 dnů od jejího oznámení. Poté, co se nabídka převzetí stala či byla prohlášena za nepodmíněnou (jelikož byla splněna akceptační podmínka zmíněná v bodě 5.1 kapitoly II. 1 výše), doba závaznosti se prodlužuje nejméně o 14 dnů (pravidlo 9.5 písm. d) City Code). Pravidlo 31.6 City Code dále stanoví, že doba závaznosti před prohlášením o splnění, resp. nesplnění akceptační podmínky nesmí obecně přesáhnout 60 dnů, Panel však může ve

specifických případech udělit výjimku a povolit prodloužení doby závaznosti. Není-li akceptační podmínka splněna, nabídka převzetí se ruší.

5.2 Německo

Protiplnění při povinné nabídce převzetí upravuje článek 31 WpÜG. Podle něj musí být protiplnění v peněžité formě v eurech nebo ve formě likvidních akcií obchodovaných na regulovaném trhu. Pokud se akcie nabízí držitelům akcií s hlasovacími právy, pak i s nabízenými akciemi musí být spojeno hlasovací právo. Protiplnění v peněžité formě je povinné v případě, že navrhovatel nebo osoby jednající s ním ve shodě nebo ovládané osoby těchto osob jednajících ve shodě nabyly akcie či hlasovací práva v cílové společnosti v rozsahu nejméně 5% proti penězům v období 6 měsíců před oznámením záměru učinit nabídku převzetí.

Výše protiplnění musí být přiměřená (článek 31 odst. 1 WpÜG). Při určení přiměřenosti výše protiplnění se přihlíží k průměrnému kursu akcií cílové společnosti a ceně, za kterou akcie cílové společnosti nabyt navrhovatel, osoby s ním jednající ve shodě nebo ovládané osoby těchto osob jednajících ve shodě. V případě, že po uveřejnění nabídky převzetí některá z těchto osob nabude akcie cílové společnosti za vyšší než nabídkovou cenu, nabídková cena ve prospěch adresátů povinné nabídky převzetí se adekvátně zvýší.

Podrobná ustanovení o přiměřenosti ceny jsou zakotvena v prováděcím nařízení Federálního ministerstva financí (Bundesrat), kterým je WpÜG-Angebotsverordnung (WpÜGAngebV) ze dne 27. 12. 2001.¹⁵² Podle článku 3 nařízení musí být cena spravedlivá a nesmí být nižší než minimální výše protiplnění stanovená podle článků 4 až 6, přičemž tato se vypočítává samostatně pro různé třídy akcií. Protiplnění se podle článku 4 musí rovnat

¹⁵² Nařízení o obsahu nabídkového dokumentu, o protiplnění splatném při nabídkách převzetí a při povinných nabídkách převzetí a o výjimkách z nabídkové povinnosti.

alespoň nejvyšší ceně, kterou navrhovatel, osoby s ním jednající ve shodě nebo jakákoli jejich dceřiná společnost zaplatily nebo sjednaly za nákup akcií cílové společnosti v období 6 měsíců před uveřejněním nabídkového dokumentu. Pokud se jedná o průměrný kurs akcií cílové společnosti, k němuž je ve smyslu WpÜG nutno přihlédnout, ten je pak v člancích 5 a 6 určen jako vážený průměr cen na domácím regulovaném trhu za období 3 měsíců před uveřejněním informace podle článku 35 odst. 1 WpÜG o skutečnosti, že navrhovatel získal kontrolní podíl nebo jsou-li akcie obchodovány jen mimo německý trh, pak vážený průměr z cen na regulovaném trhu Evropského hospodářského společenství za stejné období.¹⁵³

Doba závaznosti povinné nabídky převzetí nesmí být podle článku 16 WpÜG kratší než 4 týdny ode dne jejího uveřejnění. Současně tento článek stanoví, že doba závaznosti nesmí přesáhnout 10 týdnů.

5.3 Francie

Ve smyslu článku 231-8 RGAMF může protiplnění při povinné nabídce převzetí spočívat v peněžitém plnění (*en numéraire*) či plnění ve formě cenných papírů (*en titres*). Navrhovatel může nabízet buď pouze některé z uvedených plnění, či je nabízet jako alternativu. Peněžitá alternativa je povinná v případě, že jako protiplnění se nabízí nelikvidní cenné papíry.

Výše protiplnění je stanovena v článku 234-6 RGAMF. Nabízená cena musí být obecně alespoň ve výši nejvyšší ceny zaplacené navrhovatelem, jednajícím samostatně či ve shodě, v období 12 měsíců předcházejících uveřejnění nabídky převzetí. V případě, že navrhovatel nenabyl sám či jednáním ve shodě kontroly cílové společnosti akvizicí akcií v uvedeném 12-ti měsíčním období,

¹⁵³ Před implementací Třinácté směrnice byla úprava protiplnění obdobná, nicméně období, ze kterého se vypočítávala nejvyšší cena zaplacená navrhovatelem za akcie cílové společnosti, bylo pouze tříměsíční, namísto dnešních 6 měsíců (viz Adinolfi, G., Allegretti, D., Callens, P., Christin, Y., Dortmund, P., Grupp, K., Gupta, J., Paul, A., Veranneman, P., Werlauff, E., Ybáñez, J.: „Country Status Reports on defensive measures against hostile takeovers and the impact of the 13th EC directive“ (2004) 1 European Company Law)

pak se cena v nabídce převzetí určí podle obvyklých objektivních oceňovacích kritérií, podle charakteristik cílové společnosti a trhu jejích akcií.

Doba závaznosti povinné nabídky převzetí se liší podle toho, jaký podíl v cílové společnosti navrhovatel a osoby s ním jednající ve shodě drží. V případě, že podíl nedosahuje poloviny základního kapitálu či hlasovacích práv, uplatní se tzv. běžný postup („*procédure normale*“) podle článků 232-1 a 232-2 RGAMF, který vyžaduje, aby doba závaznosti nabídky převzetí byla obecně nejméně 25 dnů. V případě podílu vyššího se aplikuje tzv. zjednodušený postup („*procédure simplifiée*“) podle článků 233-1 a 233-2 RGAMF, který zkracuje dobu závaznosti na pouhých 10 dnů. V případě, že orgán dohledu (AMF) konstatuje, že nabídka převzetí má pozitivní ohlas, pak nabídku převzetí otevře pro další akceptace na dobu nejméně 10 dnů, přičemž tato doba závaznosti skončí dnem uveřejnění výsledků nabídky. Z uvedeného vyplývá, že RGAMF, stejně tak jako ZNP, nestanoví maximální délku trvání celkové doby závaznosti nabídky převzetí.

II.4 ZMĚNY NABÍDKY PŘEVZETÍ, JEJÍ ZÁVAZNOST, VZNIK SMLOUVY A DODATEČNÁ NABÍDKA PŘEVZETÍ

1. *Změny nabídky převzetí*

Povinnou nabídku převzetí nelze po jejím uveřejnění měnit¹⁵⁴ jinak, než způsobem pro adresáty výhodnějším¹⁵⁵. Stejně tak jako původní nabídka převzetí, i jakákoli její změna vyžaduje před svým uveřejněním oznámení ČNB. Z ustanovení § 23 odst. 3 ZNP vyplývá, že pokud ČNB shledá, že navrhovaná změna je v rozporu se ZNP, pak ji zakáže ve lhůtě 5 pracovních dnů před uveřejněním změny.

Zákon však již nestanoví postup ČNB v opačném případě, tj. pokud navrhovaná změna není v rozporu s ZNP. Vzhledem k tomu, že v případě schvalování samotné nabídky převzetí se uplatní fikce schválení při absenci zamítnutí návrhu, stejný postup se pravděpodobně zamýšlel i pro schvalování změny nabídky. Tentýž výklad dovozuje Komentář. Pro takový postup však chybí výslovné ustanovení (nestanoví se jednoznačně, že v případě absence zákazu změny platí schválení). Dikce zákona je v tomto směru natolik nedostatečná, že není jisté ani to, v jaký okamžik uplyne ČNB lhůta pro vydání rozhodnutí o zákazu změny, tj. potažmo v jaký okamžik, při absenci takového zákazu, by případně nastoupila fikce schválení, jak vysvětleno níže.

Zákon požaduje, aby ČNB rozhodla o zákazu navrhované změny nejpozději do 5 pracovních dnů před jejím uveřejněním, přičemž stejná lhůta platí pro oznámení této změny navrhovatelem ČNB (tj. navrhovatel je povinen předložit navrhovanou změnu ke schválení ČNB rovněž nejpozději 5 pracovních dnů před jejím uveřejněním). Datum uveřejnění změny není přitom zákonem

¹⁵⁴ Bod 2.3 kapitoly II.3 této práce se detailněji věnuje otázce změny doby závaznosti nabídky převzetí. Pro změnu protiplnění platí v rámci zásady větší výhodnosti pro adresáta pravidla určení protiplnění popsaná v bodu 2.2 kapitoly II.3 této práce.

¹⁵⁵ Doba závaznosti nabídky převzetí musí od uveřejnění změny nabídky převzetí trvat ještě alespoň 5 pracovních dnů. V případě, že v důsledku změny dojde k prodloužení doby závaznosti nabídky, pak toto prodloužení může původní dobu nabídky překročit nejvýše o 2 týdny, ledaže ČNB schválí delší prodloužení doby závaznosti.

fixováno a záleží na navrhovateli. Jediný možný výklad této lhůty se zdá být ten, že navrhovatel oznamuje návrh změny ČNB nejpozději 5 pracovních dnů před jím *navrhovaným* uveřejněním a ČNB nejpozději v tentýž den, tj. v den, kdy navrhovatel změnu ČNB oznámil (podal-li navrhovatel oznámení změny v poslední den lhůty), rozhodne o zákazu změny. Jeví se jako krajně nepravděpodobné, že zákonodárce měl v úmyslu zavázat ČNB k okamžité reakci a přijímání rozhodnutí o změně nabídky v tentýž den. V této souvislosti lze ztěží předpokládat, že ČNB bude schopna například změnu výše protiplnění definitivně zhodnotit v samotný den oznámení změny (a v případě závěru o jejím rozporu se zákonem též administrativně zrealizovat vydání příslušného rozhodnutí o zákazu). Proto nejen výše zmíněná otázka, zda se aplikuje fikce schválení změny, ale též otázka uvedené lhůty pro rozhodnutí ČNB o případném zákazu změny nabídky převzetí by měly být adekvátně legislativně dořešeny.

Komentář k uvedené otázce nabízí odpověď, že *z logiky věci* pětidenní lhůta pro ČNB běží ode dne doručení oznámení navrhovatele, příslušnou právní argumentaci však již neposkytuje.

Návrh novely reflektuje prvně jmenovaný problém, tj. neexistenci režimu, v jakém dochází ke schválení návrhu změny nabídky převzetí, a navrhuje, aby tento režim byl stejný jako v případě návrhu nabídkového dokumentu, a totiž aby se aplikovala fikce podle § 42 odst. 2 ZNP.

2. *Omezení navrhovatele po dobu závaznosti nabídky převzetí a po jejím skončení*

2.1 *Omezení po dobu závaznosti*

Aby povinná nabídka převzetí mohla splnit svůj účel a byla přitom zachována zásada rovného zacházení mimo jiné deklarovaná v § 3 písm. a) ZNP¹⁵⁶, podle § 17 ZNP nesmí navrhovatel ani osoby s ním spolupracující po dobu její závaznosti činit žádné právní úkony směřující ke smluvnímu nabytí účastnických cenných papírů cílové společnosti *za jiných podmínek*, než které obsahuje nabídka převzetí, ani tyto cenné papíry jakkoli zcizovat. Z těchto omezení zákon stanoví výjimky, které v obecné rovině spočívají v nabývání účastnických cenných papírů z titulu práv (např. přednostních práv či opcí) nabytých předtím, než se navrhovatel rozhodl uskutečnit jednání vedoucí ke vzniku nabídkové povinnosti, v nabývání účastnických cenných papírů, které stojí mimo vůli navrhovatele (např. získání účastnických cenných papírů plněním povinnosti plynoucí z ovládací smlouvy či smlouvy o převodu zisku) či v nabývání z pozice obchodníka s cennými papíry, banky či srovnatelné pozice na trhu při poskytování investičních služeb. Taxativní výčet výjimek stanoví § 17 odst. 1 a 2 ZNP. Další výjimku může na žádost udělit ČNB. Vynutitelnost dodržování podmínek výjimek ze zákazu nabývání a zcizování účastnických cenných papírů je posílena následnou oznamovací povinností vůči ČNB ohledně všech učiněných právních úkonů spadajících pod uvedené výjimky a sankcemi, o kterých je detailně pojednáno v kapitole III.2 níže.

Tato koncepce paralelního nabývání účastnických cenných papírů byla mechanicky převzata z Obchodního zákoníku v principu ve znění do 31. března 2008, a to i přesto, že byla podrobena oprávněné kritice doktríny.¹⁵⁷ Kritika směřovala mimo jiné k rozsahu zákazu, který neodůvodňuje žádná ze zásad

¹⁵⁶ Ustanovení § 3 písm. a) stanoví že „všem vlastníkům účastnických cenných papírů cílové společnosti, s nimiž jsou spojena stejná práva, musí být při nabídce převzetí poskytnuto rovné zacházení, ledaže zákon stanoví jinak“.

¹⁵⁷ viz Dědič, J. a kol.: Obchodní zákoník, Komentář, Díl III., Praha: POLYGON, 2002

chráněných tímto ustanovením, a totiž zásada nediskriminace a zásada zachování transparentního trhu. Zásada nediskriminace by se měla projevovat výhradně v zákazu kontrahovat po dobu závaznosti nabídky převzetí za *výhodnějších* (a nikoli za „jiných“) podmínek, než jaké obsahuje nabídka převzetí, jak je tomu např. v německé nebo rakouské úpravě. Nabývání za stejných nebo horších podmínek by mělo být ze zákazu vyloučeno. Adresáty nabídky takové nabytí nediskriminuje a současně umožňuje větší flexibilitu pro jednání o prodeji akcií těm akcionářům, kteří mají zájem akceptovat nabídku převzetí, nicméně některé její podmínky sjednat odlišně, nejsou-li ochotni či schopni některé tyto podmínky přijmout. V zahraniční praxi se např. vyskytl případ zájemce, který požadoval jinou formu protiplnění, než byla nabídnuta v nabídce převzetí, a to protiplnění ve formě cenných papírů oproti nabídnutému protiplnění v peněžité formě. Uvedená doktrína doplňuje, že argumentem pro zákaz paralelního nabývání mimo nabídku převzetí nemůže být ani ochrana před deformací trhu, jelikož kontraktace za srovnatelných podmínek mimo nabídku převzetí trh zpravidla nedeformuje. Paralelní kontraktaci za podmínek horších než jsou podmínky v nabídce převzetí by bylo možné řešit obecnými ustanoveními občanského zákoníku o omylu (§ 49a), neboť lze usuzovat, že k takovému uzavření smlouvy může dojít pouze z neznalosti nabídky převzetí. Kritika se dále dotýká kazuistiky a formulačních nedostatků výjimek ze zákazu nabývání. Poukazuje se například na důležitou skutečnost, že většina výjimek se vztahuje na jednání učiněná před rozhodnutím navrhovatele učinit nabídku převzetí, zatímco zákaz paralelního nabývání platí teprve od počátku závaznosti nabídky převzetí, což implikuje závěr, že nabývání v období mezi pojetím rozhodnutí učinit nabídku převzetí a počátkem doby závaznosti je pro paralelní nabývání otevřeno. Výhodnější smluvní podmínky z tohoto období se přitom nepromítnou – v rozporu se zásadou nediskriminace - do smluv uzavřených na základě nabídky převzetí.

Na tuto doktrinální kritiku koncepce zákazu paralelního nabývání účastnických cenných papírů upozorňovala ČNB ve svých připomínkách k Návrhu novely¹⁵⁸ a navrhla, aby zákaz paralelního nabývání účastnických cenných papírů byl zrušen, takové nabývání bylo nadále povoleno a v případě výhodnějších podmínek nabytí spojeno s povinností dorovnání ceny protiplnění pro adresáty nabídky převzetí.

Uvedená rozsáhlá kritika koncepce však nestačila k tomu, aby se úprava ustanovení § 17 ZNP projevila v Návrhu novely. Návrh novely ponechává koncepci paralelního nabývání beze změny.

Komentář se pro zajímavost k výkladu § 17 vyjadřuje čistě pragmaticky tak, že smyslem zákazu je chránit adresáty nabídky převzetí před nabýváním účastnických cenných papírů mimo nabídku převzetí za *výhodnějších* podmínek, přičemž jiný výklad postrádá smysl: *„Nedává totiž smysl omezovat smluvní strany v kontraktaci, pokud se tak stane za stejných nebo horších podmínek – o nabídce převzetí má každý možnost se dozvědět, informace jsou veřejně dostupné, a je proto na něm, jak se zachová. Zákon tak dle našeho názoru nezakazuje vedlejší kontraktaci, nicméně ta nesmí být výhodnější než ta podle nabídkového dokumentu (tomu napomáhá dikce § 18 odst. 2, která zvýhodněné nabytí řeší výslovně); jsou samozřejmě možné i jiné výklady, nicméně z pohledu funkčnosti je to spor nedůležitý, protože takto uzavřené smlouvy jsou per se neplatné.“*

K tomu dodejme, že výklad rozsahu zákazu podle § 17 ZNP je důležitý například už jen z toho důvodu (kromě důvodů uvedených výše), že jeho porušení s sebou nese významnou sankci podle § 18 odst. 1 ZNP v podobě zákazu výkonu hlasovacích práv po dobu tří let od porušení zákazu nabývání podle § 17 ZNP.

¹⁵⁸ Připomínkový list ze dne 19. února 2009, schválený guvernérem ČNB dne 20. února 2009

2.2 *Omezení po skončení doby závaznosti*

2.2.1 *Ochranná lhůta – zákaz činit nabídku převzetí*

Po skončení doby závaznosti povinné nabídky převzetí (přesněji řečeno, od uveřejnění jejích výsledků) nastupuje tzv. ochranná lhůta 1 roku, po kterou navrhovatel ani osoby s ním spolupracující nesmí učinit dobrovolnou nabídku převzetí ohledně účastnických cenných papírů téže cílové společnosti, nejedná-li se o konkurenční nabídku převzetí. Účelem ochranné lhůty je podle důvodové zprávy k ZNP bránit postupnému vykupování cenných papírů za různých podmínek. ČNB může ochrannou lhůtu na žádost zkrátit či prominout, není-li to v rozporu se zájmy cílové společnosti a jejích akcionářů. Ochrannou lhůtu stanoví § 29 odst. 1 ZNP.

2.2.2 *Zákaz nabývání účastnických cenných papírů*

Stejný účel jako shora zmíněný § 17 ZNP sleduje ustanovení § 30 ZNP, podle kterého po dobu *6 měsíců od konce doby závaznosti* nabídky převzetí nesmí navrhovatel ani osoby s ním spolupracující nabývat účastnické cenné papíry cílové společnosti za vyšší protiplnění, než které obsahovala nabídka převzetí. I v tomto případě zákon stanoví taxativní výčet výjimek z tohoto obecného zákazu. K nim patří výjimky stanovené v uvedeném § 17 ZNP, a dále následující případy: jedná se o obchod uzavřený na regulovaném trhu prostřednictvím automatizovaného obchodního systému nebo hodnota protiplnění nepřevyšuje aktuální kurs příslušného účastnického cenného papíru na regulovaném trhu nebo k nabytí došlo z důvodu plnění zákonné povinnosti nebo z důvodu uplatnění práva výkupu účastnických cenných papírů.

Jestliže konkrétní transakce nespadá do žádného z uvedených povolených režimů představujících výjimky z obecného zákazu, je ještě možné žádat ČNB o *ad hoc* výjimku. Zákon stanoví, že ČNB žádosti vyhová, pokud je to

v souladu se zásadami podle § 3 ZNP. „Cenou“ za udělení souhlasu ČNB je však povinnost navrhovatele (či osoby s ním spolupracující) podle § 30 odst. 3 ZNP dorovnat osobám, které přijaly původní nabídku převzetí, rozdíl mezi výší protiplnění v nabídce převzetí a výší protiplnění plynoucí ze smluv uzavřených se souhlasem ČNB.

3. *Vznik smlouvy*

3.1 *Kontraktační proces*

Podle Komentáře je úprava uzavírání smlouvy akceptací nabídky převzetí podle ZNP zvláštní úpravou kontraktačního procesu, tedy *lex specialis* ve vztahu k obecné úpravě uzavírání smluv, především k úpravě veřejného návrhu.

Smlouva uzavíraná na základě nabídky převzetí na regulovaném trhu se uzavírá podle pravidel příslušného organizátora trhu, jinak doručením písemného oznámení o přijetí nabídky převzetí navrhovateli. Navrhovatel oznámí uzavření smlouvy všem osobám, které nabídku převzetí přijaly.

Od takto vzniklé smlouvy může osoba, která přijala nabídku převzetí, bez uvedení důvodu písemně odstoupit v době závaznosti nabídky převzetí, nestanoví-li příslušná pravidla organizátora trhu jinak (pokud as aplikují). Další pravidla pro odstoupení od smlouvy¹⁵⁹ může stanovit samotná nabídka převzetí, pokud taková další pravidla nebudou v rozporu s předchozí větou (tj. ustanovením § 27 odst. 1 ZNP).

Výsledky nabídky převzetí navrhovatel uveřejní způsobem, jakým byla uveřejněna povinná nabídka převzetí bez zbytečného odkladu po uplynutí doby závaznosti nabídky převzetí a zároveň o tom písemně informuje představenstvo

¹⁵⁹ viz § 10 odst. 1 písm. j) ZNP

a dozorčí radu společnosti. Kromě počtu nabytých cenných papírů a svého podílu na společnosti, který takto získal, uvede navrhovatel podle § 31 ZNP také účastnické cenné papíry nabyté v době závaznosti nabídky převzetí mimo nabídku a zda byly splněny podmínky pro dodatečnou nabídku převzetí.

3.2 Pravidlo průlomu (*Breakthrough rule*)

Před účinností ZNP, kdy platila právní úprava povinné nabídky podle Obchodního zákoníku, nebyli akcionáři, kteří měli zájem využít nabídky převzetí a svoje akcie prodat navrhovateli, jakkoli omezení, pokud jde o převoditelnost jejich akcií. Ustanovení § 183c odst. 1 ObchZ explicitně stanovilo: „*Pro účely povinné nabídky převzetí se účastnické cenné papíry považují vždy za neomezeně převoditelné.*“

Jestliže současná právní úprava totéž nestanoví, pak se lze domnívat, že adresáti povinné nabídky převzetí, jejichž zájmy zejména má povinná nabídka převzetí realizovat, jsou oproti předchozí úpravě do jisté míry znevýhodněni. Jestliže si akcionář zhodnotí, že je pro něj výhodné v souvislosti se změnou kontroly ze společnosti odejít a jestliže jedním z cílů ZNP je tento odchod za rovných podmínek umožnit, nedává zřejmě smysl, aby tomuto odchodu bránily překážky v podobě omezení převoditelnosti akcií. Ta mohou mimo jiné spočívat v souhlasu orgánu společnosti s převodem. Je-li tímto orgánem představenstvo, je tento argument o to patrnější.

Stávající právní úprava sice nestanoví vyloučení převoditelnosti akcií *ex lege*, nicméně v ustanovení § 32 odst. 1 ZNP umožňuje, aby valná hromada cílové společnosti rozhodla kvalifikovanou většinou o tom, že se při nabídce převzetí, ať už dobrovolné či povinné, či v návaznosti na nabídku převzetí, uplatní vyloučení omezení převoditelnosti akcií a hlasovacích práv podle odstavců 2, 3 a 4 ustanovení § 32 ZNP. Toto rozhodnutí valné hromady se zapíše do obchodního rejstříku a společnost o něm informuje orgány dohledu nad

nabídkami převzetí všech členských států, v nichž jsou její účastnické cenné papíry přijaty k obchodování na regulovaném trhu. Zákon nestanoví nic o tom, kdy může být uvedené rozhodnutí valné hromady přijato. Komentář soudí, že kdykoli, tedy jak před učiněním nabídky převzetí, tak v jejím průběhu.

Při transpozici pravidla průlomu podle článku 11 Třinácté směrnice využila Česká republika článku 12 a učinila pravidlo průlomu pouze fakultativní volbou pro společnost, nikoli pravidlem *ex lege*. Pravidlo průlomu však transponuje co do obsahu tohoto pravidla. Transponuje se i požadavek Třinácté směrnice na poskytnutí odškodnění osobám, do jejichž práv pak bylo v důsledku aplikace pravidla průlomu zasaženo. Vzhledem k tomu, že obsah těchto práv lze těžko předvídat, stanoví se, že odškodnění musí být přiměřené s tím, že jeho výše musí být doložena znaleckým posudkem, který je navrhovatel povinen poskytnout oprávněným osobám. Výše odškodnění přitom nepodléhá přezkumu ČNB.¹⁶⁰

4. *Dodatečná nabídka převzetí*

Jestliže v důsledku povinné nabídky převzetí navrhovatel získal alespoň 90% podíl na hlasovacích právech a základním kapitálu společnosti, pak je povinen do 30 dnů od posledního dne doby závaznosti takové nabídky převzetí učinit všem vlastníkům účastnických cenných papírů dodatečnou nabídku převzetí.

Za těchto okolností vzniká na druhé straně navrhovateli právo výkupu účastnických cenných papírů podle § 183i ObchZ za přiměřené protiplnění, jehož zdůvodnění posuzuje ČNB. Podle § 183n ObchZ k přijetí usnesení valné hromady o přechodu účastnických cenných papírů společnosti, jejíž účastnické cenné papíry byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu, na osobu hlavního akcionáře se vyžaduje předchozí souhlas ČNB se zdůvodněním výše protiplnění. Nabyli-li hlavní akcionář účastnické cenné papíry podle § 183i

¹⁶⁰Důvodová zpráva k návrhu zákona o nabídkách převzetí, Sněmovní tisk 358

odst. 1 ObchZ v důsledku povinné nabídky převzetí nebo dobrovolné nabídky převzetí podle ZNP, na jejímž základě nabyl hlavní akcionář alespoň 90% všech účastnických cenných papírů společnosti, na které se nabídka vztahovala, platí, že protiplnění podle takové povinné nebo dobrovolné nabídky převzetí je protiplněním přiměřeným. Právo výkupu musí hlavní akcionář uplatnit do 3 měsíců od konce doby závaznosti nabídky převzetí, jinak se neuplatní fikce přiměřenosti protiplnění.

Toto ustanovení transponuje článek 16 Třinácté směrnice („Odkoupení na žádost menšinového akcionáře“/„*Sell out*“).

Protiplnění při dodatečné nabídce převzetí musí odpovídat alespoň výši protiplnění stanovené v původní nabídce. Doba závaznosti dodatečné nabídky převzetí je 90 dnů. V ostatním se na dodatečnou nabídku přiměřeně použijí, kromě několika výjimek, ustanovení o povinné nabídce převzetí (§ 49 ZNP).

Zákon neřeší kolizi mezi povinností odkupu (*sell-out*) a právem výkupu (*squeeze-out*). Nestanoví se, v jakém časovém sledu mají proběhnout, hodlá-li navrhovatel využít práva výkupu. Ten tak může proběhnout před dodatečnou nabídkou převzetí, současně s ní či po jejím učinění. Bude-li realizován kdykoli v období ode dne skončení doby závaznosti původní nabídky převzetí do data uplynutí 3 měsíců od konce této doby závaznosti, pak zřejmě nedává smysl pokoušet se nabízet výkupní cenu nižší než byla cena nabízená v původní nabídce převzetí, vzhledem k požadavku na přiměřenost ceny, fikci přiměřenosti ceny podle § 183i ObchZ a povinnosti učinit dodatečnou nabídku převzetí alespoň za cenu stanovenou v původní nabídce, a je tedy otázka, do jaké míry dává smysl v uvedené době právo výkupu realizovat. Bude-li tedy akcionář chtít na výkupu „vydělat“, pak řešením může (ale nemusí) být odložení jeho realizace teprve na období po uplynutí 3 měsíců od konce doby závaznosti původní nabídky převzetí.

II.5 ZÁNÍK NABÍDKOVÉ POVINNOSTI

Od případů zániku již existující nabídkové povinnosti, které jsou předmětem této kapitoly, je třeba odlišovat případy, kdy nabídková povinnost vůbec nevzniká. Výjimky z nabídkové povinnosti stanoví § 39 ZNP a blíže řeší kapitola II.1 bod 4 výše.

1. Dočasné nabytí

K zániku nabídkové povinnosti může v každém případě dojít pouze tak, že o něm rozhodne ČNB na žádost povinné osoby. První kategorie případů, ve kterých může dojít k takovému rozhodnutí, patří dočasná nabytí účastnických cenných papírů.

Jestliže povinná osoba ve lhůtě pro učinění povinné nabídky převzetí sníží svůj podíl na hlasovacích právech pod rozsah, který zakládá nabídkovou povinnost, a přestane tak v cílové společnosti vykonávat sama nebo prostřednictvím jiných osob rozhodující vliv, může ČNB podle § 40 odst. 1 ZNP¹⁶¹ na její písemnou žádost rozhodnout o zániku nabídkové povinnosti. Základním předpokladem je zcela logicky splnění podmínky, že ke snížení podílu dochází jinak než převodem účastnických cenných papírů či hlasovacích práv na osobu, skrze kterou by povinná osoba mohla nadále cílovou společnost ovládat. Takovou spřízněnou osobou je osoba ovládaná nebo ovládající, spolupracující osoba či osoba majetkově či osobně propojená.¹⁶² Je otázkou, zda se snížením

¹⁶¹ Ustanovení § 40 odst. 1 ZNP zní následovně: „Nabídková povinnost zaniká, rozhodne-li tak Česká národní banka na základě písemné žádosti povinné osoby, která již snížila nebo ve lhůtě podle § 35 odst. 1 snížila svůj podíl na hlasovacích právech pod rozsah, který nabídkovou povinnost založil, tím, že převedla nebo převede účastnické cenné papíry cílové společnosti na jinou osobu a přestane tak v cílové společnosti vykonávat sama nebo prostřednictvím jiných osob rozhodující vliv.“

¹⁶² Za majetkové propojení se podle § 40 odst. 5 ZNP považuje vklad povinné osoby do základního kapitálu jiné osoby ve výši alespoň 10% nebo alespoň 10% vklad jiné osoby do základního kapitálu povinné osoby nebo alespoň 10% vklad jiné osoby do základního kapitálu osoby, která vlastní alespoň 10% základního kapitálu povinné osoby. Osobním propojením se podle uvedeného ustanovení rozumí situace, kdy táž osoba či osoba jí blízká je členem statutárního orgánu jak povinné osoby, tak jiné osoby, nebo jestliže sama povinná osoba či osoba jí blízká je současně členem statutárního orgánu jiné osoby nebo jestliže cenné papíry či hlasovací práva jsou převedeny na osobu, která je současně členem statutárního orgánu nebo osobou blízkou členu statutárního orgánu.

podílu na hlasovacích právech pod rozsah rozhodného podílu musí být rovněž kumulativně splněna shora citovaná materiální podmínka, kterou je ukončení výkonu rozhodujícího vlivu v cílové společnosti. Vezmeme-li v úvahu, že společnost lze kontrolovat i při podílu na hlasovacích právech nižším než 30%, pak se tato úvaha jeví jako zcela odůvodněná. Je pravdou, že podmínky vzniku nabídkové povinnosti zahrnují nejen materiální hledisko faktického ovládnutí, ale též dosažení 30% práhu a tak by se jevílo jako spravedlivé, aby při zániku jedné z těchto podmínek (které musejí být kumulativně splněny) zanikla též nabídková povinnost. Nicméně v situaci, kdy již povinná osoba nabyla 30% podíl na hlasovacích právech a ovládla cílovou společnost, se pro zánik nabídkové povinnosti může jevit jako nedostačující podmínit jej pouhým snížením podílu, které může být čistě účelové. Zahraniční studie „*Financial Tunnelling and the Mandatory Bid Rule*“¹⁶³ poukazuje na evropské případy obcházení nabídkové povinnosti mimo jiné právě skrze nabývání, resp. účelové snižování podílů na hlasovacích právech pod rozsah rozhodného podílu, při současném udržení vlastního rozhodujícího vlivu na cílovou společnost.

Další otázku v souvislosti s výkladem § 40 odst. 1 ZNP vznášá Komentář, když odkazem zejména na druhý odstavec polemizuje, zda k zániku nabídkové povinnosti nepostačí pouhý převod oprávnění výkonu hlasovacích práv, aniž by současně byly převedeny účastnické cenné papíry. Ustanovení § 40 odst. 2 ZNP totiž zní: „*V žádosti povinná osoba uvede osoby, na které byly nebo budou účastnické cenné papíry cílové společnosti převedeny nebo jimž byla nebo bude umožněna dispozice s hlasovacími právy, a prohlásí, že uvedené osoby nejsou osoby podle odstavce 4.*“ Použití spojky „nebo“, jak zvýrazněno v citaci, opravdu k takovému výkladu směřuje. Odstavec 4 používá podobnou logickou vazbu a rovněž se zdá podporovat naznačený výklad. Nicméně odstavec první zní zcela jednoznačně a neposkytuje žádný prostor pro jiné způsoby zániku nabídkové povinnosti, než snížení podílu na hlasovacích

¹⁶³ Kirchmayer, T., Grant, J., Kirschner, J.: „Financial Tunelling and the Mandatory Bid Rule“, FMG Discussion Paper No. 536, leden 2009

právech *převodem* účastnických cenných papírů. Je tedy otázka, zda ČNB v praxi bude ochotna jít proti tomuto znění odstavce 1 a přijmout shora Komentářem naznačený extenzivní výklad. Zcela jistě bude záležet na okolnostech případu, které bude potřeba hodnotit v kontextu smyslu ustanovení, kterým je podle Komentáře především omezení případů, kdy by nabídková povinnost neplnila funkci ochrany před konkrétní dlouhodobou změnou mocenských poměrů ve společnosti. Důvodová zpráva k § 40 ZNP a níže uvedenému § 41 ZNP uvádí, že obě ustanovení umožňují ČNB, aby v případech pouze dočasného nabytí nebo v případech zvláštního zřetele hodných, rozhodla o zániku nabídkové povinnosti, a to v případě § 41 i před možným vznikem nabídkové povinnosti a umožnila tak transakce pro cílovou společnost i její akcionáře jednoznačně výhodné.

2. Úpadek či plnění zákonné povinnosti

Podle § 41 ZNP nabídková povinnost dále zaniká, jestliže ČNB na žádost povinné osoby rozhodne, že není povinna učinit nabídku převzetí, protože podíl na hlasovacích právech bude získán v důsledku jednání odvracejícího úpadek cílové společnosti nebo za účelem splnění zákonné povinnosti udržování kapitálové přiměřenosti či jiné zákonné povinnosti cílové společnosti.

Č Á S T T Ř E T Í : P O R U Š E N Í N A B Í D K O V É P O V I N N O S T I

III.1 ZÁKLADNÍ SKUTKOVÉ PODSTATY PORUŠENÍ NABÍDKOVÉ POVINNOSTI

ZNP rozeznává dvojí přístup k vynucení nabídkové povinnosti. Stanoví soukromoprávní nároky osob, jejichž zájmy jsou nabídkovou povinností chráněny (tj. adresátů povinné nabídky převzetí), a vedle toho kvalifikuje některá vybraná nezákonná jednání jako přestupky a správní delikty s bezesporu významnými finančními sankcemi. Předmětem této kapitoly je přehled jednání, která podle ZNP zakládají takové nároky či odpovědnost za přestupky či správní delikty. O soukromoprávních nárocích a sankcích je podrobně pojednáno teprve v následující kapitole III. 2.

1. Porušení povinnosti při nabídce převzetí spojená se soukromoprávním nárokem

Porušení nabídkové povinnosti, při kterých se lze domáhat soukromoprávních nároků, jsou definována v hlavě VII ZNP, ustanoveních § 50 až 52 ZNP. Skutkové podstaty porušení se liší, nicméně nároky s nimi spojené se v principu sjednocují do nároku na náhradu škody, ať už v podobě klasické koncepce náhrady škody či v kvalifikované podobě dorovnání plnění, jehož výše byla nezákonným jednáním povinné osoby zkrácena.¹⁶⁴

1.1 Prodlení s učiněním povinné nabídky převzetí

Náhrady škody se lze ve smyslu § 50 odst. 1 ZNP domáhat proti povinné osobě, která neučinila nabídku převzetí v zákonné lhůtě. Tato hypotéza pracuje

¹⁶⁴ Komentář potvrzuje, že ustanovení hlavy sedmé zákona o žalobách v souvislosti s nabídkou převzetí jsou zvláštní úpravou ve vztahu k obecné úpravě náhrady škody v Obchodním zákoníku a občanském soudním řádu.

s jednoznačnými pojmy, nicméně její celkový význam je problematický. Zákonná lhůta je sice v § 35 odst. 1 ZNP jasně definována jako lhůta 30-ti denní, nicméně počátek jejího běhu může v některých případech (zejména jestliže okamžik získání rozhodného podílu se neshoduje s okamžikem ovládnutí cílové společnosti, jak předjímá § 39 odst. 2 ZNP) vyvolávat výkladové potíže, jak detailně diskutováno výše v bodu 2 kapitoly II.2. Nejistota ohledně výkladu počátku běhu lhůty samozřejmě logicky vyvolává nejistotu ohledně okamžiku jejího uplynutí a existence nároku na náhradu škody z titulu neučinění nabídky převzetí v zákonné lhůtě. K datu této práce neexistuje judikatura ani stanovisko ČNB, která by vyjasňovala otázku počátku běhu zákonné lhůty pro učinění nabídky převzetí v případech aplikace § 39 odst. 2 ZNP. Komentář se této otázky nedotýká. Dokud aplikační praxe tuto otázku nevyjasní nebo dokud nebude případně přijata novela zákona, která uvedenou pochybnost definitivně vyřeší, nezbude povinným osobám než přistupovat k plnění nabídkové povinnosti s větší mírou obezřetnosti a akceptovat ten nejkonzervativnější výklad běhu zákonné lhůty.

Jestliže povinná osoba neučiní nabídku převzetí v zákonné lhůtě, není vystavena jen riziku žaloby na náhradu škody, ale naplní současně skutkovou podstatu správního deliktu podle § 62 odst. 1 písm. f) ZNP, resp. přestupku podle § 61 odst. 1 písm. f) ZNP, které jsou sankcionovány pokutou až do 50 000 000 Kč.

1.2 Uvedení nepravdivé či neúplné informace v nabídce převzetí

Náhrady škody se lze dále ve smyslu § 50 odst. 1 ZNP domáhat v případě, že v povinné nabídce převzetí byla uvedena nepravdivá či neúplná informace, to však za předpokladu, že taková informace byla důležitá pro posouzení nabídky převzetí. Míra důležitosti nepravdivé či neúplné informace bude soudem posuzována s přihlédnutím ke konkrétním okolnostem případu.

Náhradu škody lze uplatňovat vůči navrhovateli a osobě, která učinila prohlášení podle § 11 odst. 1 ZNP¹⁶⁵, jako vůči společným a nerozdílným dlužníkům.

Zákon v § 51 odst. 2 ZNP vyjímá z odpovědnosti (tj. odpovědnost za škodu vůbec nevznikne) osoby, které prokáží, že osoba přijímající nabídku převzetí nabídku nepřijala na základě chybějících či nepravdivých informací nebo že tato osoba o nepravdivosti nebo neúplnosti informací věděla nebo vědět měla a mohla. Odpovědnost nevznikne ani v případě, že oprava nepravdivých či chybějících informací byla uveřejněna před koncem doby závaznosti nabídky převzetí. Tato konstrukce tak chrání akcionáře, kteří po akceptaci nabídky převzetí s nepravdivými/neúplnými informacemi nepřestanou nabídku převzetí sledovat. Chrání-li akcionář řádně svá práva, pak průběh nabídky sleduje až do konce doby závaznosti a opravu nepravdivých/neúplných informací zaregistruje. Pak má možnost¹⁶⁶ odstoupit od uzavřené smlouvy, shledá-li nabídku převzetí po provedené opravě jako neakceptovatelnou.

Již vzniklé odpovědnosti se zproští ten, kdo prokáže, že o nesprávnosti¹⁶⁷ či neúplnosti nabídky převzetí nemohl vzhledem k okolnostem a svým osobním poměrům vědět.

Jakékoli dohody omezující odpovědnost podle § 51 ZNP jsou ze zákona neúčinné.

Ustanovení § 51 ZNP se použijí přiměřeně na nepravdivé nebo neúplné informace ve stanovisku orgánů cílové společnosti k nabídce převzetí podle §

¹⁶⁵ Ustanovení § 11 odst. 1 ZNP zní: „Nabídkový dokument může být doplněn o prohlášení důvěryhodné osoby odlišné od navrhovatele, ve kterém tato osoba uvede, že obsah nabídky převzetí je podle jejího vědomí v souladu s právními předpisy.“

¹⁶⁶ V případě změny nabídky převzetí se doba závaznosti prodlužuje nejméně o 5 dnů.

¹⁶⁷ Zákonodárce se v tomto důležitém ustanovení o zproštění odpovědnosti dopouští terminologické nejednotnosti, když namísto podmínky nevědomosti o „nepravdivosti“ zavádí podmínku nevědomosti o „nesprávnosti“ nabídky převzetí. Přestože významový rozdíl mezi těmito pojmy se *a priori* nejví jako podstatný, nelze vyloučit, že tato terminologická diskrepance (nepochybně bez jakéhokoli hlubšího smyslu) bude zdrojem výkladových potíží, zejména jedná-li se o tak významné ustanovení, jakým je ustanovení o podmínkách zproštění se odpovědnosti za náhradu škody.

16 ZNP. Členové představenstva a dozorčí rady odpovídají společně a nerozdílně.

Uveřejnění nepravdivé či neúplné nabídky převzetí je současně správním deliktem podle § 62 odst. 1 písm. d) ZNP, resp. přestupkem podle § 61 odst. 1 písm. d) ZNP, které jsou sankcionovány pokutou až do 50 000 000 Kč. V případě členů orgánů ve vztahu ke stanovisku k nabídce převzetí hrozí současně naplnění skutkové podstaty přestupku podle § 61 odst. 1 písm. i) či k) ZNP, za který lze uložit pokutu až do 5 000 000 Kč.

1.3 Nezákonná výše protiplnění v nabídce převzetí

Zákon vychází z principu, že chybně stanovená výše nebo chybně stanovený předmět protiplnění nemají za následek neplatnost smluv vzniklých akceptací příslušné nabídky převzetí. Ustanovení § 52 ZNP však přiznává osobě, která přijala nabídku převzetí s vyšší protiplnění, která byla stanovena v rozporu se zákonem, právo domáhat se doplacení rozdílu mezi protiplněním stanoveným v nabídce převzetí a protiplněním stanoveným v souladu s § 43 ZNP¹⁶⁸. Odpovědnosti se zproští ten, kdo prokáže, že o tom, že výše protiplnění byla stanovena v rozporu se zákonem, nemohl vzhledem k okolnostem a svým osobním poměrům vědět.

Ustanovení § 52 ZNP výslovně stanoví, že soud není vázán rozhodnutím ČNB o přiměřenosti výše protiplnění.

¹⁶⁸ Ustanovení § 52 ZNP výslovně stanoví, že okolnost, že výše protiplnění byla stanovena v rozporu se zákonem, nezpůsobuje neplatnost smlouvy vzniklé přijetím nabídky převzetí.

2. *Porušení povinností při nabídce převzetí spojená s veřejnoprávní sankcí*

V rámci dohledu ČNB nad dodržováním povinností stanovených ZNP je ČNB oprávněna ukládat pokuty až do výše 50 000 000 Kč. Méně závažná porušení povinností jsou sankcionována pokutou do výše 5 000 000 Kč. Jako přestupky fyzických osob a správní delikty právnických osob jsou kvalifikována tatáž jednání (fyzických osob v případě přestupků a právnických osob a fyzických osob podnikatelů v případě správních deliktů), kromě výjimek, kterými jsou jednání kvalifikovaná pouze jako přestupek z toho důvodu, že z povahy věci nemohou být spáchána právnickou osobou.

2.1 *Přestupky*

Jednání fyzických osob, která se podle ZNP kvalifikují jako přestupky, vymezuje zákon v § 61 odst. 1 ZNP.¹⁶⁹

¹⁶⁹ Podle § 61 ZNP:

(1) Fyzická osoba se dopustí přestupku tím, že jako

a) navrhovatel v rozporu s § 8 odst. 2 nebo 3 neoznámí České národní bance nebo neuveřejní záměr učinit nabídku převzetí nebo vznik nabídkové povinnosti,

b) navrhovatel učiní nabídku převzetí, aniž by předložil České národní bance nabídkový dokument podle § 12 odst. 1, nebo učiní nabídku převzetí v rozporu s § 29 odst. 1, nebo učiní povinnou nabídku převzetí bez souhlasu České národní banky podle § 42 odst. 1,

c) navrhovatel uveřejní zahraniční nabídku převzetí v rozporu s § 6 nebo 7,

d) navrhovatel uveřejní nabídku převzetí, která je nepravdivá nebo neúplná, anebo jejíž uveřejnění Česká národní banka zakázala podle § 12 odst. 4 nebo 5,

e) navrhovatel neuveřejní výsledky nabídky převzetí podle § 31 nebo výsledky, které budou nepravdivé nebo neúplné,

f) povinná osoba nesplní nabídkovou povinnost podle § 35, 36 nebo 49,

g) povinná osoba poruší povinnost podle § 12 odst. 2,

h) navrhovatel nebo jako člen orgánu cílové společnosti nesplní informační povinnost podle § 14 odst. 1 nebo 2,

i) člen orgánu cílové společnosti nebo jako osoba odpovědná za vyhotovení samostatného stanoviska zaměstnanců schválí nebo hlasuje pro stanovisko k nabídce převzetí, které obsahuje nepravdivé nebo hrubě zavádějící údaje,

j) člen orgánu cílové společnosti jedná v rozporu s § 15 odst. 1,

k) člen orgánu cílové společnosti poruší povinnost podle § 16,

l) navrhovatel poruší zákaz podle § 23 odst. 1 nebo § 26 odst. 1 nebo 3,

m) navrhovatel poruší povinnost při změně nebo odvolání nabídky převzetí podle § 23 odst. 3 nebo 4,

n) navrhovatel nebo osoba zájmově zúčastněná na nabídce převzetí poruší povinnosti podle § 17 odst. 1, 2 nebo 3, § 19 nebo § 30 odst. 1, nebo

o) navrhovatel nebo spolupracující osoba poruší povinnost podle § 43 odst. 6.

(2) Za přestupek podle odstavce 1 písm. a) až f) lze uložit pokutu do 50 000 000 Kč a za přestupek podle odstavce 1 písm. g) až o) pokutu do 5 000 000 Kč.

2.2 *Správní delikty*

Jednání právnických osob, která se podle ZNP kvalifikují jako správní delikty, vymezuje zákon v § 62 odst. 1 ZNP.¹⁷⁰

¹⁷⁰ Podle § 62 ZNP:

- (1) Právnická nebo podnikající fyzická osoba se dopustí správního deliktu tím, že jako
- a) navrhovatel v rozporu s § 8 odst. 2 nebo 3 neoznámí České národní bance nebo neuveřejní záměr učinit nabídku převzetí nebo vznik nabídkové povinnosti,
 - b) navrhovatel učiní nabídku převzetí, aniž by předložil České národní bance nabídkový dokument podle § 12 odst. 1, nebo učiní nabídku převzetí v rozporu s § 29 odst. 1, nebo učiní povinnou nabídku převzetí bez souhlasu České národní banky podle § 42 odst. 1,
 - c) navrhovatel uveřejní zahraniční nabídku převzetí v rozporu s § 6 nebo 7,
 - d) navrhovatel uveřejní nabídku převzetí, která je nepravdivá nebo neúplná, anebo jejíž uveřejnění Česká národní banka zakázala podle § 12 odst. 4 nebo 5,
 - e) navrhovatel neuveřejní výsledky nabídky převzetí podle § 31, nebo výsledky, které uveřejní, budou nepravdivé nebo neúplné,
 - f) povinná osoba nesplní nabídkovou povinnost podle § 35, 36 nebo 49,
 - g) povinná osoba poruší povinnost podle § 12 odst. 2,
 - h) navrhovatel poruší zákaz podle § 23 odst. 1 nebo § 26 odst. 1 nebo 3,
 - i) navrhovatel poruší povinnost při změně nebo odvolání nabídky převzetí podle § 23 odst. 3 nebo 4,
 - j) navrhovatel nebo osoba zájmově zúčastněná na nabídce převzetí poruší povinnosti podle § 17 odst. 1, 2 nebo 3 nebo § 30 odst. 1, nebo
 - k) navrhovatel nebo spolupracující osoba poruší povinnost podle § 43 odst. 6.
- (2) Za správní delikt podle odstavce 1 písm. a) až f) se uloží pokuta do 50 000 000 Kč a za správní delikt podle odstavce 1 písm. g) až k) pokuta až do 5 000 000 Kč.

III.2 SOUKROMOPRÁVNÍ NÁROKY A SANKCE ZA PORUŠENÍ NABÍDKOVÉ POVINNOSTI

Třináctá směrnice ponechává na uvážení členských států, jakým způsobem upraví vynucení nabídkové povinnosti, bude-li příslušná úprava respektovat tři základní principy sankcí uvedené v článku 17 Třinácté směrnice, a totiž účinnost, přiměřenost a odrazující účinek sankcí. Článek 17 zní následovně:

„Členské státy stanoví sankce, které mají být ukládány za porušení vnitrostátních opatření přijatých podle této směrnice, a přijmou všechna nezbytná opatření, aby tyto sankce byly uplatňovány. Stanovené sankce musí být účinné, přiměřené a odrazující. Členské státy o těchto opatřeních uvědomí Komisi nejpozději do dne uvedeného v čl. 21 odst. 1 a o všech jejich následných změnách.“

1. Soukromoprávní nároky

Předchozí kapitola III.1 uvádí jednotlivá specificky určená jednání povinných osob v rozporu s povinnostmi při povinné nabídce převzetí, která jsou ve smyslu ZNP spojena se soukromoprávními nároky osob, jejichž zájmy jsou předmětem ochrany ZNP. Jak bylo uvedeno, základním nárokem je náhrada škody. Ve specifickém případě nabídky převzetí, ve které je stanoveno protiplnění v rozporu se zákonem, se lze domáhat doplacení rozdílu mezi protiplněním podle přijaté nabídky převzetí a protiplněním určeným v souladu s § 43 ZNP, tj. rovněž náhrady škody, tentokrát však v takto kvalifikovaném rozsahu.

1.1 Nárok na náhradu škody

Náhrady škody se lze domáhat vůči navrhovateli, který v zákonné lhůtě nesplnil nabídkovou povinnost, ačkoli mu tato povinnost vznikla.¹⁷¹

Této náhrady škody se může domáhat osoba, která byla vlastníkem účastnických cenných papírů k poslednímu dni lhůty pro splnění nabídkové povinnosti. I v případě aktivní legitimace je tedy určující lhůta pro splnění nabídkové povinnosti. Jak zmíněno výše, pro nedokonalé znění zákona není jednoznačné, v jaký okamžik počíná a končí plynutí uvedené lhůty. Jak patrně z výše uvedeného, tento nedostatek zasáhne i do kvalifikace osoby oprávněné domáhat se náhrady škody a tak i v tomto ohledu budou vznikat výkladové potíže. Situace je o něco jednodušší v případě cenných papírů na majitele, kdy se má za to¹⁷², že osoba, která je vlastníkem účastnických cenných papírů v den podání žaloby, byla jejich vlastníkem i v poslední den lhůty pro splnění nabídkové povinnosti. Pokud osoba, která byla akcionářem v poslední den lhůty pro splnění nabídkové povinnosti, následně svoje účastnické cenné papíry převede, právo domáhat se náhrady škody jí zůstává zachováno. Nabyvatel příslušných účastnických cenných papírů toto právo však nenabývá. Toto řešení by mělo zajistit, že kompenzace se dostane těm osobám, na jejichž ochranu byla nabídková povinnost uložena, tj. těm, kdo byli majiteli účastnických cenných papírů cílové společnosti v době, kdy došlo ke změnám, v jejichž důsledku vznikla nabídková povinnost.¹⁷³

Žalobu lze podle § 50 odst. 2 ZNP podat nejpozději do 6 měsíců od uplynutí lhůty pro splnění nabídkové povinnosti nebo pokud navrhovatel nesplnil povinnost uveřejnit informaci o vzniku nabídkové povinnosti, ve lhůtě 6 měsíců ode dne, kdy se žalobce o vzniku nabídkové povinnosti dozvěděl.

¹⁷¹ Soudní řízení o žalobě na náhradu škody z titulu nesplnění nabídkové povinnosti je stejně jako ostatní řízení podle hlavy sedmé ZNP zvláštním typem soudního řízení podle § 120 odst. 2 OSŘ, pro nějž je specifické, že je v něm soud povinen provést všechny důkazy, byť nenavržené účastníky řízení, které jsou potřebné ke zjištění skutkového stavu (Komentář)

¹⁷² není-li prokázán opak

¹⁷³ Komentář

Tímto však není promlčení nároku na náhradu škody definitivně určeno. Zákon promlčecí lhůtu prodlužuje o 3 měsíce následujícím způsobem stanoveným podle § 50 odst. 3 ZNP: jakmile je podána první žaloba na náhradu škody podle § 50 odst. 1 ZNP, soud oznámí zahájení řízení na úřední desce a informuje o tomtéž ČNB. Další osoby s nárokem na náhradu škody podle § 50 odst. 1 ZNP mohou pak podávat žaloby ještě do 3 měsíců od vyvěšení oznámení o zahájení prvního řízení, třebaže shora uvedené šestiměsíční promlčecí lhůty již uplynuly. O všech návrzích týkajících se stejného porušení nabídkové povinnosti se vede jedno řízení, jak vyplývá z § 83 odst. 2 OSŘ. Další žaloby podané v době, kdy už probíhá jiné soudní řízení týkající se stejné věci, nemají tedy za následek zahájení dalšího soudního řízení, ale je na místě je posuzovat jako přistoupení k již zahájenému prvnímu řízení.

Podle § 50 odst. 4 ZNP je soudní rozhodnutí, které přiznává právo na náhradu škody podle § 50 odst. 1 ZNP pro *navrhovatele*, co do základu přiznaného práva závazné i vůči dalším osobám, které se domáhají náhrady škody způsobené porušením nabídkové povinnosti.¹⁷⁴

V případě žaloby na náhradu škody z titulu nepravdivých či neúplných informací v nabídce převzetí či ve stanovisku orgánů cílové společnosti k nabídce převzetí podle § 51 ZNP¹⁷⁵ je aktivní legitimace na straně osoby, která je vlastníkem účastnických cenných papírů kdykoli po dobu trvání doby závaznosti příslušné povinné nabídky převzetí. Subjektivní promlčecí lhůta je 1 rok ode dne, kdy se oprávněná osoba dozvěděla o nesprávnosti či neúplnosti nabídky převzetí, objektivní lhůta je 3 roky a běží ode dne uveřejnění nabídky převzetí.

¹⁷⁴Jedná se o koncepci závaznosti výroku soudního rozhodnutí podle § 159a odst. 2 zák. č. 99/1963 Sb., občanského soudního řádu, ve znění pozdějších změn a doplňků, v rozsahu posouzení základu věci. Základem věci se přitom rozumí posouzení všech otázek, které vyplývají z uplatněného nároku, s výjimkou okolností, které se týkají jen výše nároku (viz Bureš / Drápal / Krčmář a kol., Občanský soudní řád, Komentář I. díl, 7. Vydání, Praha: C. H. Beck, 1994)

¹⁷⁵ Shora zmíněná ustanovení § 120 a 83 odst. 2 OSŘ se uplatní i v tomto řízení

1.2 Nárok na dorovnání

V případě žaloby na dorovnání nízkého protiplnění podle § 52 ZNP je aktivně legitimován příjemce příslušné nabídky převzetí. Promlčecí lhůta není zvláště upravena, uplatní se tedy promlčecí lhůta obecná (zřejmě podle § 397 ObchZ). Uplatnění práva na dorovnání nevylučuje nárok na náhradu škody podle § 373 an. ObchZ, upravující odpovědnost za škodu způsobenou porušením povinnosti ze závazkového vztahu.¹⁷⁶

ZNP výslovně neřeší případnou kolizi nároků podle § 50 (diskutovaného výše) a 52 ZNP. Nelze totiž teoreticky vyloučit, že uvedení nezákonné výše protiplnění v nabídce převzetí nenaplní rovněž znaky uvedení nepravdivé či neúplné informace. Pak by se totiž navrhovatel mohl teoreticky domáhat jak doplacení rozdílu mezi nezákonnou a zákonnou výší protiplnění, tak i jiné škody utrpěné v důsledku akceptace nabídky převzetí s nezákonnou (resp. nepravdivou/neúplnou) výší protiplnění.

2. Sankce ex lege

Výše uvedené soukromoprávní nároky oprávněné osobě nesvědčí, dokud nejsou v souladu s příslušnými podmínkami úspěšně uplatněny. Porušení povinností při povinné nabídce převzetí je však současně spojeno se sankcemi, které zavazují povinnou osobu, aniž by k tomu účelu jakákoli osoba byla nucena učinit jakýkoli právní úkon. Jedná se o sankce (následky) *ex lege* v podobě (i) pozastavení výkonu hlasovacích práv podle § 53 ZNP; (ii) pozastavení výkonu jakýchkoli práv spojených s účastnickými cennými papíry podle § 18 odst. 1 ZNP; a (iii) povinnosti k úpravě nabídky převzetí a smluv vzniklých na základě jejího přijetí podle § 18 odst. 2 ZNP.

¹⁷⁶ Důvodem je skutečnost, že se jedná o již uzavřenou smlouvu vzniklou přijetím nabídky převzetí, tj. na straně navrhovatele dochází v případě poskytnutí nezákonné výše protiplnění kromě porušení zákonné povinnosti též k porušení povinnosti ze závazkového vztahu, které je jedním z podmínek vzniku odpovědnosti za škodu podle § 373 an. ObchZ.

2.1 Pozastavení výkonu hlasovacích práv

Ustanovení § 53 odst. 1 ZNP stanoví, že po dobu, kdy je osoba, které vznikla nabídková povinnost, v prodlení s jejím plněním, nesmí ona ani osoby s ní spolupracující vykonávat hlasovací práva v cílové společnosti.

Při absenci definice *prodlení* pro účely plnění nabídkové povinnosti v ZNP nezbývá než subsidiárně aplikovat obecnou definici prodlení podle § 365 odst. 1 ObchZ a prodlení chápat jako nedostatek *řádného* a *včasného* učinění nabídkové povinnosti¹⁷⁷. Řádného učinění v tom smyslu, že nabídka převzetí splňuje veškeré zákonem požadované náležitosti, a včasného v tom smyslu, že nabídka převzetí byla učiněna v zákonem stanovené lhůtě.

Sistace výkonu hlasovacích práv pomíjí dodatečným řádným splněním nabídkové povinnosti anebo uplynutím 3 let od vzniku nabídkové povinnosti, podle toho, která z těchto událostí nastane dříve. Důvodová zpráva k ZNP objasňuje, že sistace se časově omezuje, aby byla minimalizována rizika vyplývající z oportunistického namítání sistace, jejíž důvod nastal před dlouhým časem. ZNP umožňuje průlom do tohoto zákazu, když ČNB může rozhodnout, že povinná osoba v prodlení je oprávněna hlasovací práva vykonávat, pokud je to v souladu se zájmy cílové společnosti a ostatních akcionářů. V tomto rozhodnutí může ČNB výkon hlasovacích práv jinak omezit nebo podmínit. Uvedeným rozhodnutím o oprávnění vykonávat hlasovací práva však možnosti pozastavení jejich výkonu není provždy konec. Změní-li se okolnosti, za kterých ČNB rozhodovala, a uzná-li to za vhodné v zájmu ostatních akcionářů, věřitelů nebo zaměstnanců cílové společnosti, může ČNB „obnovit“ pozastavení výkonu hlasovacích práv svým rozhodnutím, k němuž je oprávněna podle § 7a odst. 3 ZDKT v rámci dohledu v oblasti kapitálového trhu.¹⁷⁸

¹⁷⁷ Definici nabídkové povinnosti stanoví § 35 odst. 1 ZNP

¹⁷⁸ V této souvislosti stojí za zmínku francouzská právní úprava, která rovněž zná sankci ztráty hlasovacích práv, ovšem nestanoví okamžik ani způsob jejich obnovení.

Smyslem zákazu vykonávat hlasovací práva je vyloučit navrhovatele, který nedostal nabídkové povinnosti, a s ním spolupracující osoby¹⁷⁹ z vlivu na cílovou společnost¹⁸⁰. Okruh osob, které spadají pod definici spolupracující osoby je velmi široký a mohlo by se tak zdát, že akcionáři, jejichž ochranu zákaz výkonu hlasovacích práv sleduje, jsou dostatečně chráněni. V této souvislosti je však zapotřebí si uvědomit, že samotná povaha sankce předpokládá vlastnictví akcií s hlasovacími právy, tj. může dopadat jen na ten zúžený okruh spolupracujících osob, které vlastní účastnické cenné papíry či vykonávají hlasovací práva s nimi spojená.¹⁸¹ Sankce jednoznačně nedopadne na osoby, které vytvářejí vliv na cílovou společnost skrze jiné prostředky než účastnické cenné papíry, tj. například faktický vliv na management, což je však problém celé úpravy nabídkové povinnosti. Celá problematika je založena na podílech na hlasovacích právech spojených s cennými papíry cílové společnosti. Vyskytne-li se tedy osoba, která začne kontrolovat či ovládat cílovou společnost jinak než skrze její cenné papíry, tj. zejména fakticky, a samostatně, tj. nikoli skrze osobu, která vlastní cenné papíry cílové společnosti, nabídková povinnost, a samozřejmě potažmo sankce za její nesplnění, se jí nedotknou. Je otázkou, do jaké míry je tato hypotéza pouze teoretickou, nicméně není současně vyloučeno, že případné snahy o její smysluplnou regulaci by se mohly ukázat jako neproveditelné, minimálně při absenci měřitelných či vyčíslitelných faktorů ovládnutí, o než by se práh ovládnutí zakládající nabídkovou povinnost mohl opřít. Současně je potřeba se zamýšlet nad přínosem regulace nabídkovou povinností natolik neuchopitelného jevu

¹⁷⁹ Pro ilustraci je v této souvislosti potřeba připomenout definici spolupracující osoby podle § 2 odst. 9 ZNP, která zní následovně: „*Spolupracující osobou je osoba, která ve vzájemném srozumění spolupracuje s navrhovatelem za účelem získání nebo prosazení společného vlivu na řízení nebo provozování podniku cílové společnosti, zejména společným a řízeným výkonem hlasovacích práv, nebo osoba, která na základě dohody spolupracuje s cílovou společností za účelem zmaření nabídky převzetí. Platí, že osoba ovládající a osoba ovládaná, stejně jako osoby, které uzavřely dohodu o hlasování při volbě členů orgánů cílové společnosti, nebo členové jednoho koncernu jsou spolupracujícími osobami.*“

¹⁸⁰ Dědič, J. a kol.: Obchodní zákoník, Komentář, Díl III., Praha: POLYGON, 2002

¹⁸¹ Dědič, J. a kol.: Obchodní zákoník, Komentář, Díl III., Praha: POLYGON, 2002: „*V praxi se objevily případy, ve kterých se sankcionované osoby pokusily vyhnout aplikaci zákazu prodejem a následných znovunabytím účastnických cenných papírů, popř. převodem cenných papírů na jiné osoby a současným uzavřením smlouvy o tom, že nabyvatel přenechá převodci možnost výkonu hlasovacího práva, popř. vliv na tento výkon. Podobné snahy jsou zbytečné. Zákaz se vztahuje na účastnické cenné papíry navrhovatele a výkon hlasovacích práv v cílové společnosti po dobu prodlení s plněním povinnosti, i když se cenné papíry nakrátko ocitly v majetku třetí osoby. Jejich převod na jinou osobu a jiné transakce, které sledují stejný cíl – obejít zákonný zákaz, bude třeba kvalifikovat jako obcházení zákona a podle toho s nimi nakládat. Vliv ve společnosti může nabyvatel obnovit pouze tak, že povinnost učinit nabídku převzetí dodatečně splní.*“

jakým je faktické ovládání, v podnikatelském prostředí, které by měla všeobecně determinovat určitá rozumná míra podnikatelského rizika. Nakonec v této souvislosti připomeňme doktrínou široce kritizované prodražení jakéhokoli převzetí již při stávající koncepci, když tato negativní implikace by se naznačenou ještě širší právní regulací ovládání prohloubila.

Tento bod se zabývá sankcí v podobě pozastavení výkonu hlasovacích práv *ex lege*. Jak zmíněno výše, tatáž sankce může být navíc uložena v rámci dohledu ČNB nad dodržováním povinností souvisejících s povinnou nabídkou převzetí na základě ustanovení § 7a ZDKT. K tomu blíže viz bod 3.1 níže v této kapitole.

2.2 *Pozastavení výkonu jakýchkoli práv spojených s účastnickými cennými papíry*

Velmi přísnou sankcí *ex lege* je zákaz výkonu práv spojených s účastnickými cennými papíry podle § 18 odst. 1 ZNP. Tuto sankci zákon spojuje s porušením zákazu nabývání účastnických cenných papírů cílové společnosti navrhovatelem anebo osobami s ním spolupracujícími po dobu závaznosti nabídky převzetí za podmínek odlišných od podmínek příslušné nabídky převzetí podle § 17 ZNP (tento zákaz je podrobněji diskutován výše v bodu 2.2.2 kapitoly II.4). Sankce spočívá v tom, že navrhovatel či s ním spolupracující osoba, kteří porušili zákaz podle § 17 ZNP, nesmí po dobu 3 let od takového porušení vykonávat práva spojená s účastnickými cennými, které v důsledku porušení nabyly.

Chybí jakákoli bližší kvalifikace práv, která se sistují. Sankci je tedy nutno vykládat v tom smyslu, že se pozastavuje výkon veškerých a jakýchkoli práv spojených s příslušnými cennými papíry. Po tři roky tak osoba, která se dopustila porušení, nemůže např. vykonávat hlasovací právo, právo na dividendy, právo na podíl na likvidačním zůstatku apod. Konkrétní práva,

jejichž výkon se pozastaví, bude záviset na druhu příslušných účastnických cenných papírů.

V souvislosti s úvahou nad mírou přísnosti této sankce je vhodné upozornit na to, že narozdíl od některých jiných sankcí podle ZNP, zákon nezakládá možnost získat od ČNB *ad hoc* výjimku z uvedené sankce. To je pochopitelné z toho hlediska, že dodržení sankcionované povinnosti je plně pod kontrolou povinné osoby. Tato osoba učinila nabídku převzetí a po dobu její závaznosti je její povinností nečinít jasně definované transakce. Při dobré vůli povinné osoby by tak nemělo být obtížné této povinnosti dostát. Tak tomu na druhé straně nemusí vždy být v případech sankcí, z nichž se umožňuje povolení výjimek – např. pozastavení výkonu hlasovacích práv sankcionuje prodlení s povinnou nabídkou převzetí. Jak diskutováno výše, kritéria pro posouzení existence nabídkové povinnosti jsou v některých ohledech méně zřetelná (např. materiální podmínka ovládnutí nebo okamžik uplynutí lhůty pro učinění nabídky převzetí) a mohou připouštět různý výklad. Proto je za současného stavu zákona možnost ČNB za odůvodněných okolností udělit výjimku na místě.

2.3 Úprava nabídky převzetí a vzniklých smluv

Tento sankční důsledek (úprava nabídky převzetí a vzniklých smluv) je rovněž spojen s porušením zákazu nabývání účastnických cenných papírů podle § 17 ZNP. Vedle sankce podle předchozího bodu 2.2 této kapitoly (sistace práv spojených s příslušnými účastnickými cennými papíry nabytými v důsledku porušení) je osoba v porušení stížena zákonnou modifikací nabídky převzetí a již uzavřených smluv. K této modifikaci dochází *ex lege*, a to pouze za předpokladu, že povinná osoba nebo osoby s ní spolupracující nabudou účastnické cenné papíry, které jsou předmětem nabídky převzetí, za výhodnějších podmínek, než jaké byly uvedeny v nabídce převzetí, a dále za

předpokladu, že k tomuto nabytí došlo v době mezi uveřejněním nabídky převzetí a posledním dnem doby závaznosti této nabídky převzetí.

Rozhodná je tedy doba „*mezi uveřejněním nabídky převzetí a posledním dnem doby závaznosti této nabídky převzetí*“. Je-li sankcionované období definováno jako časový úsek *mezi* dvěma událostmi, pak obecná interpretační pravidla by měla vést k závěru, že dny, ve které tyto události nastaly, se nepočítají. To by znamenalo, že sankcionované období nezahrnuje den uveřejnění nabídky převzetí ani poslední den doby závaznosti této nabídky převzetí. Jeví se jako nepochybné, že takový výklad jde proti smyslu zákazu nabývání účastnických cenných papírů za výhodnějších podmínek po dobu závaznosti podle § 17 ZNP, a opětovně (jako na jiných místech v ZNP, na které je poukazováno výše) se zde projevuje nedůslednost ZNP, pokud se jedná o stanovení lhůt, resp. časových období. Nabízí se otázka, zda uvedený nešťastný závěr lze vyloučit extenzivním teleologickým výkladem, zejména jedná-li se v případě sankce o natolik zásadní zásah do soukromoprávního vztahu, jakým je modifikace nabídky převzetí a smluv vzniklých *ex lege*. Podporu nelze bohužel hledat ani v zásadě eurokonformity výkladu s Třináctou směrnicí, jelikož směrnice diskutovaný zákaz nabývání (natož příslušnou lhůtu) neupravuje. Pokud se jedná o Návrh novely, žádná úprava diskutovaného znění se nenavrhuje. Pro dohlednou dobu tedy nezbývá než doufat, že odpověď poskytne aplikační praxe, která k datu této práce rovněž bohužel neexistuje.

Narozdíl od zákazu podle § 17 ZNP, jehož porušení je spojeno s konkrétními sankcemi, není svým účelem obdobný zákaz podle § 30 odst. 1 ZNP (tj. zákaz nabývání účastnických cenných papírů za výhodnějších podmínek, než jaké byly uvedeny v povinné nabídce převzetí, po dobu 6 měsíců od konce doby závaznosti nabídky převzetí) paradoxně spojen s žádnou konkrétní sankcí (kromě veřejnoprávních sankcí) například právě v podobě povinnosti k úpravě vzniklých smluv, ačkoli důvodová zpráva k ZNP výslovně deklaruje, že účel § 30 ZNP je stejný s účelem § 17 ZNP. Zákon dorovnání požaduje výslovně

pouze v případě, že ČNB z uvedeného zákazu podle § 30 odst. 1 ZNP povolila výjimku a nabytí tak proběhlo s jejím souhlasem. Pak se výslovně stanoví povinnost k dorovnání. Zde je však nutno podotknout, že na tento nedostatek reaguje Návrh novely, který předkládá odpovídající úpravu znění § 30 odst. 3 ZNP, jejímž účelem je vztáhnout povinnost k dorovnání též na případy nabytí v rozporu se zákazem podle § 30 odst. 1 ZNP.

3. *Sankce (resp. nástroje dohledu) v diskreci ČNB*

Ustanovení § 3 ZDKT zahrnuje do působnosti ČNB v oblasti dohledu nad kapitálovým trhem mimo jiné „výkon dohledu v rozsahu stanoveném tímto zákonem [ZDKT] a zvláštními právními předpisy upravujícími oblast podnikání na kapitálovém trhu [...]“.

Pokud se jedná o výkon dohledu podle ZDKT, pak je relevantní zejména ustanovení § 7a ZDKT, podle kterého dohledu ČNB nad kapitálovým trhem podléhá plnění povinností stanovených mimo jiné zákonem o nabídkách převzetí, a to v souvislosti s nabídkou převzetí. Podle § 7a odst. 3 ZDKT je pak ČNB oprávněna pozastavit výkon hlasovacích práv až na dobu 1 roku (ode dne právní moci rozhodnutí ČNB o takovém pozastavení výkonu hlasovacích práv) osobě, která neučinila nabídku převzetí, ačkoliv jí zákon takovou povinnost ukládá, je-li to potřebné k ochraně zájmů ostatních akcionářů, věřitelů nebo zaměstnanců společnosti. Dále ustanovení § 9 ZDKT umožňuje ČNB ukládat opatření k nápravě, která spočívají v (i) uložení osobě podléhající dohledu, aby zjednala nápravu ve lhůtě stanovené v opatření a ve stanovené lhůtě podala zprávu o přijatých opatřeních; (ii) určení, jakým způsobem je osoba podléhající tomuto dohledu povinna nedostatek odstranit; anebo (iii) napomenutí (namísto pokuty), o jehož rozsahu, formě a způsobu uveřejnění rozhodne rovněž ČNB. K tomu je ČNB oprávněna ukládat předběžná opatření podle § 11 ZDKT, která směřují zejména k zamezení realizace převodu cenných papírů, registraci

zástavního práva či dispozice s peněžními prostředky na účtu osoby, vůči níž směřuje předběžné opatření.

Na druhé straně pokud se jedná o výkon dohledu podle zvláštního předpisu, kterým je v případě dohledu nad plněním povinností při povinné nabídce převzetí ZNP, pak se uplatní zejména ustanovení Hlavy IX, § 57 an. ZNP. V případě porušení ZNP nebo bezprostřední hrozby jeho porušení je ČNB podle § 60 ZNP oprávněna uložit opatření k nápravě v podobě (i) uveřejnění oznámení o zjištěném porušení povinnosti; (ii) uložení navrhovateli, aby uveřejnil dodatečné informace spolu s nabídkou převzetí či dodatečně po jejím uveřejnění; (iii) zákazu uveřejnit informace týkající se nabídky převzetí; (iv) zákazu učinění nabídky převzetí; nebo (v) stanovení dodatečných podmínek nabídky převzetí. Kromě toho může ČNB ukládat pokuty za přestupky a správní delikty podle § 61 a 62 ZNP.

Ve světle těchto výčtů možných sankcí a opatření k nápravě ze strany ČNB, vyplývajících na straně jedné ze ZDKT a na straně druhé ze ZNP, se nabízí otázka, v jakém vztahu je úprava podle ZDKT a ZNP. Lze usuzovat, že úprava dohledu ČNB podle ZNP je ve vztahu k ZDKT speciální, a že ustanovení o dohledu podle ZDKT se aplikují subsidiárně. Žádný z uvedených předpisů nestanoví výslovnou kolizní normu. Nepřímo se vztahem ZDKT a ZNP zabývá shora uvedený § 3 ZDKT. Toto ustanovení klade ZDKT a ZNP na stejnou úroveň (když stanoví, že ČNB vykonává dohled v rozsahu jak podle ZDKT, tak podle zvláštních předpisů), nicméně vzhledem k předmětům úpravy uvedených předpisů (obecný ZDKT a zvláštní ZNP) tak vlastně potvrzuje vztah subsidiarity a speciality diskutovaný výše. Ve smyslu této argumentace by pak v případě rozporu mezi ZDKT a ZNP měla být rozhodující úprava podle normy speciální, tj. podle ZNP. Tento závěr nakonec potvrzuje i Komentář, když jeho autoři uvádějí, že ZNP má povahu zvláštního právního předpisu ve vztahu k zákonu o ČNB, ZDKT a SŘ.

Uvedený závěr do jisté míry komplikuje ustanovení § 7a odst. 2 ZDKT, které stanoví: „*Při výkonu dohledu podle odstavce 1 [§ 7a ZDKT] postupuje Česká národní banka podle tohoto zákona a je oprávněna ukládat opatření a sankce stanovené tímto zákonem, zákonem o podnikání na kapitálovém trhu a obchodním zákoníkem.*“ Jak patrně, toto ustanovení opomíjí ZNP, tj. neopravňuje ČNB při výkonu dohledu v oblasti kapitálového ukládat opatření a sankce též podle ZNP. Tento nedostatek se však jeví být „pouhým“ legislativním nedopatřením. ZNP v § 67 svých Přechodných ustanovení změnil znění § 7a odst. 1 ZDKT tak, aby ZDKT mohl být aplikován též na dohled nad povinnostmi při nabídce převzetí podle ZNP. Změna spočívala zejména v doplnění odkazu na ZNP - v kontextu nabídky převzetí – jelikož před přijetím ZNP byly nabídka převzetí a nabídková povinnost upraveny Obchodním zákoníkem a pouze na něj (a nikoli též na ZNP) bylo tudíž v souvislosti s povinnou nabídkou převzetí odkazováno. Současně došlo k určitým spíše technickým, terminologickým změnám ZDKT, souvisejícím s přijetím ZNP. Zdá se, že pouhým omylem bylo opomenuto promítnutí obdobné technické změny do § 7a odst. 2 ZDKT, tj. doplnění odkazu na opatření a sankce podle ZNP. Lze si stěží představit, že taková inkonzistence byla záměrem zákonodárce. Je politováníhodné, že poté, co byl přijat ZNP a skrze něj uvedené nedokonalé změny znění § 7a ZDKT, došlo k přijetí dalších tří novel ZDKT, z nichž ani jedna uvedený nedostatek neodstranila.

Uvedené má za cíl konfrontovat obecnou a speciální úpravu dohledu ČNB v oblasti podnikání na kapitálovém trhu podle ZDKT a ZNP a učinit závěr o jejich vzájemném vztahu. Jednotlivá sankční opatření v diskreci ČNB v rámci jejího dohledu jsou ve větším detailu a jednotlivě diskutována níže v tomto bodu 3.

3.1 Pozastavení výkonu hlasovacích práv

Podle § 7a odst. 3 ZNP je ČNB oprávněna rozhodnout o pozastavení výkonu hlasovacích práv v případě, že povinná osoba neučinila nabídku převzetí, ačkoli k tomu byla povinna. Toto sankční opatření se na první pohled jeví jako nadbytečné a vzbuzuje otázku nad jeho smyslem, jestliže stejná sankce v případě téhož porušení již vyplývá *ex lege* z § 53 ZNP. Nicméně na druhé straně je zapotřebí si uvědomit, že může nastat např. situace, kdy *ex lege* vznikl zákaz výkonu hlasovacích práv podle § 53 odst. 1 ZNP, nicméně ČNB následně podle odst. 2 téhož ustanovení výkon hlasovacích práv povolí, jelikož usoudí, že je to v souladu se zájmy cílové společnosti a akcionářů. Změní-li se však posléze okolnosti a pozastavení výkonu hlasovacích práv se ukáže jako potřebné k ochraně zájmů ostatních akcionářů, věřitelů nebo zaměstnanců společnosti (viz znění § 7a odst. 3 ZDKT), je ČNB z titulu § 7a odst. 3 ZDKT oprávněna pozastavení výkonu hlasovacích práv „obnovit“ rozhodnutím o pozastavení výkonu hlasovacích práv. Kromě tohoto praktického využití sankčního opatření podle § 7a odst. 3 ZDKT jej snad lze rovněž chápat jako nástroj dohledu ČNB, který bude v zákoně zakotven nezávisle na znění ZNP, a teoreticky v případě vypuštění uvedené sankce *ex lege* ze ZNP si ČNB oprávnění pozastavit výkon hlasovacích práv podrží, aniž by bylo potřeba s uvedenou změnou ZNP modifikovat rovněž ZDKT (nebude-li v daném případě příslušný záměr zákonodárce odlišný).

Pozastavení výkonu hlasovacích práv může ČNB uložit až na dobu 1 roku ode dne, v němž rozhodnutí nabude právní moci. ČNB je oprávněna tuto sankci uložit pod podmínkou, že je to potřebné k ochraně zájmů ostatních akcionářů, věřitelů nebo zaměstnanců společnosti.

3.2 Opatření k nápravě

Následující tabulka srovnává shora zmíněná opatření k nápravě, k jejichž uložení je oprávněna ČNB jednak podle ZDKT a jednak podle ZNP a rozdílné promlčecí lhůty, kterým podléhá zahájení řízení o uložení opatření k nápravě podle ZDKT a ZNP (§ 59):

Opatření k nápravě podle ZDKT	Opatření k nápravě podle ZNP
<ul style="list-style-type: none"> - uložení zjednaní nápravy ve stanovené lhůtě a podání zprávy o přijatých opatřeních; - určení způsobu odstranění nedostatku; - napomenutí. 	<ul style="list-style-type: none"> - uložení uveřejnění oznámení o zjištěném porušení povinnosti; - uložení uveřejnění dodatečné informace spolu s nabídkou převzetí či dodatečně po jejím uveřejnění; - zákaz uveřejnění informace týkající se nabídky převzetí; - zákaz učinění nabídky převzetí; - stanovení dodatečných podmínek nabídky převzetí.
<p>Správní řízení, v němž se ukládají opatření k nápravě podle ZDKT, lze zahájit do 1 roku ode dne, kdy se ČNB dozvěděla o skutečnostech rozhodných pro uložení opatření k nápravě, nejpozději však do 10 let ode dne, kdy povinnost, za niž je opatření k nápravě ukládáno, byla naposledy porušena.</p>	<p>Správní řízení, v němž se ukládají opatření k nápravě, lze zahájit do 1 roku ode dne, kdy se ČNB dozvěděla o skutečnostech rozhodných pro uložení opatření k nápravě, nejpozději však do 5 let ode dne, kdy naposledy došlo k porušení povinnosti nebo jeho bezprostřední hrozbě, za které se opatření k nápravě ukládají.</p>

Z uvedeného srovnání je patrné, že zatímco opatření k nápravě podle ZNP jsou relativně konkrétní, pod široce definovanými opatřeními k nápravě podle ZDKT (a to zejména opatřeními, kterým může ČNB uložit „způsob odstranění nedostatku“) si lze v podstatě představit cokoliv.¹⁸² Toto široké pojetí je však dáno tím, že ZDKT dopadá na širší okruh osob, než jsou jen nositelé povinností při nabídce převzetí, tj. rovněž na ostatní osoby působící v oblasti kapitálového

¹⁸² Právní nejistota je v tomto ohledu zosřena 10-letou objektivní promlčecí lhůtou

trhu. Takto široce byla opatření k nápravě v ZDKT definována ještě před přijetím ZNP, který narozdíl od předchozí úpravy povinné nabídky převzetí podle Obchodního zákoníku již obsahuje zvláštní a ucelenou úpravu dohledu ČNB a jednotlivých opatření k nápravě v oblasti nabídek převzetí. Lze tedy doufat, že v zájmu právní jistoty se ČNB bude pokud možno držet úpravy podle ZNP a že opatření k nápravě v něm stanovená (ve spojení se sankcemi *ex lege*) byla upravena takovým způsobem, aby byla dostatečná pro účinný výkon dohledu ČNB nad plněním povinností při nabídce převzetí, bez větší nutnosti uchýlovat se k subsidiárním opatřením podle ZDKT, jejichž obsah je v podstatě abstraktní.

V každém případě při ukládání opatření k nápravě podle ZDKT není ČNB samozřejmě bez omezení a kromě obecných zásad činnosti správních orgánů podle SŘ je povinna respektovat zásady stanovené v § 10 odst. 4 ZDKT, podle něž ČNB vychází zejména z povahy, závažnosti, způsobu, doby trvání a následků protiprávního jednání. Současně při rozhodování o výběru opatření k nápravě podle ZDKT je ČNB povinna přihlížet také k povaze podnikatelské a jiné výdělečné činnosti, kterou vykonává osoba, jíž se opatření k nápravě ukládá. Platí tedy zásada individualizace sankce a její přiměřenosti závažnosti skutku a majetkovým poměrům.¹⁸³

Uvedené ustanovení § 10 ZDKT se explicitně vztahuje na ukládání opatření k nápravě podle ZDKT („*opatření k nápravě podle tohoto zákona*“) a vylučuje se tak *a contrario* jeho aplikace na ukládání opatření k nápravě podle ZNP. V ZNP podobné ustanovení chybí, ačkoli i v případě opatření k nápravě podle ZNP by bylo na místě. Vzhledem k potřebnosti podobného ustanovení též pro oblast ZNP, k okolnostem přijetí ZNP a s tím spojenými jinými již shora zmíněnými technickými nedostatky reflexe jeho přijetí do ZDKT a dále vzhledem k tomu, že ZNP obsahuje ustanovení pro řízení před ČNB pod Hlavou VIII „*Zvláštní ustanovení pro řízení před Českou národní bankou*“

¹⁸³ Dědič, J. a kol.: Obchodní zákoník, Komentář, Díl III., Praha: POLYGON, 2002

z čehož jasně vyplývá subsidiarita ustanovení o řízení před ČNB podle ZDKT, lze doufat, že záměrem zákonodárce byla aplikace § 10 odst. 4 ZDKT též pro rozhodování ČNB o opatřeních k nápravě podle ZNP. ČNB podle něj zřejmě bude postupovat, nicméně uvedený technický nedostatek znění § 10 ZDKT vylučující jeho aplikaci na opatření k nápravě podle ZNP by měl být legislativně opraven. Je však současně potřeba připomenout, že tento nedostatek se řadí k těm méně závažným, jelikož i při absenci této opravy nebude rozhodování ČNB fungovat neomezeně, ale bude samozřejmě podléhat obecným zásadám správního řízení, jejichž podstata je obdobná zásadám podle § 10 ZDKT.

3.3 *Pokuty*

Uložení opatření k nápravě (jak podle ZNP tak podle ZDKT) nevylučuje, aby ČNB současně rozhodla o uložení pokuty až do výše 50 000 000 Kč podle § 61 a 62 ZNP.¹⁸⁴

Ustanovení § 61 ZNP stanoví, jaká porušení povinností při nabídce převzetí se považují za přestupky a jak vysoké pokuty za ně lze uložit. Následující § 62 stanoví správní delikty a pokuty za jejich spáchání.

Všechny přestupky a správní delikty podle ZNP jsou citovány v předchozí kapitole III.1, včetně pokut, které může ČNB za jejich spáchání uložit.

3.3.1 *Přestupky*

V případě přestupků, které jsou záležitostí fyzických osob, které nejsou podnikateli, se k odpovědnosti za přestupek vyžaduje zavinění. Podle § 3 PZ platí zásada, že k odpovědnosti za přestupek postačí zavinění z nedbalosti, nestanoví-li zákon výslovně, že je třeba úmyslného zavinění. U každého

¹⁸⁴ ČNB může místo pokuty uložit veřejné napomenutí podle § 9 ZDKT

z přestupků podle § 61 ZNP postačí zavinění z nedbalosti. Může být tedy spáchán jak z nedbalosti, tak úmyslně, přičemž s ohledem na § 12 odst. 1 PZ má forma a stupeň zavinění význam pro ukládání a vyměření pokuty. Při vyměřování sankcí se dále uplatní obecné zásady zákonnosti, spravedlnosti, individualizace a přiměřenosti. Spravedlnost sankce nelze spojovat jen s osobou pachatele přestupku, ale i se zájmy společnosti a případného poškozeného. Zásada individualizace požaduje, aby byl zvolen takový druh sankce a ta vyměřena v rámci sazby tak, aby vyjadřovala všechny zvláštnosti činu a odpovědné osoby. Má brát v úvahu i předpokládané možnosti dalšího vztahu pachatele k plnění právních povinností. Přiměřená sankce má vystihnout dosažení zamýšleného zabraňujícího a preventivního účinku.¹⁸⁵

Podle § 20 PZ nelze přestupek projednat, uplynul-li od jeho spáchání jeden rok.¹⁸⁶

3.3.2 *Správní delikty*

Odpovědnost za správní delikt právnické osoby či podnikající fyzické osoby nevyžaduje zavinění. Platí objektivní odpovědnost podle § 63 odst. 1 a 4 ZNP, v jejichž smyslu jak právnická osoba, tak podnikající fyzická osoba ze správní delikty neodpovídá teprve tehdy, jestliže prokáže, že vynaložila veškeré úsilí, které bylo možno požadovat, aby porušení právní povinnosti zabránila.

Při určení výměry pokuty se podle § 63 odst. 2 ZNP přihlédne k závažnosti správního deliktu, zejména ke způsobu jeho spáchání a jeho následkům a k okolnostem, za nichž byl spáchán, tj. realizují se v podstatě tytéž obecné zásady, které jsou citovány výše v souvislosti s trestáním přestupků a rozhodováním o opatřeních k nápravě.

¹⁸⁵ Hendrych, D. a kolektiv: Správní právo, Obecná část. 3. Vydání, Praha: C. H. Beck, 1998

¹⁸⁶ Totéž platí, vztahuje-li se na přestupek amnestie

4. *Následky porušení povinností při nabídce převzetí podle zahraničních právních úprav*

4.1 *Velká Británie*

City Code (a s ním provázaný zákon Companies Act 2006) nevyjmenovává jednotlivé konkrétní skutkové podstaty porušení City Code, resp. jeho pravidel v oblasti povinných nabídek převzetí, a konkrétní sankce za ně. V úvodních ustanoveních („*Introduction*“), v článkách 10 (a) až (e) týkajících se vynucení dodržování jeho pravidel („*Enforcing the Code*“), klade City Code důraz na různé nástroje vynucení, resp. sankce, které má Panel k dispozici, a to v kontextu jakéhokoli porušení či hrozícího porušení City Code. V podstatě jedinou individualizovanou skutkovou podstatou je porušení pravidel pro nabídkový dokument („*Failure to comply with rules about bid documentation*“), která je však stanovena mimo City Code, a to v článku 953 Companies Act 2006.

Panel má k dispozici v principu tři nástroje donucení:

- (a) „*Compliance rulings*“ podle článku 10 (b) úvodních ustanovení City Code. Ta spočívají v možnosti Panelu uložit osobě, u které rozumně předpokládá, že poruší pravidla podle City Code či osobě, která se již dopustila porušení, opatření, jaké uzná za vhodné k tomu, aby se zamezilo dalšímu porušování pravidel či se zajistilo jejich dodržování. Compliance rulings zahrnují též předběžná opatření.
- (b) „*Compensation rulings*“ podle článku 10 (c) úvodních ustanovení City Code. V případě porušení mimo jiné pravidla 9 (které upravuje povinnou nabídku převzetí) je Panel oprávněn uložit povinné osobě zaplacení ostatním stávajícím či bývalým akcionářům cílové společnosti rozumnou a spravedlivou kompenzací plnění (včetně úroků), které by

bývali byli oprávněni obdržet, pokud by povinná osoba bývala jednala v souladu s pravidly.

- (c) „*Disciplinary action*“ podle článku 11 úvodních ustanovení City Code. Panel může proti povinné osobě v porušení (či v tvrzeném porušení) City Code vést disciplinární řízení, které může vyústit v (i) neveřejné či veřejné napomenutí; (ii) odnětí, pozastavení či omezení výkonu jakékoli výhody, výjimky, souhlasu či zvláštního statusu, které příslušné osobě Panel udělil; (iii) podání zprávy britské či zahraniční regulační autoritě (nejčastěji Financial Service Authority (FSA) k posouzení dalšího disciplinárního či jiného řízení z její strany (FSA je oprávněna podnikat různé kroky vůči povinné osobě, včetně pravomoci ukládat pokuty); či (iv) uveřejnění „*Panel Statement*“, ve kterém Panel prohlásí, že daná osoba je pravděpodobně v porušení City Code, čímž této osobě *de facto* zamezí přístup na domácí investiční trh, neboť pravidla FSA a různých profesních organizací za určitých okolností zakazují svým členům (například obchodníkům s cennými papíry) jednat pro či zastupovat osoby v transakcích spadajících pod City Code, jestliže mají důvodné podezření, že taková osoba City Code porušuje.

Podle článku 955 Companies Act 2006 a podle článku 10 (d) úvodních ustanovení City Code může Panel požadovat vynucení svých sankčních opatření soudem. Ten pokud shledá, že hrozí nedodržení sankčního opatření či k jeho nedodržení došlo, pak je oprávněn uložit povinné osobě jakýkoli příkaz, který uzná za vhodný za účelem zajištění dodržení předmětného sankčního opatření.

4.2 Německo

Systém vynucení dodržování povinností při povinné nabídce převzetí podle WpÜG je konstruován odlišně od City Code. Na druhé straně v mnohém

připomíná úpravu podle ZNP, což ilustruje, že ZNP byl v některých ohledech německou úpravou inspirován. Porušení WpÜG, která podléhají sankcím či zakládají soukromoprávní nároky, jsou nadefinována (narozdíl od paušálního přístupu City Code) a spojena s konkrétní sankcí či nárokem. Stejně jako ZNP i WpÜG vypočítává jednání, za které přísluší pokuta s odstupňováním její maximální výše podle závažnosti příslušného porušení. Mezi sankce *ex lege* patří, obdobně jako v českém právu, pozastavení výkonu práv spojených s akciemi cílové společnosti.

Článek 38 WpÜG stanoví, že osoba, která v rozporu s článkem 35 odst. 1 WpÜG neučiní oznámení o získání kontroly nebo neučiní v rozporu s článkem 35 odst. 2 WpÜG nabídku převzetí anebo naopak uveřejnění nabídku převzetí, kterou orgán dohledu zakázal, bude povinna zaplatit akcionářům cílové společnosti úrok z protiplnění za dobu, po kterou trvá prodlení se splněním zmíněných povinností či jejich porušení, ve výši 5 procentních bodů per annum nad příslušnou základní úrokovou sazbu stanovenou v článku 247 občanského zákoníku (*Bürgerliches Gesetzbuch*).

Článek 12 WpÜG stanoví v podstatě totéž co článek 51 ZNP a totiž odpovědnost za správnost a úplnost informací v nabídce převzetí spojenou s odpovědností za škodu způsobenou nesprávností či neúplností informací. Podmínky článků 12 WpÜG 51 ZNP jsou v principu totožné.

Podle článku 59 WpÜG dokud nejsou splněny povinnosti podle článku 35 WpÜG (tj. povinnost oznámit získání kontroly a povinnost učinit nabídku převzetí), je pozastaven výkon veškerých (a nikoli pouze hlasovacích) práv spojených s akciemi cílové společnosti v držení navrhovatele, osob s ním jednajících ve shodě, ovládaných osob těchto osob či akcií jinak zákonem (článek 30 odst. 1 WpÜG) považovaných za akcie, jejichž hlasovací práva přísluší navrhovateli.

Článek 60 WpÜG stanoví, která jednání v rozporu s WpÜG se kvalifikují jako správní delikty a jaké pokuty za ně přísluší. Za porušení povinností při povinné nabídce převzetí hrozí pokuty od 200 tisíc do 1 miliónu euro (tuto nejvyšší možnou pokutu může orgán dohledu, kterým je v Německu *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)*, uložit například za porušení základních povinností při povinné nabídce převzetí podle článku 35 odst. 1 a 2 WpÜG, tj. porušení povinnosti oznámit získání kontroly a porušení povinnosti učinit nabídku převzetí.

4.3 Francie

Následky porušení povinností při povinné nabídce převzetí ve Francii jsou následující:

- (a) Příkaz učinit nabídku převzetí: V případě prodlení se splněním povinnosti učinit nabídku převzetí, jak tato vyplývá z ustanovení článků 234-1 an. RGAMF a 433-3 CMF je v pravomoci AMF vydat příkaz k předložení návrhu nabídkového dokumentu. Tato pravomoc AMF vyplývá z obecného znění článku 621-14 CMF. Prezident AMF může rovněž alternativně navrhnout, aby předseda příslušného soudu (Tribunal de grande instance de Paris) pod sankcí přikázal společnosti předložení návrhu nabídkového dokumentu. Tato rozhodnutí mohou být uveřejněna.
- (b) Ztráta hlasovacích práv: Osoba, která poruší povinnost učinit nabídku převzetí, je *ex lege* (odstavec 1, alinea 1 článku 433-3 CMF) zbavena hlasovacích práv spojených s akciemi cílové společnosti. Jestliže je povinná osoba v porušení nicméně připuštěna k hlasování na valné hromadě, pak je možné žalovat na neplatnost příslušného rozhodnutí valné hromady. Je překvapující, že ani RGAMF ani CMF nestanoví, v jaký okamžik dochází k obnovení hlasovacích práv (např. splněním

nabídkové povinnosti či uplynutím doby určité, jak je tomu například v českém či německém právu).

C. ZÁVĚR A ÚVAHY DE LEGE FERENDA

Nabídková povinnost není běžnou zákonnou povinností. Jedná se o povinnost představující významný a neobvyklý zásah do svobody vlastnictví a podnikání. Nabídková povinnost vnucuje vůli nabýt cenné papíry, když na druhé straně její právní regulace vychází z předpokladu, že tato povinnost je nezbytná pro ochranu majetku a podnikání minoritních (resp. jiných než ovládajících) akcionářů, tj. týchž zájmů a svobod, do kterých nabídková povinnost na straně ovládajících akcionářů zasahuje.

Natolik zásadní právní institut vyžaduje jasný právní rámec, který zajistí maximální právní jistotu osob spadajících pod jeho aplikaci. V opačném případě dochází, kromě jiných konsekvencí nekvalitní právní úpravy, k poklesu akviziční aktivity na trhu, kvality managementu a výnosů společností. Míru nezbytné právní jistoty je přitom potřeba nahlížet z mezinárodní perspektivy zahraničních subjektů, které jsou v orientaci v českém právu znevýhodněni nedostatkem právního vědomí o českém právním prostředí. Tento deficit se částečně stírá s harmonizací práva s právem EU a v konkrétním případě s Třináctou směrnicí, nicméně rozdíly v národních právních řádech členských států a v systémech jejich vynucení přetrvávají. Právo nečiní pouhá (byť harmonizovaná) zákonná znění, ale celá právní kultura, historie, ekonomická východiska apod.

V evropském měřítku jistě česká právní úprava nabídek převzetí nabyla na větší důvěryhodnosti už jen tím, že byl přijat ZNP jako norma implementující Třináctou směrnicí. Jak však ukázala tato práce, při bližší analýze ZNP lze identifikovat množství problémů, které takto spíše opticky zvýšenou právní jistotu do jisté míry rozptylují, jako např.

- Absence fixního práhu podílu na hlasovacích právech, který zakládá nabídkovou povinnost: třicetiprocentní rozhodný podíl je kombinován

s materiální podmínkou ovládní podle § 66a ObchZ. Nejenže takto přetrvává nejistota ohledně situace, v jaké vzniká nabídková povinnost, ale též nedostatečná implementace Třinácté směrnice.

- Stanovený způsob výpočtu minimální nabídkové ceny: nejenže současná právní úprava vede k výkladu, že do výpočtu minimální nabídkové ceny se nezahrnuje transakce, která vedla k nabytí ovládacího podílu, ale současně se nepožaduje zohlednění obchodů učiněných v období mezi vznikem nabídkové povinnosti a uveřejněním nabídky převzetí. V tomto případě se dostáváme do rozporu se samotným účelem právní úpravy nabídkové povinnosti a opět s Třináctou směrnicí.

- Absence jednoznačného určení okamžiku vzniku nabídkové povinnosti. Tento nedostatek se následně projevuje v pochybnostech ohledně období rozhodného pro výpočet nabídkové ceny, běhu třicetidenní lhůty pro učinění nabídky převzetí, nástupu prodlení s učiněním nabídkové povinnosti apod. V čem jiném než v takto zásadních aspektech úpravy by mělo být naprosto jasno?

- Omezení okruhu adresátů povinné nabídky převzetí: podle § 35 odst. 1 ZNP nejsou adresáty povinné nabídky převzetí všichni ostatní akcionáři společnosti, jejíž pouze část akcií je přijata k obchodování na regulovaném trhu, ale pouze ti, kteří vlastní ty akcie společnosti, které jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu. Z hlediska účelu institutu povinné nabídky převzetí je tato úprava zarážející. Do výpočtu rozhodného podílu se přitom zahrnují i ty účastnické cenné papíry cílové společnosti, které nejsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu. Mluvíme zde o flagrantním rozporu s hlavní a první zásadou povinných nabídek převzetí, tj. zásadou rovného zacházení, a opět se nacházíme na poli nedostatečné implementace Třinácté směrnice.

- Nesystematická úprava dohledu ČNB v oblasti nabídek převzetí: tato úprava je nejen roztržštěná do několika předpisů, ale rovněž vnitřně nekoncepční.

Ustanovení o dohledu ČNB v oblasti nabídek převzetí podle ZDKT a ZNP nejsou vnitřně kompatibilní a jednoznačné ustanovení o vztahu těchto předpisů chybí.

Uvedené příkladmo vypočtené problémy stávající úpravy nabídkové povinnosti, vedle mnoha dalších nedostatků popsanych v textu této práce, ilustrují potřebu legislativních změn ZNP, který lze nicméně alespoň z koncepčního hlediska pokládat za přínos pro českou právní úpravu nabídek převzetí. Bylo zcela odůvodněné natolik komplexní problematiku vydělit z Obchodního zákoníku a věnovat jí samostatnou normu. Oddělenost normy od Obchodního zákoníku by měla usnadňovat i prosazení jejích legislativních změn. Ty by se měly dotýkat mimo jiné naznačených okruhů problémů a snad by bylo na místě využít situace a pokusit se o celkové zjednodušení zákona, za účelem zdokonalení jeho celkové srozumitelnosti. Pro krátkodobý horizont je tedy na místě usilovat o soulad ZNP s Třináctou směrnicí a odstranění výkladových nejasností zákona. Mnohokrát v této práci citovaný Návrh novely, který má v dohledné době po datu této práce projít projednáním v Senátu ČR, bohužel zcela neplní ani jeden z uvedených cílů a představuje velmi dílčí novelu spíše okrajových nedostatků ZNP.

Nelze vyloučit, že se zásadnější novelou ZNP se například z hlediska hospodárnosti záměrně čeká teprve na období po 20. květnu 2011, kdy má podle článku 20 Třinácté směrnice Komise posoudit Třináctou směrnicí z hlediska zkušeností s jejím uplatňováním a případně navrhnout její revizi. Vzhledem k všeobecně silicím kritickým hlasům na adresu směrnice a zejména institutu nabídkové povinnosti jako takového (viz výše v této práci citovaná doktrína, která většinou poukazuje na nákladnost převzetí v důsledku nabídkové povinnosti, způsobující pokles nabídkové aktivity na trhu a následně celou řadu negativních efektů ve svém výsledku k újmě minoritních akcionářů) bude zajímavé sledovat, jak se případná revize Třinácté směrnice dotkne nabídkové povinnosti a do jaké míry bude zohledněna její kritika včetně

názoru, že za oficiálně proklamovaným účelem Třinácté směrnice jako instrumentu na ochranu minoritních akcionářů stojí spíše vítězství lobby a obrana „národních šampiónů“ před převzetím, tj. zafixování státních podílů ve významných podnicích.

D. SUMMARY

The main focus of this paper is an analysis of the Czech legal regulation of the mandatory takeover bid under the Act No. 104/2008 Coll., on Takeover Bids. This paper examines the individual aspects of this regulation and identifies problematic provisions as sources of difficulties in interpretation, legal uncertainty and the non-compliance (due to the insufficient implementation of) with the Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids (the “**Thirteenth Directive**“).

The main issues identified and discussed in this paper include, in particular: (i) the absence of a fixed threshold of the share in the voting rights of a target company giving rise to an obligation to make a mandatory takeover bid; (ii) rules for the calculation of the mandatory takeover bid price that enable an interpretation under which (a) the price for the acquisition of the controlling stake of shares that triggers the obligation to make the mandatory takeover bid; or (b) the transactions with shares of the target company executed between the date on which the mandatory takeover bid obligation has arisen and the date of the publication of the takeover bid; must not be reflected in the offer price; (iii) the absence of an accurate specification of the moment as of which the obligation to make the takeover bid arises, having implications for the duration and the expiration of the period within which the mandatory takeover bid must be published, the determining of a delay in making the mandatory bid etc.; (iv) with companies having issued publicly traded shares as well as shares that are not publicly traded, limitation of the addressees of the mandatory takeover bid to those shareholders who hold publicly traded shares (and excluding - as addressees of the bid – those shareholders of the target company holding shares other than publicly traded shares), which concept appears to be in clear conflict with the purpose of the mandatory takeover bid concept itself, the Czech law on takeover bids and the Thirteenth Directive.

This paper puts the analysis of the Czech legal regulation of the mandatory takeover bid in the context of the history of the takeover bid regulation in the Czech Republic, the history of the mandatory takeover bid concept itself (originating in the United Kingdom and the City Code), the history of the Directive from the 70s of the 20th century to the year of its adoption (2004) and a general description of the principal aspects of the current mandatory takeover bid regulation in the UK, Germany and France. Finally, the paper further gives examples of criticism by the international legal doctrine of the Directive and mandatory takeover bid, almost generally considered by such critics as instruments for making takeovers excessively expensive, causing decrease in takeover activity, the competitiveness of enterprises and the value of their shares, all these implications being eventually to the detriment of the minority shareholders rather than the holders of large blocks of shares. The Directive is often understood as a victory of lobbying (aiming at protection of state-owned “national champions“ against a takeover and eliminating the shareholding of the state) over the idea of the protection of minority shareholders against negative impacts for their investment of an entry of a controlling shareholder.

E. SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

Literatura a odborné články použité v této práci jsou níže uvedeny v abecedním pořadí podle příjmení autorů (popřípadě podle názvu publikace).

- *Adinolfi, G., Allegretti, D., Callens, P., Christin, Y., Dortmund, P., Grupp, K., Gupta, J., Paul, A., Veranneman, P., Werlauff, E., Ybáñez, J.:* „Country Status Reports on defensive measures against hostile takeovers and the impact of the 13th EC directive“ (2004) 1 *European Company Law*
- *Barák, J.:* „Česká národní banka jako orgán dohledu na finančním trhu“, *Právní rozhledy* 7/2006
- *Baum, H.:* „Takeover Law in the EU and Germany: Comparative Analysis of a Regulatory Model“
- *Baums, T.:* „The Regulation of Takeovers under German Law“, (2004) 15 *European Business Law Review*
- *Bertrand, M., Mullainathan, S.:* „Is There Discretion in Wage Setting? A test Using Takeover Regulation“
- *Burkart, M., Panunzi, F.:* „Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of the Tender Offer Process“, June 2003
- *Bureš / Drápal / Krčmář a kol.:* *Občanský soudní řád, Komentář I. díl, 7. vydání*, Praha: C. H. Beck, 1994
- *Callaghan, H., Höpner M.,* Max Planck Institute for the Study of Societies: „European Integration and the Clash of Capitalism, Political Cleavages over Takeover Liberalization“, 14. 5. 2005
- *Carle, F.:* „Are French Listed Companies Takeover-proof?“ (2007) 4 *European Company Law*
- *Clarke, B.:* „Takeover Regulation: Through the Regulatory Looking Glass“, *Comparative Research in Law & Economy Paper* 18/2007, Vol. 03 No. 05 (2007), Special Issue: EU Governance, <http://ssrn.com/abstractid=1002675>
- *Corian, M., Viandier, A., Deboissy, F.:* *Droit des sociétés*, 16e édition, Paris: Éditions du Juris-Classeur, 2003

- Čech, P.: „Nová evropská směrnice o nabídkách převzetí“, Právní zpravodaj 10/2004
- Čech, P.: „K některým výkladovým problémům v poslední novele obchodního zákoníku“, Právní zpravodaj 10/2005
- Čech, P.: „Sjednocen dohled nad finančním trhem“, Právní zpravodaj 4/2006.
- Čech, P.: „Nový zákon o nabídkách převzetí vyvolává pochybnost, úsměv i obavy“, Právní zpravodaj 5/2008
- Černá, S.: „Veřejný návrh smlouvy o koupi akcií a obrana proti ovládnutí společnosti“, Právní rádce 6/1998
- Dědič, J., Čech, P.: „Úprava nabídek převzetí neslučitelná s právem ES je hrozbou pro ČR“, Právní zpravodaj 6/2006
- Dědič, J. a kol.: Obchodní zákoník, Komentář, Díl III, Praha: POLYGON, 2002
- Encyclopedia UNIVERSALIS, Encyclopedia Universalis France S.A., 1990
- Farra's Company Law, The regulation of takeovers and mergers
- Farrell, A.: „Why Continental European Takeover Law Matters“, Discussion Paper No. 454, 12/2003, Harvard Law School, Cambridge, MA 02138, The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series: http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center;
- Forstinger, Ch. M.: Takeover Law in the EU and the USA, Haag: Kluwer Law International, 2002
- Francis, J.: „Update on the UK implementation of the EU Takeover Directive“, Briefing Freshfields Bruckhous Deringer, listopad 2005
- Georgen, M., Martynova, M., Ronneboog, L.: „Corporate Governance Convergence: Evidence From Takeover Regulation Reforms in Europe“, 11. 4. 2005
- Havel, B., Pihera, V.: Zákon o nabídkách převzetí, Komentář, 1. vydání, Praha: C. H. Beck, 2009
- Hendrych, D. a kol.: Správní právo, Obecná část, 3. vydání, Praha: C. H. Beck, 1998

- *Hladký, J.:* „Nekonečná povinná nabídka převzetí“, epravo, 11. 12. 2001
- *Hopt, K. J.:* „Takeover regulation in Europe – The battle for the 13th directive on takeovers“, Australian Journal of Corporate Law, 2003
- *Hopt, K. J.:* „Company Law in the European Union: Harmonization or Subsidiarity“, Centro di Studi e ricerche di diritto comparato e straniero, Roma 1998
- *Chromý, J.:* „Stanovení ceny za akcie“, epravo
- *Kasík, P., Pihera, V.:* „Jak určit výkupní cenu“, Ekonom 30/2006
- *Kirchmayer, T., Grant, J., Kirschner, J.:* „Financial Tunelling and the Mandatory Bid Rule“, FMG Discussion Paper No. 536, leden 2009
- *Lee, J.:* „Four Models of Minority Shareholders protection in Takeovers“, (2005) 16 European Business Law Review
- *Lovells,* Corporate Finance Newsletter, February 2006
- *Papadopoulos, T.:* „The Mandatory Provisions of the EU Takeover Bid Directive and Their Deficiencies“, Law and Financial Markets Review, November 2007, <http://ssrn.com//abstract=1088894>
- *Pavlát, V.:* Kapitálové trhy a burzy ve světě, Praha: Grada, 1992
- *Pihera, V.:* „K některým otázkám evropské úpravy nabídek převzetí“, Právní rozhledy 19/2005
- *Pihera, V., Havel, B.:* „Krátké slovo ke kritice zákona o nabídkách převzetí“, Právní zpravodaj 7/2008
- *Prouza, D.:* „Trest za zneužívání informací“, Ekonom 27/2007
- *Schrötter, H. J.,* Aktuální slovník Evropské unie, Praha: Nakladatelství Brána, Knižní klub, 2003
- *Skog, R.:* „Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule? A Critical Analysis.“ Société Universitaire Européenne de Recherches Financières, Amsterdam, 1997
- Sociétés Commerciales, Paris: Lamy S.A., 1992
- Summaries of Legislation, Company Law, Takeover Bids, 11. 6. 2004, www.europa.eu.int/scadplus/leglen/lvb/126012a.htm

- Štenglová, I., Plíva, S., Tomsa, M., Obchodní zákoník, komentář, 6. vydání, Praha: C. H. Beck, 2001
- Vantoruzzo, M.: „Takeover Regulation as a Wolf in Sheep’s Clothing: Taking Armour & Skeel’s Thesis to Continental Europe“, Bocconi University, Institute of Comparative Law „Angelo Sraffa“ (I.D.C.), <http://ssrn.com>
- Wagner, O.: „EU Takeover Directive – Success after 30 years of discussion?“ Deutsche Bank Research, EU Monitor, Financial Markets Special, July 2, 2003
- Westlaw, The Law of Securities Regulation, Third Edition
- Weston, F., Chung K. S.: „Takeover and corporate restructuring: an overview“ z knihy Hoag, S. E.: Restructuring and Corporate Control, Prentice Hall, Inc., 1990
- Winter, J.: „We all want to go to heaven but no one wals to die“, 1 (2004) European Company Law
- Winter, J.: „Corporate Governance“, Amsterdam Law School, EBL, February 28, 2005
- Woolfridge, F.: „The Implementation of the Takeovers Directive in Germany“, (2008) 19 European Business Law Review
- Wymeersch, E.: „The Takeover Bid Directive, light and darkness“, Working Paper Series, Financial law Institute, Universiteit Gent, 2008, <http://ssrn.com/abstract=1086987>
- Zumbansen, P., European Corporate Law and National Divergences: The Case of Takeover Regulation, Washington University Global Studies Law Review, 2004

Použité právní předpisy, rozhodnutí a stanoviska KCP a jiné související prameny:

- Návrh novely
- Důvodová zpráva k Návrhu novely

- Stanovisko předsedkyně Legislativní rady vlády k Návrhu novely Č.j. 499/09, ze dne 20. 5. 2009
- Připomínkový list – připomínky ČNB k Návrhu novely, ze dne 20. 2. 2009
- Obchodní zákoník ve znění pozdějších změn a doplňků a jeho jednotlivé novely, včetně harmonizační novely zák. č. 370/2000 Sb. a včetně důvodových zpráv k nim
- ZNP
- ZDKT
- Zák. č. 57/2006 Sb., o změně zákonů v souvislosti se sjednocením dohledu nad finančním trhem, ve znění pozdějších změn a doplňků
- Zákon č. 256/2004 Sb., ve znění pozdějších předpisů, o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších změn a doplňků
- Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších změn a doplňků
- Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance
- SŘ
- PZ
- zák. č. 1/1993 Sb., Ústava ČR, ve znění pozdějších změn a doplňků
- Věcný záměr obchodního zákona - návrh pro jednání vlády, <http://portal.justice.cz>, 23. 7. 2007
- Vypořádání připomínek k Návrhu novely, <http://eklep.vlada.cz/eklep/page.jsf>, 8. 4. 2009
- Usnesení vlády české republiky č. 670 ze dne 25. 5. 2009
- Důvodová zpráva k návrhu zákona o nabídkách převzetí, Sněmovní tisk 358
- Předkládací zpráva k Návrhu novely, <http://eklep.vlada.cz/eklep/page.jsf>, 8. 4. 2009
- Stanovisko KCP ze dne 27. 4. 2001 k výkladu definic ovládnutí podle § 66a odst. 2 ObchZ (*Cetlová, K., Vokál, P.*)
- Stanovisko KCP ze dne 18. 9. 1998 ve věci získání podílu na veřejně obchodovatelných akciích (§ 183b Obchodního zákoníku)

- Odpověď KCP (datum nespecifikováno) na otázku týkající se § 183b odst. 3 písm. c) Obchodního zákoníku
- Stanovisko KCP 9/2003 „Vliv konkurzního řízení na ovládací vztahy a povinnost učinit nabídku převzetí“
- Rozhodnutí KCP/43/2001
- Rozhodnutí KCP/10/2002
- Rozhodnutí KCP/20/2003
- Rozhodnutí KCP/15/2004
- Rozhodnutí KCP/16/2004
- Rozhodnutí KCP/17/2004
- Rozhodnutí KCP/2/2005
- Stanovisko KCP (datum nespecifikováno) „Právní rámec institutu nabídky převzetí ve smyslu ustanovení § 183a a násl. obchodního zákoníku ve znění účinném od 31. 12. 2001
- Komentovaná prezentace regulovaných trhů a vnitrostátních právních předpisů, kterými se provádějí příslušné požadavky směrnice o investičních službách (2004/39/ES) (2009/C 158/03)
- City Code
- WpÜG
- RGAMF
- CMF
- Třináctá směrnice
- White Paper from the Commission to the European Council (Milan, 28-29 June 1985) COM (85) 310 final, Brussels, 14 June 1985
- Common Position (EC) No 1/2001 adopted by the Council on 19 June 2000 (2001/C 23/01)
- Proposal for a 13th European Parliament and Council Directive on the company law concerning takeover bids (96/C 162/05)
- Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on takeover bids 2002/0240 (COD)

- 1995/0341 (COD) Commission Opinion to Article 251(2) of the EC Treaty on the European Parliament's amendments to the Council's common position regarding the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on the company law concerning takeover bids amending the proposal of the Commission pursuant to Article 250(2) of the EC Treaty
- Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, Brussels, 10 January 2002
- Commission Staff Working Document Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids

F. KLÍČOVÁ SLOVA (KEY WORDS)

- Nabídková povinnost (the mandatory takeover bid);
- Třináctá směrnice (the Thirteenth Directive);
- Zákon o nabídkách převzetí (the Act on Takeover Bids);

* * *