

**UNIVERZITA KARLOVA V PRAZE**

**Právnická fakulta**

Katedra obchodního práva

**Nabývání vlastních akcií a finanční asistence**

Diplomová práce

**Autor:** Tomáš Hasman

Vedoucí diplomové práce:

JUDr. Petr Čech, LL.M.

Praha, prosinec 2011

## **Čestné prohlášení**

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

V Praze dne 27.12.2011

Obsah:

|  |    |
|--|----|
| Seznam zkratek .....   | 4  |
| Úvod.....  | 5  |
| 1. Zpětné odkupy jako tržní nástroj .....                    | 7  |
| 1.1 Pojem a úvod do problematiky .....                       | 7  |
| 1.2 Možnosti zpětných odkupů jako tržního nástroje .....     | 7  |
| 1.3 Metody zpětných odkupů.....                              | 8  |
| 1.4 Rizika spojená se zpětnými odkupy.....                   | 9  |
| 2. Programy zpětných odkupů na regulovaných trzích.....      | 9  |
| 2.1 Historie.....  | 10 |
| 2.1.1 Přijetí pravidla SEC 10b–18 .....                      | 10 |
| 2.1.2 Daňové aspekty.....                                    | 10 |
| 2.1.3 Korporátní cíl maximalizace akcionářovi hodnoty.....   | 11 |
| 2.2 Vztah k právu společností.....                           | 12 |
| 2.2.1 Přístup ve Spojených státech amerických.....           | 12 |
| 2.2.2 Přístup v Evropě.....                                  | 13 |
| 3. Pravidlo bezpečného přístavu .....                        | 18 |
| 3.1 Bezpečný přístav podle nařízení Evropské komise .....    | 18 |
| 3.1.1 Rámec bezpečného přístavu.....                         | 18 |
| 3.1.2 Transparentnost a uveřejňování .....                   | 21 |
| 3.1.3 Limity ceny a objemu .....                             | 24 |
| 3.1.4 Restriktivní opatření .....                            | 26 |
| 3.2 Americký bezpečný přístav dle SEC10b-18.....             | 28 |
| 4. Právní úprava zpětných odkupů v Evropě pro futuro .....   | 30 |
| 5. Finanční asistence .....                                  | 32 |
| 5.1 Pojem a úvod do problematiky .....                       | 32 |
| 5.2 Nejčastější rizika spojená s finanční asistencí .....    | 34 |
| 6. Evropská úprava finanční asistence .....                  | 35 |
| 6.1 Podmínky poskytnutí finanční asistence.....              | 35 |
| 6.2 Posouzení uvolnění zákazu finanční asistence .....       | 36 |
| 6.2.1 „Spravedlivé tržní podmínky“ .....                     | 36 |
| 6.2.2 Proces schvalování poskytnutí finanční asistence ..... | 37 |

|   |    |
|---|----|
| 6.2.3 Přesetření finanční způsobilosti .....                            | 40 |
| 6.2.4 Finanční asistence a majetek společnosti.....                     | 41 |
| 6.2.5 Koupě vlastních akcií přímo od společnosti .....                  | 42 |
| 6.2.6 Finanční asistence zainteresovaným osobám .....                   | 43 |
| 6.2.7 Zhodnocení .....  | 43 |
| 7. Česká právní úprava finanční asistence .....                         | 44 |
| 7.1 Společnost s ručením omezeným.....                                  | 44 |
| 7.2 Akciová společnost .....  | 45 |
| 7.2.1 Stávající právní úprava .....                                     | 45 |
| 7.2.2 Změny od 1. ledna 2012 .....                                      | 49 |
| 7.3. Návrh zákona o obchodních korporacích .....                        | 50 |
| 8. Úvahy o podstatě řešení úpravy finanční asistence .....              | 51 |
| 8.1 Problémy zmocnění .....   | 52 |
| 8.2 Soft law a hard law .....   | 52 |
| 8.3 Aktivity na evropské úrovni .....                                   | 54 |
| Závěr .....   | 55 |
| Seznam pramenů.....   | 57 |
| Použitá literatura .....  | 57 |
| Použité návrhy právních předpisů, podklady, připomínky, materiály ..... | 58 |
| Použité cizí právní předpisy mimo Evropskou Unii .....                  | 59 |
| Acquisition in Own Shares and Financial Assistance .....                | 60 |

## Poděkování

Na tomto místě chci poděkovat vedoucímu diplomové práce JUDr. Petru Čechovi, LL.M. za vstřícnost a užitečné rady k formální i obsahové stránce mé diplomové práce.

Text práce vychází ze závazných právních předpisů účinných ke dni 1.12.2011.

## **Seznam zkratk**

**Druhá směrnice** Druhá směrnice Rady ze dne 13. prosince 1976 o koordinaci ochranných opatření, která jsou na ochranu zájmů společníků a třetích osob v členských státech od společností ve smyslu čl. 58 druhého pododstavce Smlouvy při zakládání akciových společností a při udržování a změně jejich základního kapitálu, za účelem dosažení rovnocennosti těchto opatření (77/91/EHS) ve znění směrnice Evropského Parlamentu a Rady 2006/68/ES ze dne 6. září 2006, kterou se mění směrnice Rady 77/91/EHS, pokud jde o zakládání akciových společností a udržování a změnu jejich základního kapitálu

**Směrnice o zneužívání trhu** Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES ze dne 28. ledna 2003 o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem

**Nařízení o bezpečném přístavu** Nařízení Komise (ES) č. 2273/2003 ze dne 22. prosince 2003, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES, pokud jde o výjimky pro programy zpětného odkupu a stabilizace finančních nástrojů

**Novela druhé směrnice** Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/68/ES ze dne 6. září 2006, kterou se mění směrnice rady 77/91/ES, pokud jde o zakládání akciových společností a udržování a změnu jejich základního kapitálu

**EAPB** European Association of Public Banks

**Transparenční směrnice** Směrnice Evropského Parlamentu a Rady 2004/109/ES ze dne 15. prosince 2004 o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, a o změně směrnice 2001/34/ES

**CESR** Committee of European Securities Regulators

**HLG** the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe

## Úvod

Téma *nabyvání vlastních akcií a finanční asistence* umožňuje zaměřit diplomovou práci mnoha směry a zabývat se dlouhou řadou otázek. Já jsem diplomovou práci rozdělil na dvě relativně samostatné části.

První z nich se zabývá programy zpětných odkupů vlastních akcií na regulovaných trzích. Snažil jsem vystihnout důvod pro markantní rozdíl ve fungování a možnosti využití tohoto finančního nástroje na jedné straně v Evropě, a na druhé straně ve Spojených státech amerických, kde mají zpětné odkupy nejdelší tradici.

K cílům této části diplomové práce patří (i) vysvětlení pojmu zpětných odkupů a popis základních charakteristik a principů fungování programů zpětných odkupů vlastních akcií kótovaných společností; (ii) poskytnutí bližšího náhledu na koncepci tak zvaného bezpečného přístavu; (iii) výklad jednotlivých dílčích pravidel bezpečného přístavu v Evropě a výklad základních pravidel bezpečného přístavu v USA; v neposlední řadě pak (iv) seznámení čtenáře s nedávnou aktivitou Evropské komise dotýkající se bezprostředně právní úpravy bezpečného přístavu.

Hlavním a zásadním cílem první části diplomové práce je nalezení příčiny hlavních rozdílů v evropském pojetí zpětných odkupů a v pojetí zpětných odkupů ve Spojených státech amerických.

V druhé části diplomové práce věnované finanční asistenci zaměřím pozornost na evropskou úpravu uvolnění zákazu poskytování finanční asistence a způsob její implementace do českého právního řádu. Budu se zabývat českou úpravou finanční asistence v připravovaném zákoně o obchodních korporacích.

Hlavním cílem této části diplomové práce je předložit obecnou komplexní úvahu o podstatě institutu finanční asistence, o jeho základních rysech, o rizicích s ním spojených a uvést několik úvah o směru hledání řešení problémů legislativní úpravy poskytování finanční asistence.

Sjednocujícím cílem a hlavní ambicí této diplomové práce bylo „předstoupit“ před čtenáře se zpracováním problematiky nabývání vlastních akcií a finanční asistence do určité míry neotřelým způsobem a „předložit“ na danou problematiku pohled slučující posouzení legislativní techniky a praktických dopadů právní úpravy.

Při zpracovávání diplomové práce jsem postupoval metodou jazykového, logického, teleologického a syntetického výkladu. Použil jsem též metodu srovnávací ve smyslu geografickém.

# 1. Zpětné odkupy jako tržní nástroj

## 1.1 Pojem a úvod do problematiky

Pojem zpětných odkupů znamená, že společnost získává zpět prostřednictvím různých metod majetkovou hodnotu, kterou dříve vydala, a která je spojena s majetkovou účastí na společnosti a právem podílu na správě a řízení společnosti. Jinými slovy (ovšem zjednodušeně) řečeno, společnost kupuje zpět vlastní akcie.

V USA jsou zpětné odkupy tržním nástrojem k dosahování různých korporátních cílů u společností, jejichž akcie se obchodují na regulovaných trzích, jelikož tržní nástroj má smysl pouze na trhu jako místě ve smyslu pravidelné směny jasně označených statků mezi pravidelnými účastníky podle stanovených pravidel.<sup>1</sup>

Naproti tomu v Evropě je využití zpětných odkupů pro korporátní cíle značně zúženo v důsledku evropské legislativy o tvorbě a udržení základního kapitálu společností, tedy v první řadě v důsledku Druhé směrnice, na niž musí brát ohled též evropské předpisy o fungování a ochraně kapitálových trhů.<sup>2</sup>

## 1.2 Možnosti zpětných odkupů jako tržního nástroje

Zpětné odkupy vlastních akcií mohou hrát významnou roli ve financování společnosti a mají komplexní povahu. Zaprvé, zpětné odkupy představují (i) investiční rozhodnutí; investici do sebe sama. Dále jsou (ii) výplatním rozhodnutím; jako alternativou k dividendám. Za třetí znamenají (iii) rozhodnutí o kapitálové struktuře, neboť zvyšují finanční zatížení společnosti. Představují též (iv) rozhodnutí o změně vlastnické struktury společnosti, zvláště pak uvážíme-li, že manažeři a *insiders* (osoby uvnitř společnosti - zaměstnanci), své akcie při zpětném odkupu, společnosti zpět neprodávají.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> Pro zpětné odkupy jako tržní nástroj není nezbytná podmínka, aby ke „směně“ docházelo na regulovaném trhu, nýbrž podmínka, že „se směňují“ jasně označené statky, které mají svůj pravidelný trh, kde se tvoří jejich cena za stanovených pravidel. Jinými slovy statky-akcie obchodované na regulovaných trzích.

<sup>2</sup> Pro potřeby této diplomové práce jsou fundamentálními předpisy v této oblasti Směrnice o zneužívání trhu a Nařízení o bezpečném přístavu.

<sup>3</sup> Vermaelen, T.: Share Repurchases. Foundations and Trends in Finance, 2005, vol. 1, č. 3, s. 171-268, s. 171. Dostupný také z WWW:<[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1625024](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1625024)>.



### 1.3 Metody zpětných odkupů

Existuje v podstatě pět druhů metod, kterými může společnost provést zpětné odkupy<sup>4</sup>:

- (i) Veřejná nabídka na odkup vlastních akcií za stanovenou cenu (*fixed price tender offer*); Společnost tímto způsobem nabízí, že odkoupí určitý cílový počet akcií, přičemž nabízí pevnou cenu za akcii. Společnost například nabízí, že odkoupí 1 milion vlastních akcií po 20 \$ za akcii;
- (ii) Veřejná nabídka na odkup vlastních akcií v holandské aukci (*Dutch auction tender offer*); Společnost tímto způsobem nabízí, že odkoupí určitý cílový počet akcií v určitém cenovém rozmezí za akcii. Každý účastník se investor (akcionář) poté oznámí společnosti počet akcií, které je ochoten prodat a svou minimální přípustnou cenu za akcii. Společnost pak odkoupí cílové množství při takové ceně za akcii, za kterou jsou akcionáři ochotni prodat cílové množství akcií. Cílové množství akcií je například 1 milion akcií v rozmezí 15 \$ až 20 \$ za akcii. Do aukce se přihlásí akcionáři držící celkem 3 miliony akcií. Společnost nakonec odkoupí cílové množství akcií za minimální cenu, za kterou je ochotno prodat akcie procento přihlášených akcionářů držící 1 milion akcií;
- (iii) zpětné odkupy vlastních akcií na regulovaných trzích; společnost dává pokyn registrovanému obchodníkovi s cennými papíry, aby na její účet koupil na regulovaném trhu určitý počet vlastních akcií společnosti;
- (iv) soukromě vyjednané odkupy vlastních akcií od specifických investorů; Společnost např. kupuje vlastní akcie s ážiem nad tržní cenou od investora – potenciálního nájezdníka, který upustí od pokusu o nepřátelské převzetí, právě když dostane za vlastní akcie společnosti zaplacené ážio (*premium*) nad tržní cenou;<sup>5</sup>

---

<sup>4</sup> Ibid., s. 173-181.

<sup>5</sup> Tyto obchody byly časté v USA v 80. letech a byly označovány jako *greenmail*. Tento výraz vznikl spojením slov *blackmail* („vydírání“) a *greenbacks* (výraz používaný pro americké dolary).

- (v) zpětné odkupy prováděné prostřednictvím finančních derivátů.

### **1.4 Rizika spojená se zpětnými odkupy**

Se zpětnými odkupy je spojena řada rizik. Obecně lze říci, že tato rizika můžeme rozdělit na a) rizika dopadající na věřitele a akcionáře společnosti; a b) rizika dopadající na akciové trhy. Toto rozdělení ovšem není zcela přesné, neboť rizika pro věřitele a akcionáře společnosti připadají v úvahu spíše v obecné rovině nabývání vlastních akcií, jehož úprava na evropské úrovni dopadá na akciové společnosti bez rozdílu, zda se jedná o „menší“ společnosti, jejichž akcie se neobchodují na regulovaných trzích, nebo o „velké“ akciové, jejichž akcie se obchodují, nebo jsou přihlášeny k obchodování na regulovaných trzích. Na programy zpětných odkupů, které se týkají právě kótovaných společností, je pak třeba v Evropě aplikovat i pravidla vhodná spíše pro „malé“ nekótované společnosti.

Rizika, která se týkají trhů, představují dvě skutečnosti. Za první (i) zpětné odkupy mohou umožnit společnosti manipulování s kurzem vlastních akcií; Za druhé (ii) osoby dávající pokyn k odkupům, mohou držet důvěrné informace (*inside information*); O zpětných odkupech proto také hovoříme jako o nepřímé formě *insider dealing* (obchodování s využitím důvěrné informace).

Rizikem pro věřitele a další na společnosti interesované osoby (*stakeholders*) je skutečnost, že tyto subjekty mají své oprávněné zájmy ve snižování rizika pro své nároky; ty mohou být poškozeny snížením čistého obchodního majetku společnosti.

Rizikem pro akcionáře, potažmo zásadu rovného zacházení s akcionáři, je skutečnost, část akcionářů své akcie společnosti prodá a druhá část nikoliv.

## **2. Programy zpětných odkupů na regulovaných trzích**

Program zpětných odkupů na regulovaných trzích je ekonomicky nejvýznamnější<sup>6</sup> metodou zpětných odkupů. Tato skutečnost je způsobena mimo jiné tím, že v mnoha právních rádech nalezneme restriktivní přístup k ostatním metodám zpětných odkupů.

---

<sup>6</sup> V letech 1985 až 2003 proběhlo ve světě 21.564 oznámení zpětných odkupů, jejichž hodnota byla dohromady 2,67 bilionů \$ a 80 % všech zpětných odkupů tvořily programy zpětných odkupů na regulovaném trhu. (in Vermaelen, T., op. cit. sub 2, s. 183) Tento poměr přetrvává.

## 2.1 Historie

Před rokem 1980 nedocházelo obecně k odkupovým aktivitám příliš často. Počet oznámení zpětných odkupů v USA byl relativně malý, méně než 30 za rok. Mimo USA byly ve všech ostatních státech v té době zpětné odkupy buď zakázány, nebo byly velmi nevýhodné kvůli daňové zátěži.

Existují čtyři základní faktory, které vedly v USA (a později ve zbytku světa) k rozmachu zpětných odkupů:

### 2.1.1 Přijetí pravidla SEC 10b–18

Prvním faktorem byla změna regulace. Americká Komise pro cenné papíry a burzu cenných papírů (*U.S. Security and Exchange Commission*) zavedla pravidlo SEC 10b–18 označované jako pravidlo bezpečného přístavu (*safe harbor rule*)<sup>7</sup>, podle kterého se nebude o emitentovi soudit, že porušil ustanovení zákona<sup>8</sup> o zákazu manipulace s kurzem cenného papíru čistě z důvodů způsobu, načasování, ceny a objemu zpětného odkupu vlastních akcií, jestliže emitent provádí zpětné odkupy na regulovaném trhu v souladu s pravidly bezpečného přístavu. Pravidla bezpečného přístavu jsou navržena, aby minimalizovala tržní dopad emitentových zpětných odkupů. Zároveň však nesplnění podmínek bezpečného přístavu neznamena automaticky, že emitent zpětným odkupem porušil zákon.

### 2.1.2 Daňové aspekty

Tento faktor souvisí s povahou zpětných odkupů jako alternativy k dividendám. Zpětné odkupy mohou být daněny jako kapitálové výnosy (v USA), nebo jako tzv. „pseudo dividendy“ (Nizozemí do roku 2001, Japonsko do roku 1995). Daňový režim zpětných odkupů v podobě daně z kapitálových výnosů je typický pro státy, kde fyzické

---

<sup>7</sup> Securities and Exchange Commission. Purchases of Certain Equity Securities by the Issuer and Others, Final rule, 17 CFR Parts 228, 229, 240, 249, 270, and 274 [Release Nos. 33-8335; 34-48766; IC-26252; File No. S7-50-02]. Dostupný z WWW:<<http://www.sec.gov/rules/final/33-8335.htm>>. Uvedený dokument umožňuje seznámit se s původní úpravou bezpečného přístavu, stejně tak jako s posledními doplňky tohoto pravidla.

<sup>8</sup> *Securities Exchange Act of 1934*. Dostupný z WWW:<<http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>>.

osoby jsou subjekty daně z kapitálových výnosů a dividendy jsou daněny imputačním systémem. V imputačním systému je investor kompenzován za dvojité zdanění - příjmu právnických osob a příjmu z dividendy. Danění zpětných odkupů jako „pseudo dividend“ je naopak typické pro země, kde fyzické osoby jsou subjekty daně z příjmu z dividendy.<sup>9</sup>

### 2.1.3 Korporátní cíl maximalizace akcionářovi hodnoty

Zpětné odkupy jsou obecně vítány u akcionářů společnosti. Méně pak u ostatních, na společnosti zainteresovaných osob (manažeri, věřitelé, zaměstnanci).

Manažeri raději využijí volné finanční prostředky pro růst a expanzi společnosti. Pro generální ředitele mohou být zpětné odkupy známkou absence či malého množství investičních projektů nebo nedostatku kreativity. Jejich renomé, moc a odměny jsou přímo úměrné velikosti společnosti. Je proto přirozené, že většina generálních manažerů není v souvislosti s odkupy příliš nadšena (pokud významná složka jejich odměny není spojena s cenou vlastních akcií, kapitálovou návratností, ziskem z akcie, nebo pokud nevládní opce na nákup vlastní akcií společnosti).

Banky a další věřitelé mají zájem, aby společnost prosperovala a zároveň minimalizovala riziko. Zpětné odkupy zatěžují kapitál společnosti, tedy zvyšují riziko pro věřitele.

Odbory zaměstnanců společnosti pak budou zkoušet přesvědčit společnost, aby volné prostředky investovala do zlepšení pracovních podmínek a odborů samotných. Proto nevstřícný postoj k odkupům by měl být významný ve státech, kde členové odborů jsou zastoupeni v řídicích či správních orgánech společností, jak tomu je v Německu a Francii.

Zpětné odkupy jsou nejvíce populární ve státech, kde společnosti uznávají za svůj primární cíl „maximalizaci akcionářovi hodnoty“ (*shareholder value maximization*). Mají se na mysli dlouhodobí akcionáři. Takovými státy jsou např. USA a Velká Británie.<sup>10</sup>

---

<sup>9</sup> Vermaelen, T., op. cit. sub 2, s. 213-215.

<sup>10</sup> Ibid., s. 215-216.

## **2.2 Vztah k právu společností**

Na počátku programů zpětných odkupů stojí vždy rozhodnutí společnosti o přijetí programu. Způsob přijetí jakéhokoliv rozhodnutí společnosti je otázkou a předmětem práva společností. Právo společností má upravit procesy přijímání rozhodnutí společnosti.

Na druhé straně tržní parametry programů zpětných odkupů jsou předmětem vlastního rozhodnutí orgánů společnosti a dalších osob podílejících se na řízení společnosti (manažerů – *officers*). Závazné podmínky pro tržní parametry programů zpětných odkupů pak má stanovit právo regulace a ochrany kapitálových trhů.

Domnívám se, že míra ingerence evropského práva obchodních společností do otázek tržních parametrů programů zpětných odkupů, představuje značné překážky pro možnost plného využití tržního potenciálu programů zpětných odkupů. Zároveň jsem však názoru, že tento problém není způsoben evropským právem obchodních společností, rozuměj Druhou směrnicí, nýbrž „evropským zákonodárcem“, který programy zpětných odkupů společností s kótovanými akciemi bez dalšího paušálně podřídil všem ustanovením Druhé směrnice, která nabývání vlastních akcií upravují z pohledu ochrany věřitelů a akcionářů<sup>11</sup>, nikoliv z pohledu potřeb regulovaných trhů, potažmo kapitálových trhů obecně.

### **2.2.1 Přístup ve Spojených státech amerických**

V USA uděluje společnosti oprávnění k zpětným odkupům většinou správní rada společnosti.<sup>12</sup> Program zpětného odkupu obsahuje informaci o tom, (i) kolik společnost zamýšlí v době trvání programu odkoupit vlastních akcií, (ii) nebo jakou částku zamýšlí společnost vynaložit na odkupy v době trvání programu, když např. společnost oznámí, že chce v rámci odkupů rozdělit mezi akcionáře volné finanční prostředky; a popř. (iii) dobu trvání programu zpětných odkupů.

Právo společností neklade ve Spojených státech amerických žádné požadavky na tržní parametry programů ve smyslu maximálního přípustného množství odkoupených

---

<sup>11</sup> Srov. Čech, P.: Nařízení Evropské komise o podmínkách přípustného nabývání vlastních akcií a stabilizace kurzu. *Právní rozhledy*, 2004, č. 9, s. 356-371, s. 358.

<sup>12</sup> Vermaelen, T., op. cit. sub 2, Table 3.12, s. 203. Společnosti inkorporované podle práva státu Delaware, jehož právo společností slouží často jako vzor právo společností ostatní států Unie (srov. Černá, S.: Přehodnotí Evropa přístup k základnímu kapitálu? *Právní rozhledy*, 2005, č. 22, s. 816-829, s. 828), nemusí svolat valnou hromadu akcionářů, aby ti rozhodli o udělení oprávnění k zpětným odkupům.

akcií či přípustných extrémů cenového rozmezí akcií. Tyto parametry upravuje z důvodu řádného fungování a ochrany trhu zákon *Securities Exchange Act* z roku 1934 ve spojení s pravidly pro obchodování na regulovaném trhu přijatými komisí *U.S. Securities and Exchange Commission*.

Po získání autorizace k zpětným odkupům je čistě manažerským rozhodnutím, zda společnost zadá na regulovaném trhu pokyn k zpětnému odkupu, či nikoliv (program není závazkem společnosti, na rozdíl od *fixed price tender offer* či *Dutch auction tender offer*). Není proto neobvyklým jevem, že po oznámení oprávnění k programu nedochází bezprostředně ke skutečnému odkupování vlastních akcií. Programy jsou často dokonány až několik let po oznámení oprávnění k zpětným odkupům. Například společnosti odkupují méně vlastních akcií, když předtím v důsledku minulého odkupu, silně vzrostla cena vlastních akcií.

### **2.2.2 Přístup v Evropě**

Článek 19 odst. 1 Druhé směrnice stanoví, že aniž je dotčena zásada rovného zacházení pro všechny akcionáře, kteří se nacházejí ve stejném postavení, a Směrnice o zneužívání trhu, mohou členské státy umožnit, aby společnost nabývala vlastní akcie přímo nebo prostřednictvím osoby jednající vlastním jménem, avšak na účet této společnosti. Pokud je toto nabývání umožněno, stanoví pro ně členské státy alespoň tyto podmínky:

a) nabytí povolila valná hromada, která stanoví podrobnosti tohoto nabytí, a zejména nejvyšší počet akcií, které může společnost nabýt, dobu, na kterou může společnost akcie nabýt, jejíž maximální délku určí vnitrostátní právní předpisy a která nesmí být delší než pět let, a při nabytí akcií za úplatu rovněž nejvyšší a nejnižší protiplnění. Členové správních nebo řídicích orgánů se ujistí, že jsou v okamžiku povoleného nabytí splněny podmínky uvedené v písmenech b) a c);

b) nabytí akcií, včetně akcií, které společnost nabyla již dříve a které stále drží, a akcií nabytých osobou jednající vlastním jménem, avšak na účet společnosti, nesmí mít za následek snížení čistého obchodního jmění pod částku uvedenou v čl. 15 odst. 1 písm. a) a b);

c) transakce se může týkat pouze zcela splacených akcií.

Směrnice o zneužívání trhu, na kterou poukazuje Druhá směrnice, se zaměřuje na zamezení obchodování s využitím důvěrných informací („*insider dealing*“) a na zamezení zmanipulování trhu. V čl. 8 Směrnice o zneužívání trhu upravuje výjimku ze stanovených zákazů pro obchodování s vlastními akciemi v rámci programů „zpětného odkupu“ nebo za účelem stabilizace finančního nástroje, pokud toto obchodování probíhá v souladu s prováděcími opatřeními. Tímto prováděcím opatřením je Nařízení o bezpečném přístavu. Nařízení o bezpečném přístavu v článku 2 odst. 3 definuje pro účely bezpečného přístavu program zpětného odkupu jako obchodování s vlastními akciemi v souladu s články 19 až 24 Druhé směrnice. Nařízení o bezpečném přístavu, tak vůbec nebere v potaz, že čl. 19 Druhé směrnice se vztahuje na všechny akciové společnosti, to znamená též na společnosti s koncentrovanou akcionářskou strukturou, jejichž akcie nejsou přijaty a neucházejí se o přijetí k obchodování na regulovaných trzích. Pro takto vymezené společnosti je opravdu fundamentální, aby o možnosti nabývání vlastních akcií společností rozhodovali akcionáři, neboť (i) v důsledku koncentrované akcionářské struktury může znamenat nabytí určitého množství vlastních akcií společností vznik nebezpečí samokontroly. Proto je vhodné, aby akcionáři určili nejvyšší přípustné množství nabývaných vlastních akcií; (ii) nabývání vlastních akcií bude ve střetu se zájmem na rovné zacházení s akcionáři, neboť společnost nemůže odkupovat akcie od všech akcionářů. Proto je vhodné, aby akcionáři rozhodli o extrémních rozmezích realizační ceny, dle stávající reálné hodnoty akcií společnosti; [viz čl. 19 odst. 1 písm. a) Druhé směrnice]. Ovšem pro kótované společnosti či společnosti, které se uchází o přijetí na regulovaný trh, nejsou podmínky obsažené v čl. 19 odst. 1 písm. a) Druhé směrnice pro potřeby programů zpětných odkupů zapotřebí, ba co víc, jsou programům na překážku. Proč by například měl být stanoven maximální strop pro množství nabývaných vlastních akcií, když společnost rozhoduje o rozdělení mimořádně dosažených přebývajících finančních prostředků společnosti mezi akcionáře formou zpětných odkupů<sup>13</sup>?

---

<sup>13</sup> Forma dividend zde spíše nebude přicházet v úvahu, protože společnosti, které vyplácejí dividendy, mají svou politiku vyplácení dividend zaměřenou dlouhodobě, jelikož společnosti jen v případech

Další podmínka upravená čl. 19 odst. 1 písm. b) Druhé směrnice je očividně projevem hlavního vytyčeného cíle teorie tvorby a udržení základního kapitálu společnosti, čili ochrany věřitelů společnosti. K smysluplnosti podmínky zachování úrovně čistého obchodního jmění nad hladinou vyjádřenou čl. 15 odst. 1 písm. a) a b) Druhé směrnice se vyjadřuji na jiném místě<sup>14</sup> diplomové práce.

Podmínka nabývání pouze zcela splacených vlastních akcií [čl. 19 odst. 1 písm. c) Druhé směrnice] vychází ze závazku akcionáře vzniklého úpisem akcií společnosti, že dříve či později akcionář splatí společnosti celý emisní kurz akcie.

Pro úplný přehled podmínek, které se hypoteticky aplikují na programy zpětných odkupů v důsledku paušálního vztáhnutí ustanovení čl. 19 až 24 Druhé směrnice na programy zpětných odkupů vlastních akcií kótovaných společností Nařízením o bezpečném přístavu, podávám v následujících odstavcích enumerativní výčet ustanovení čl. 19 odst. 2 až čl. 22<sup>15</sup> Druhé směrnice. V následující kapitole 3. Pravidlo bezpečného přístavu se vrátím k těmto ustanovením z důvodu pozoruhodné interakce některých z těchto ustanovení s ustanoveními Nařízení o bezpečném přístavu.

Článek 19 odst. 2 Druhé směrnice stanoví, že právní předpisy členského státu se mohou odchýlit od odst. 1 písm. a) první věty, pokud je nabytí vlastních akcií nezbytné, aby se společnost vyhnula vážné a bezprostředně hrozící újmě. V takovém případě musí správní nebo řídicí orgán společnosti informovat následující valnou hromadu o důvodech a cílech provedeného nabytí, o počtu a jmenovité hodnotě, nebo nemají-li jmenovitou hodnotu, o účetní hodnotě nabytých akcií, o podílu na upsaném základním kapitálu, který tyto akcie představují, a o protihodnotě za tyto akcie.

---

absolutní nevyhnutelnosti přikračují ke krácení dividend, neboť je to považováno za velmi negativní signál. Proto v případech mimořádného zisku společnost raději zvolí výplatu formou zpětných odkupů, než by riskovala, že po zvednutí hladiny vyplácených dividend bude muset v budoucnu tuto nově stanovenou hladinu upravovat směrem dolů, z důvodu nezopakování mimořádného zisku. Více k relaci zpětné odkupy-dividenda in Vermaelen, T., op. cit. sub 2, s. 254-256.

<sup>14</sup> Bod 6.2.4 Finanční asistence a majetek společnosti.

<sup>15</sup> Články 23; 23a; a 24 Druhé směrnice jsou předmětem zkoumání druhé části diplomové práce.



Článek 19 odst. 3 Druhé směrnice stanoví, že členské státy mohou vyloučit použití odst. 1 písm. a) první věty na akcie nabyté společností samou nebo osobou jednající vlastním jménem, avšak na účet této společnosti, které mají být rozděleny zaměstnancům této společnosti nebo zaměstnancům společnosti, která je s touto společností spojena. K rozdělení těchto akcií musí dojít ve lhůtě dvanácti měsíců ode dne nabytí.

Článek 20 odst. 1 stanoví, že členské státy mohou vyloučit použití článku 19 Druhé směrnice na

- a) akcie nabyté k provedení rozhodnutí o snížení základního kapitálu nebo v případě vydaných odkoupitelných akcií;
- b) akcie nabyté v důsledku univerzálního převodu majetku;
- c) akcie zcela splacené, nabyté bezplatně nebo bankami a jinými finančními institucemi jako kupní provize;
- d) akcie nabyté na základě právní povinnosti nebo v důsledku soudního rozhodnutí k ochraně menšinových akcionářů například v případě sloučení, změny předmětu nebo právní formy společnosti, přenesení sídla společnosti do zahraničí nebo zavedení omezení pro převod akcií;
- e) akcie nabyté od akcionáře v případě jejich nesplacení;
- f) akcie nabyté pro odškodnění menšinových akcionářů spojených společností;
- g) akcie zcela splacené, nabyté během soudní dražby provedené s cílem splacení pohledávky společnosti u majitele těchto akcií;
- h) akcie zcela splacené, vydané investiční společností s fixním kapitálem podle čl. 15 odst. 4 druhého pododstavce a nabyté na žádost investorů touto společností nebo společností s ní spojenou. Použije se čl. 15 odst. 4 písm. a).

Tato nabytí nesmí způsobit snížení čistého obchodního jmění pod částku upsaného základního kapitálu zvýšenou o rezervy, které nemohou být podle právních předpisů rozděleny.

Článek 20 odst. 2 Druhé směrnice stanoví, že akcie nabyté v případech podle odst. 1 písm. b) až g) však musí být převedeny nejpozději ve lhůtě tří let ode dne jejich nabytí, ledaže jmenovitá hodnota, nebo nemají-li jmenovitou hodnotu, účetní hodnota nabytých akcií, včetně akcií, které společnost nabyla prostřednictvím osoby jednající

vlastním jménem, avšak na účet společnosti, nepřesahuje 10 % upsaného základního kapitálu.

Článek 20 odst. 3. Druhé směrnice stanoví, že nedojde-li k převedení akcií ve lhůtě podle odstavce 2, musí být akcie zrušeny. Právní předpisy členského státu mohou pro toto zrušení vyžadovat snížení upsaného základního kapitálu o odpovídající částku. Toto snížení musí být uloženo, pokud nabytí akcií, které mají být zrušeny, má za následek snížení čistého obchodního jmění pod částku uvedenou v čl. 15 odst. 1 písm. a).

Článek 21 Druhé směrnice stanoví, že akcie nabyté v rozporu s články 19 a 20 musí být převedeny ve lhůtě jednoho roku od jejich nabytí. Pokud k převedení ve stanovené lhůtě nedojde, použije se čl. 20 odst. 3.

Článek 22 odst. 1 Druhé směrnice stanoví, že umožňují-li právní předpisy členských států, aby společnost samostatně nebo prostřednictvím osob jednajících vlastním jménem, avšak na účet této společnosti nabývala vlastní akcie, podřídí držení těchto akcií alespoň těmto podmínkám:

- a) z práv, která jsou spojena s akciemi, je v každém případě pozastaveno hlasovací právo spojené s vlastními akciemi;
- b) pokud jsou tyto akcie zúčtovány v aktivech rozvahy, je v pasivech uvedena nepohotová rezerva ve stejné výši.

Článek 22 odst. 2 Druhé směrnice stanoví, že umožňují-li právní předpisy členských států, aby společnost samostatně nebo prostřednictvím osob jednajících vlastním jménem, avšak na její účet, nabývala vlastní akcie, musí požadovat, aby výroční zpráva obsahovala alespoň

- a) důvody nabytí, ke kterým došlo během účetního období;
- b) počet a jmenovitou hodnotu, nebo nemají-li jmenovitou hodnotu, účetní hodnotu akcií nabytých a převedených během účetního období a podíl na upsaném základním kapitálu, který tyto akcie představují;
- c) v případech nabytí nebo převodu za úplatu protihodnotu za tyto akcie;

d) počet a jmenovitou hodnotu, nebo nemají-li jmenovitou hodnotu, účetní hodnotu všech akcií nabytých a držných v portfoliu společnosti a rovněž podíl na upsaném základním kapitálu, který tyto akcie představují.

### **3. Pravidlo bezpečného přístavu**

Pravidlo bezpečného přístavu (*safe harbor rule*) bylo poprvé zavedeno v USA v roce 1982 (viz bod 2.1.1 Pravidlo SEC 10b–18). Základním smyslem pravidla bezpečného přístavu je vytvořením systému několika srozumitelných pravidel poskytnout společnostem s kótovanými akciemi možnost splněním pravidel bezpečného přístavu získat právní jistotu legality jejich odkupů ve smyslu souladu s předpisy na ochranu trhu.

#### ***3.1 Bezpečný přístav podle nařízení Evropské komise***

##### **3.1.1 Rámec bezpečného přístavu**

Nařízení o bezpečném přístavu (zde také pouze jako „nařízení“) je prováděcím opatřením dle čl. 8 Směrnice o zneužívání trhu. Nařízení stanoví pravidla bezpečného přístavu. Bod 2 preambule nařízení stanoví důležitou zásadu, že „obchodování s vlastními akciemi v rámci programů zpětného odkupu a opatření stabilizace finančního nástroje, na které se nevztahuje výjimka ze zákazů Směrnice o zneužívání trhu, by neměly být samy o sobě považovány za zneužívání trhu.“

Článek 2 odst. 3 nařízení definuje pro účely bezpečného přístavu program zpětného odkupu jako obchodování s vlastními akciemi v souladu s články 19 až 24 Druhé směrnice.<sup>16</sup>

Rámec bezpečného přístavu pro programy zpětných odkupů dle nařízení lze schematizovat pomocí pěti charakteristik: (i) účel programu (čl. 3 nařízení); (ii) uveřejnění/transparentnost (čl. 4 nařízení); (iii) cena (čl. 5 nařízení); (iv) množství (čl. 5 nařízení); a (v) specifická podmínky/omezení (čl. 6 nařízení).

---

<sup>16</sup> K tomu podrobně viz bod 2.2.2 Přístup v Evropě.

Článek 3 nařízení stanoví taxativně tři cíle programu zpětného odkupu, které musí mít programy zpětného odkupu, pokud mají „vplout do bezpečného přístavu“. Program musí mít vždy jeden z těchto cílů a přítomnost byť jen jednoho jiného cíle v programu znamená, že celý se program nachází mimo bezpečný přístav. Uznávanými cíli programu zpětných odkupů jsou: (i) snížení základního kapitálu společnosti; (ii) splnění povinností vyplývajících z dluhových finančních nástrojů vyměnitelných za kapitálové nástroje<sup>17</sup>; a (iii) splnění povinností vyplývajících z programů akciových opcí pro zaměstnance nebo jiného přidělování akcií zaměstnancům emitenta nebo přidruženého podniku. Přísnost čl. 3 nařízení byla během příprav nařízení kritizována<sup>18</sup> a bylo doporučováno zaměřit výčet jako demonstrativní nebo vytvořit takovou koncepci, při které by pro setrvání v bezpečném přístavu stačilo, aby mezi cíli programu byl jeden z těch definovaných v čl. 3 nařízení.<sup>19</sup> Další instituce ve svých připomínkách vyjádřila názor, že programy zpětných odkupů podléhají řadě pravidel práva obchodních společností, jako je požadavek schválení valnou hromadou. Tato pravidla by podle nich měla být hlavními kritérii určující legitimacy obchodu. Legálně legitimní programy zpětných odkupů – bez ohledu na jejich zamýšlený účel – by proto měly vždy zapadat do rámce bezpečného přístavu za předpokladu, že splňují všechna další pravidla nařízená směrnicí.<sup>20</sup> Zde bych chtěl upozornit na způsob uvažování asociace EAPB o programech zpětných odkupů, který míří stejně jako oddíl 2.2 diplomové práce na vztah programu zpětných odkupů s právem společností. Úvahy EAPB se vydaly po linii v opačném směru – od Druhé směrnice k nařízení o bezpečném přístavu.

Evropská Komise nicméně setrvala u taxativního výčtu jediných cílů programů hodných bezpečného přístavu.

V případě stanoveného cíle splnění povinností vyplývajících z programů akciových opcí pro zaměstnance může nastat interpretační problém, zda v rámci tohoto

---

<sup>17</sup> Např. konvertibilní dluhopisy.

<sup>18</sup> Evropská Komise v březnu 2003 vyzvala veřejnost ke komentáři k připravovaným předpisům o zamezení zneužívání trhu. Seznam institucí, které zaslaly své připomínky je dostupný z WWW: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/abuse/2003-05-contributions\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/abuse/2003-05-contributions_en.htm)>. Nejpodrobnější rozbor navrhovaných pravidel bezpečného přístavu poskytla banka Morgan Stanley.

<sup>19</sup> Morgan Stanley. Comments on the working documents related to the insider dealing and market manipulation, duben 2003, s. 2. Dostupný také z WWW: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/abuse/2003-05-consult/morgan-stanley\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/abuse/2003-05-consult/morgan-stanley_en.pdf)>.

<sup>20</sup> European Association of Public Banks. Comments on the working documents related to the insider dealing and market manipulation, duben 2003, s. 5. Dostupný také z WWW: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/abuse/2003-05-consult/eabp\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/abuse/2003-05-consult/eabp_en.pdf)>.

cíle je možné uvažovat též o členech statutárních a dozorčích orgánů společnosti. „V systému tuzemského práva by bylo třeba odpovědět negativně, zde je však nutné interpretovat pojem v kontextu komunitární úpravy, bude tedy záležet, jaké stanovisko případně zaujme Evropský soudní dvůr.“<sup>21</sup> Banka Morgan Stanley adresovala Komisi ve svých připomínkách k návrhu nařízení doporučení k výslovnému zařazení členů (a bývalých členů) orgánů společností a jejich manažerů (a bývalých manažerů), do definice tohoto cíle.<sup>22</sup> Upozornění zůstalo nevyslyšeno.

V konečné zprávě CESR z prosince 2002 adresované Evropské komisi o doporučení k prováděcím opatřením navržené směrnice o zneužívání trhu<sup>23</sup> CESR uvedl, že ačkoliv společnosti mohou mít mnoho důvodů pro obchodování s vlastními akciemi, pouze část z těchto důvodů může požívat výjimky ze zákazu v podobě bezpečného přístavu. CESR podal demonstrativní výčet aktivit, o kterých si nemyslí, že by měly spadat do bezpečného přístavu: odkupy odkoupitelných akcií (*redeemable shares*); obchodování s vlastními akcie v rámci běžné obchodní činnosti (např. *hedging* jiné způsoby řízení rizika); plnění emitenta na základě *liquidity agreement* investorovi; a jiné aktivity zahrnující prodej vlastních akcií. Zároveň však CESR uvedl, že u aktivit mimo bezpečný přístav není stanoven předpoklad, že by zneužívaly trh. Tyto aktivity musí být pouze prováděny v souladu se směrnicí o zneužívání trhu.

Článek 3 nařízení zároveň stanoví, že, aby se program zpětného odkupu nacházel v bezpečném přístavu, musí splňovat podmínky stanovené články 4, 5 a 6 nařízení o bezpečném přístavu. Zde se nabízí otázka, zda programy zpětných odkupů, které mají jiný cíl než ten přípustný podle čl. 3 nařízení, resp. cíl v nich není explicitně vyjádřen, musí splňovat podmínky článků 4, 5 a 6 nařízení, aby transakce pod takovými programy neporušovaly Směrnicí o zneužívání trhu. Vezmeme-li při logickém výkladu v úvahu, že bod 2 preambule nařízení stanoví, že program zpětného odkupu, který nesplní podmínky Nařízení o bezpečném přístavu, by neměl být sám o sobě považován za zneužívání trhu, můžeme dospět k závěru, že legálnosti transakce z pohledu zneužívání trhu nebrání nesplnění podmínek bezpečného přístavu. Uvažujeme o účelu Směrnice o zneužívání trhu a Nařízení o bezpečném přístavu. Je zřejmé, že systém

---

<sup>21</sup> Srov. Čech, P., op. cit. sub 11, s. 359.

<sup>22</sup> Morgan Stanley, op. cit. sub 19, s. 3.

<sup>23</sup> CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive. Final Report, CESR/02-089d, s. 34. Dostupný z WWW:<[http://esma.europa.eu/system/files/02\\_089d.pdf](http://esma.europa.eu/system/files/02_089d.pdf)>.

podmínek zavedený směrnicí a nařízením má zabraňovat zneužívání trhu. Pak ovšem splnění podmínek článků 4, 5 a 6 nařízení, tedy podmínek transparency, cenových a objemových omezení denního obchodování a podmínek pro specifické situace, očividně znamená, že negativní dopad zpětných odkupů na trh byl do značné míry minimalizován, ne-li eliminován. Pak je ovšem zarážející, že přes významnou zdůvodněnou kritiku navržené úpravy obligatorních cílů programů jako podmínky sine qua non, Evropská komise setrvala na svém návrhu a ještě posílila „ostrakizaci“ programů bez obligatorního cíle z bezpečného přístavu prohlášením v bodě 3 preambule nařízení, kde Evropská komise prohlašuje, že chování, které přímo nesouvisí s účelem zpětného odkupu a stabilizace, se proto posuzuje stejně jako jakákoli jiná činnost spadající do oblasti působnosti Směrnice o zneužívání trhu a může být předmětem správních opatření nebo sankcí, pokud příslušný orgán zjistí, že dotyčná činnost představuje zneužívání trhu.

### **3.1.2 Transparentnost a uveřejňování**

Článek 4 odst. 1 nařízení stanoví, že program zpětného odkupu musí splňovat podmínky stanovené v čl. 19 odst. 1 Druhé směrnice. Tato podmínka byla zhodnocena v oddílu 2.2 diplomové práce. Vraťme se ovšem ještě jednou ke vztahu pravidel práva společností k předpisům ochrany trhu. Význam ustanovení čl. 4 odst. 1 Nařízení o bezpečném přístavu je bez dalšího zcela jasný. Pokusím se přesto poukázat na jeden problém. Článek 1 Nařízení o bezpečném přístavu stanoví, že nařízení stanoví podmínky, které musí splňovat programy zpětného odkupu a stabilizace finančních nástrojů, aby se na ně mohla vztahovat výjimka stanovená v článku 8 Směrnice o zneužívání trhu. Pojem „program zpětného odkupu“ dle čl. 1 nařízení je definován ust. čl. 2 odst. 3 nařízení jako „obchodování s vlastními akciemi v souladu s články 19 až 24 Druhé směrnice.“ Zaměřme pozornost na ustanovení čl. 19 odst. 3 Druhé směrnice, který stanoví, že členské státy mohou vyloučit použití odst. 1 písm. a) první věty na akcie nabyté společností samou nebo osobou jednající vlastním jménem, avšak na účet této společnosti, které mají být rozděleny zaměstnancům této společnosti nebo zaměstnancům společnosti, která je s touto společností spojena. K rozdělení těchto akcií musí dojít ve lhůtě dvanácti měsíců ode dne nabytí. Zde popsané jednání odpovídá obligatornímu cíli programu zpětného odkupu dle čl. 3 písm. b) nařízení. Domnívám se,

že minimálně za úvahu stojí výklad, že program zpětných odkupů s cílem splnění povinností vyplývajících pro společnost z programu akciových opcí zaměstnanců společnosti nemusí být schvalován valnou hromadou společnosti, tudíž by o programu mohlo rozhodnout představenstvo a postačí uveřejnit (z důvodu transparenční povinnosti dle čl. 4 odst. 2 nařízení) maximální cenu, za kterou smí společnost vlastní akcie odkupovat a maximální počet akcií, které mají být získány. Proti tomuto výkladu lze zřejmě argumentovat tak, že čl. 4 odst. 1 Nařízení o bezpečném přístavu stanoví, že program zpětného odkupu musí splňovat podmínky stanovené v čl. 19 odst. 1 Druhé směrnice, a proto program zpětného odkupu bez ohledu na jeho cíl, musí být schválen valnou hromadou akcionářů. Vezmeme-li však opět v úvahu účel bezpečného přístavu, to znamená minimalizovat dopady zpětných odkupů na trh, pak předkládaný výklad by mohl být alespoň podnětem ke změně Nařízení o bezpečném přístavu, neboť je fakt, že (i) společnost musí splnit povinnosti vyplývající z programu akciových opcí pro zaměstnance; z toho plyne, že valná hromada společnosti nemůže odmítnout udělit souhlasu k programu zpětného odkupu s tímto cílem, pokud společnost v dané chvíli nedrží žádné vlastní akcie, které by mohla pro splnění svých povinností použít; (ii) uveřejněním tohoto cíle programu zpětného odkupu, maximálního počtu akcií a maximální kupní ceny, jsou dopady programu zpětného odkupu na trh minimalizovány přesně dle účelu bezpečného přístavu.

Článek 4 odst. 2 nařízení upravuje transparentci transakcí před započítáním obchodování, když stanoví, že před začátkem obchodování musí být všechny podrobnosti o programu schváleném v souladu s čl. 19 odst. 1 druhé směrnice práva obchodních společností dostatečně uveřejněny v členských státech, ve kterých emitent požádal o přijetí svých akcií k obchodování na regulovaném trhu. Článek 4 odst. 2 nařízení dále stanoví, že „tyto podrobnosti musí obsahovat (i) cíl programu podle článku 3; (ii) maximální kupní cenu; (iii) maximální počet akcií, které mají být získány; a (iv) dobu trvání<sup>24</sup>, pro kterou byl program schválen. Následné změny programu musí být v členských státech předmětem dostatečného uveřejnění.“ Pojem „dostatečného uveřejnění“ je v nařízení definován v čl. 2 odst. 5 jako „uveřejnění provedené v souladu s postupem stanoveným v čl. 102 odst. 1 a článku 103 směrnice Evropského parlamentu

---

<sup>24</sup> V případě programu s cílem plnění povinností z akciových opcí pro zaměstnance srov. č. 19 odst. 3 věta poslední Druhé směrnice.

a Rady 2001/34/ES.<sup>25</sup> Tyto články této směrnice byly ovšem zrušeny a nahrazeny v roce 2004 Transparenční směrnicí (*Transparency Directive*). Transparenční směrnice uložila členským státům povinnost vytvořit národní databáze tzv. regulovaných informací<sup>26</sup>, které budou veřejně přístupné dálkovým způsobem.<sup>27</sup> Mezi regulované informace patří též podrobnosti o programech zpětných odkupů vlastních akcií dle čl. 4 odst. 2 Nařízení o bezpečném přístavu.

Článek 4 odst. 3 nařízení upravuje transparentnost transakcí v průběhu obchodování, když stanoví, že „emitent musí mít zavedeny mechanismy zaručující, že splní své informační povinnosti vůči příslušnému orgánu regulovaného trhu, na němž byly akcie přijaty k obchodování. Tyto mechanismy musí zaznamenávat každou operaci související s programy zpětného odkupu včetně informací uvedených v čl. 20 odst. 1 směrnice 93/22/EHS.“ Emitenti tak musí dát zprávu k dispozici příslušnému orgánu při nejbližší příležitosti. Lhůtu stanoví tento orgán. Ten může lhůtu prodloužit až do konce následujícího pracovního dne, pokud si to vyžadují provozní či praktické důvody, ale za žádných okolností nesmí být takto prodloužená lhůta překročena. Zpráva musí hlavně obsahovat podrobnosti týkající se názvu a počtu nástrojů zakoupených či prodaných, data a doby transakcí, cen transakcí a prostředků k identifikaci dotyčného emitenta. Informace o operacích souvisejících s programy zpětných odkupů musí být k dispozici příslušnému orgánu alespoň po dobu pěti let. Nařízení odkazem na čl. 20 odst. 1 směrnice 93/22/EHS rozšiřuje jeho aplikaci z investičních podniků<sup>28</sup> též na emitenty, ovšem pouze v rámci uplatnění výjimky bezpečného přístavu.<sup>29</sup>

---

<sup>25</sup> Toto dostatečné uveřejnění tak spočívalo v uveřejnění všech podrobností programu v jednom nebo více denících šířených celoplošně nebo na značném území daného členského státu nebo členských států nebo jejich zpřístupnění veřejnosti buď písemně na místech, která jsou inzerována v jednom nebo více denících šířených celoplošně nebo na značném území tohoto členského státu nebo členských států anebo zveřejnění jinými rovnocennými prostředky schválenými příslušnými orgány. Všechny podrobnosti programu museli být též sděleny příslušným orgánům a musí být sepsány v úředním jazyce nebo jazycích nebo v jednom z úředních jazyků nebo v jiném jazyce, pokud je v dotyčném členském státě tento úřední jazyk nebo jazyky nebo tento jiný jazyk obvyklý v oblasti financí a přijatelný pro příslušné orgány.

<sup>26</sup> Článek 2 odst. 1 písm. k) Transparenční směrnice definuje „regulované informace“ jako všechny informace, které emitent nebo jiná osoba, která požádala o přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu bez souhlasu emitenta, musí zveřejnit podle této směrnice, podle článku 6 Směrnice o zneužívání trhu nebo podle právních či správních předpisů členského státu přijatých podle čl. 3 odst. 1 této směrnice;

<sup>27</sup> Přístup k národním databázím regulovaných informací členských států EU jsou k dispozici na WWW:< <http://www.esma.europa.eu/page/oams>>

<sup>28</sup> Článek 1 odst. 2 směrnice Rady 93/22/ES ze dne 10. května 1993 o investičních službách v oblasti cenných papírů obsahuje definici investičního podniku.

<sup>29</sup> Srov. Čech, P., op. cit. sub 11, s. 360.



Článek 4 odst. 4 upravuje následnou transparentnost transakcí, když stanoví, že emitent musí uveřejnit podrobnosti o všech operacích uvedených v předchozím odstavci nejpozději na konci sedmého burzovního dne po jejich provedení. Všimněme si, že nařízení zde uvádí výraz „uveřejnit“ na rozdíl od kvalifikované formy „dostatečného uveřejnění“ upravené aktuálně Transparenční směrnicí. CESR k této problematice uvádí, že bere v potaz argument, že zájmy investora dostatečně ospravedlňují, aby podrobnosti programů zpětných odkupů byly uloženy podle mechanismu transparenční směrnice a mohly být nadále přístupné. Avšak podrobnosti vlastních operací, postupně v čase pozbývají významu, a proto jejich prosté uveřejnění je dostatečné. CESR se přiklání k názoru, že ačkoliv je možné uveřejnit informace o transakcích zpětných odkupů prostřednictvím mechanismů Transparenční směrnice, může tak být učiněno i jinými způsoby. Požadavky na uveřejnění lze splnit například prostřednictvím služeb tiskových agentur.<sup>30</sup>

### **3.1.3 Limity ceny a objemu**

Článek 5 odst. 1 nařízení stanoví, že „pokud jde o ceny, nesmí emitent při obchodování v rámci programu zpětného odkupu nakupovat akcie za vyšší cenu, než je cena posledního nezávislého obchodování nebo nejvyšší aktuální nezávislá nabídka na trzích, kde se nákup uskutečňuje, podle toho, která je vyšší. Jestliže tímto trhem není regulovaný trh, bere se jako referenční cena posledního nezávislého obchodování nebo nejvyšší aktuální nezávislá nabídka cena nebo nabídka na regulovaném trhu toho členského státu, v němž se uskutečňuje nákup.“ Toto znění může způsobit praktické potíže ve chvíli, kdy akcie jednoho emitenta jsou kótovány na více burzách. Uvažujme např. o situaci, kdy německý emitent s „hlavní“ emisí akcií ve Frankfurtu a „vedlejší“ emisí akcií v Londýně v rámci svého programu zpětného odkupu pověří nákupem obchodníka s cennými papíry, který je registrován ve Velké Británii, aby mimo regulovaný trh, tedy mimo londýnskou burzu, odkoupil na účet emitenta vlastní akcie od institucionálního investora. Dle znění čl. 5 odst. 1 bude v takovém případě maximální cena za akcii určena pouze dle údajů z londýnské burzy, ačkoliv na londýnské burze může být obchodování s akciemi německého investora relativně

---

<sup>30</sup> Guidelines - MAD Level 3 – Third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market. CESR Guideline, CESR/09-219, s. 13. Dostupný také z WWW:<[http://www.esma.europa.eu/system/files/09\\_219.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/09_219.pdf)>

vzácné a poslední nezávislé obchodování či nabídka nemusí mít požadovanou vypovídací hodnotu. Stejný problém by mohl samozřejmě nastat, při pověření britského obchodníka provést nákup na londýnské burze.<sup>31</sup> Článek 5 odst. 1 nařízení dále stanoví, „jestliže emitent uskutečňuje nákup vlastních akcií pomocí finančních derivátových nástrojů, nesmí být uplatněná cena těchto finančních derivátových nástrojů být vyšší než cena posledního nezávislého obchodování nebo nejvyšší aktuální nezávislá nabídka, podle toho, která je vyšší.“ Nařízení tak stanoví cenovou hranici též pro finanční deriváty, dochází-li jejich prostřednictvím k nabývání vlastních akcií. Nařízení však neřeší situaci, kdy se obchodování mimo regulovaný trh odehrává ve státě, na jehož trhu nejsou předmětné akcie kótovány. Komise přitom byla na tento problém upozorňována.<sup>32</sup>

Článek 5 odst. 2 nařízení stanoví, že „pokud jde o objem, nesmí emitent za den nakoupit více než 25 % průměrného denního objemu akcií obchodovaných na trhu, na němž se nákup uskutečňuje. Hodnota průměrného denního objemu je vypočítána na základě průměrného denního objemu obchodovaného v měsíci, který předcházel měsíci uveřejnění tohoto programu, a musí být pevná po celou schválenou dobu trvání programu. Jestliže program na tento objem neodkazuje, musí být hodnota průměrného denního objemu založena na průměrném denním objemu obchodovaném během 20 dnů, které předcházely dnu nákupu.“ Článek 5 odst. 3 nařízení poté stanoví, že „pro účely odstavce 2 může v případech mimořádně slabé likvidity dotyčného trhu emitent překročit uvedený limit 25 %, jsou-li splněny tyto podmínky: a) emitent předem uvědomí příslušný orgán dotyčného trhu o svém úmyslu překročit limit 25 %; b) vhodným způsobem uveřejní skutečnost, že může překročit limit 25 %; a c) nepřekročí 50 % průměrného denního objemu.“ Tato omezení týkající se denního objemu odkupovaných akcií vyvolávají řadu otázek. V první řadě jde o situace, kdy objem ohlašovaných obchodů je malý. Řešení takového případu ustanovením čl. 5 odst. 3 nařízení nemusí být vždy postačující. Znevýhodnění budou velcí investoři, kteří mají

---

<sup>31</sup> Morgan Stanley, op. cit. sub 19, s. 4.

<sup>32</sup> Např. tehdejší evropskou akciovou burzou Euronext - dnešní NYSE Euronext (in Euronext. Comments on the working documents related to the insider dealing and market manipulation, květen 2003, s. 4. Dostupný také z WWW: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/abuse/2003-05-consult/euronext\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/abuse/2003-05-consult/euronext_en.pdf)>)

zájem s emitentem uzavřít blokový obchod o velkém objemu akcií. Banka Morgan Stanley proto navrhovala, aby byla do nařízení zařazena výjimka z objemového limitu pro blokový obchod, který by překročil 1 % průměrné tržní kapitalizace emitenta za období měsíce, který předcházal měsíci uveřejnění programu. Takový blokový nákup emitenta by se nepočítal při stanovení průměrného denního objemu zobchodovaných akcií emitenta. Tato výjimka by zajistila, že velcí investoři nebudou zbytečně poškozeni nízkými obchodovanými objemy a emitentům by poskytla přístup k větší likviditě, aniž by se zvýšilo riziko zneužití trhu.<sup>33</sup> Další otázka vyvstává v případě, že akcie jsou přijaty k obchodování na více trzích. Není důvod neumožnit emitentovi sčítat objemy více trhů. Emitent by neměl být omezován objemem obchodovaným v jednom konkrétním státě.<sup>34</sup> Díkce nařízení ovšem spíše nasvědčuje tomu, že objemy možné sčítat není a relevantní údaj je třeba vzít pouze z toho trhu, na kterém dochází k odkupům. Další nejasnost je spatřována v tom, zda se limit objemu obchodovaných akcií uplatní též na transakce probíhající mimo trh. Domnívám se, že z díkce druhého odstavce to nelze dovodit.<sup>35</sup>

### **3.1.4 Restriktivní opatření**

Článek 6 nařízení omezuje emitenta v průběhu programu zpětného odkupu v nakládání s odkupovanými akciemi. Článek 6 odst. 1 písm. a) nařízení stanoví, že má-li se emitent pohybovat v rámci bezpečného přístavu, nesmí po dobu trvání programu prodávat vlastní akcie. Uvědomíme-li si, že jedním z důvodů programu zpětného odkupu dle nařízení může být splnění povinností plynoucích z akciových opcí pro zaměstnance nebo jiného přidělování akcií zaměstnancům emitenta nebo přidruženého podniku, lze si těžko představit, že by se zde měl aplikovat zákaz prodeje vlastních akcií.<sup>36</sup> „Emitentovi lze přesto doporučit, aby akcie zcizil až po nabytí všech kusů, které hodlá zcizit.“<sup>37</sup> V případě, že emitent v průběhu programu prodá vlastní akcie, vypadává program z režimu bezpečného přístavu a chce-li se emitent do tohoto režimu vrátit, musí absolvovat znovu celý proces, to jest od obdržení oprávnění valné hromady emitenta až po splnění podmínek pro dostatečné uveřejnění programu. Banka Morgan Stanley se

---

<sup>33</sup> Morgan Stanley, op. cit. sub 19, s. 4.

<sup>34</sup> Ibid, s. 4.

<sup>35</sup> Srov. Euronext. op. cit. sub 32, s. 4.

<sup>36</sup> Srov. Morgan Stanley, op. cit. sub 19, s. 5.

<sup>37</sup> Čech, P., op. cit. sub 11, s. 362.

k tomuto omezení vyjadřuje kriticky<sup>38</sup>. Jestliže se, podle Morgan Stanley, společnost rozhodne prodat své akcie, domnívá se banka, že by společnost neměla být nucena žádat znovu své akcionáře o nové oprávnění k programu zpětného odkupu, za předpokladu, že společnost vhodně obeznámí trh, že program bude pokračovat. Dokud je trh informován, nevnímá banka v takové situaci žádné zvýšení rizika zneužití trhu. Banka rovněž uvedla, že nařízení by mělo výslovně stanovit, že prodej vlastních akcií nemá vliv na legálnost předcházejících odkupů. Morgan Stanley proto navrhovala, aby kritizované ustanovení čl. 6 nařízení umožnilo prodej vlastních akcií během trvání programu, jestliže tomuto prodeji předchází vhodné zveřejnění informace o pozastavení programu a následně bude vhodně uveřejněna informace o pokračování programu.

Nařízení dále zamezuje obchodovat v době, která je podle práva členského státu, v němž probíhá obchodování, uzavřeným obdobím [čl. 6 odst. 1 písm. b) nařízení], a dále v době, kdy se emitent rozhodl pozdržet uveřejnění důvěrných informací v souladu se směrnicí o zneužívání trhu [čl. 6 odst. 1 písm. c) nařízení]. Uzavřené období znamená, že po určitou dobu předcházející důležitému okamžiku, např. zveřejnění výsledků hospodaření společnosti, je zakázáno členům řídicího či správního orgánu společnosti a dalším *insiders* provádět obchody s akciemi společnosti.

Omezení uvedená v čl. 6 odst. 1 nařízení se neuplatní, je-li emitent investiční podnik nebo úvěrová instituce a vytvořil účinné informační bariéry („čínské zdi“) [čl. 6 odst. 2 nařízení]. To znamená, že uvnitř struktury emitenta fungují účinné zábrany proniknutí důvěrných informací od jejich držitelů směrem k osobám, které uvnitř investičního podniku nebo úvěrové instituce realizují obchody na regulovaném trhu.

Nakonec Článek 6. odst. 3 nařízení stanoví, že odstavec 1 se nepoužije, jestliže emitent zavedl plánovaný program zpětného odkupu<sup>39</sup> nebo program zpětného odkupu je uskutečňován pod vedením investičního podniku nebo úvěrové instituce, který přijímá rozhodnutí o dni nákupu akcií emitenta nezávisle na něm a bez jeho vlivu.

---

<sup>38</sup> Srov. Morgan Stanley, op. cit. sub 19, s. 5.

<sup>39</sup> Plánovaný program zpětného odkupu je dle čl. 2 odst. 4 Nařízení o bezpečném přístavu takový program zpětného odkupu, u něhož jsou data operací a objem cenných papírů, které mají být obchodovány během doby trvání programu, stanoveny v době uveřejnění programu zpětného odkupu.

### 3.2 Americký bezpečný přístav dle SEC10b-18

Fundamentální idea bezpečného přístavu v USA je totožná s ideou evropského bezpečného přístavu. (i) Společnosti nejsou nuceny „vplout“ do bezpečného přístavu a (ii) nejsou činěny předsudky vůči transakcím společností, které nevpluly do bezpečného přístavu. Máme na mysli předsudky automatického zneužití trhu u obchodů mimo bezpečný přístav. Druhá charakteristika mechanismu implikuje třetí vlastnost, (iii) obchody společností prováděné mimo bezpečný přístav mohou stejně vyhovět zákonným ustanovením o zákazu zneužívání a manipulace s trhem. Nakonec (iv) společnosti, které se svými transakcemi vpluly do bezpečného přístavu, se těší právní jistotě zákonnosti těchto transakcí.

Výchozími<sup>40</sup> pravidly bezpečného přístavu v USA jsou

- (i) Metoda nákupů (*Manner of Purchase Condition*); Toto pravidlo vyžaduje, aby emitent v rámci jednoho dne obchodování, používal k učinění nabídky na nákup vlastních akcií služeb pouze jediného obchodníka s cennými papíry. Cílem takového pravidla je zabránit výskytu rozsáhle rozšířenému obchodování s titulem, k čemuž by mohlo dojít. Emitent může využívat během jednoho dne obchodování více obchodníků, pokud tito obchodníci solicitují místo emitenta. Solicituje-li emitent, vždy prostřednictvím pouze jednoho obchodníka;
- (ii) Načasování nákupů (*Time Condition*); nákupy v bezpečném přístavu nesmí probíhat při otevření trhu a během poslední půlhodiny obchodování protože tržní aktivita v těchto rozmezech je považována za významného ukazatele směru obchodování, síly poptávky a stávající tržní hodnoty titulu; zabraňuje manipulaci s kurzem akcie;
- (iii) Cena nákupů (*Price Condition*); žádný nákup nesmí být proveden za cenu převyšující nejvyšší aktuální nezávislou nabídkovou cenu nebo poslední nezávislou realizační cenu (podle toho, která je vyšší);

---

<sup>40</sup> Pět původních pravidel, kterým se časem dostalo rozšíření dílčími podmínkami v důsledku vyvíjejících se potřeb obchodů i ochrany trhů.

- (iv) Objem nákupů (*Volume Condition*); Celkový objem odkupů za den nepřesáhne 25 % průměrného denního objemu obchodovaného titulu za uplynulé čtyři týdny.

Pravidla amerického bezpečného přístavu jsou dotvářena, doplňována a měněna činností federální Komise pro cenné papíry a regulované trhy (*U.S. Securities and Exchange Commission – SEC*). SEC vzala kupříkladu v potaz chvíle a situace, kdy se pro emitenta zvyšují pohnutky k manipulaci s kurzem vlastních akcií, jako v průběhu určitých událostí, kterými jsou fúze, rozdělení a další možné způsoby restrukturalizace, a proto zavedla pravidlo, že od okamžiku veřejného oznámení fúze, akvizice nebo podobné transakce zahrnující restrukturalizaci do chvíle dokončení takové transakce nebo do proběhnutí hlasování akcionářů cílové společnosti o této transakci (podle toho, co nastane dřív), nemohou emitenti v rámci bezpečného přístavu nakupovat vlastní akcie. Tato dispozice se ovšem nemusí uplatnit vždy při zmíněných událostech. Pravidlo umožňuje zůstat v bezpečném přístavu, jestliže protiplnění poskytnutá v rámci transakcí (fúzí, akvizic apod.) mají povahu pouze finančních prostředků nebo společnost při odkupech během výše definovaného období nebude překračovat limity stanovené bezpečným přístavem pro tento zvláštní případ.

Změny přijaté SEC v roce 2003<sup>41</sup> zvyšují pozornost na problém případného nerovného zacházení s akcionáři, a proto se klade větší důraz na požadavky zveřejňování. Před každým vlastním nákupem musí společnosti zveřejnit, že obdržely oprávnění od správní rady k odkupu vlastních akcií. Každé čtvrtletí musí společnosti uveřejnit částku vynaloženou na programy zpětných odkupů.

Co se týče rizika „insider dealing“, mnoho společností v USA přijala politiku různých uzavřených období, během kterých nesmí držitelé důvěrné informace provádět žádné transakce s titulem, kterého se důvěrná informace týká. Jde například o období 10 dnů před zveřejněním čtvrtletních hospodářských výsledků.

Zajímavým prvkem je způsob, jakým se Spojené státy americké vypořádávají s nebezpečím zneužití důvěrné informace osobami s významnou majetkovou účastí na

---

<sup>41</sup> Securities and Exchange Commission. Purchases of Certain Equity Securities by the Issuer and Others, Final rule, 17 CFR Parts 228, 229, 240, 249, 270, and 274 [Release Nos. 33-8335; 34-48766; IC-26252; File No. S7-50-02]. Dostupný z WWW: <<http://www.sec.gov/rules/final/33-8335.htm>>. Toto je poslední přijaté rozhodnutí SEC k pravidlům bezpečného přístavu.

společnosti (10% a výš), členy správní rady a manažery společnosti. Zákon<sup>42</sup> stanoví, že na zisk těchto osob, který jim vyplynul z jakéhokoliv<sup>43</sup> prodeje-nákupu nebo nákupu-prodeje vlastních akcií společnosti<sup>44</sup> v rozmezí menším než je 6 měsíců, má nárok společnost a tento nárok může být společností uplatněn u soudu.

Systém pravidel bezpečného přístavu ve Spojených státech amerických je mnohem propracovanější než model evropský zakládající se na Nařízení o bezpečném přístavu. Důvodem je jistě délka doby fungování systému bezpečného přístavu, která se v USA datuje od roku 1982, zatímco v Evropě od roku 2003, avšak Evropská komise zásadně zatížila evropský bezpečný přístav obsolentními odkazy na ustanovení Druhé směrnice o nabývání vlastních akcií.

#### **4. Právní úprava zpětných odkupů v Evropě pro futuro**

V současné době Komise připravuje nařízení o zneužívání trhu, které by mělo nahradit Směrnicí o zneužívání trhu a Nařízením o bezpečném přístavu. Komise považuje nařízení za nejvhodnější právní nástroj pro definování rámce zneužívání trhu v Unii.<sup>45</sup> Článek 3 návrhu nařízení<sup>46</sup> o zneužívání trhu ze dne 20.10.2011 stanoví výjimku ze zákazů pro obchodování s vlastními akciemi při programu zpětného odkupu a stabilizaci finančního instrumentu. Na rozdíl od čl. 8 Směrnice o zneužívání trhu, zmiňuje návrh nařízení alespoň základní charakteristiky programu zpětného odkupu pro účely aplikace výjimky (transparentnost, cenový a objemový limit). Komise je zmocněna zavést prostřednictvím odvozených předpisů (*delegated acts*) opatření konkretizující podmínky pro programy zpětných odkupů a stabilizaci finančních instrumentů. Dle přechodného ustanovení čl. 35 návrhu nařízení, „tržní praktiky existující před platností tohoto Nařízení a schválené příslušnými orgány v souladu s Nařízením o bezpečném přístavu, mohou být použity do 12 měsíců od účinnosti tohoto Nařízení, pokud budou oznámeny příslušnými orgány „Evropskému orgánu pro cenné papíry a trhy“ (ESMA) před

---

<sup>42</sup> Securities Exchange Act of 1934, ustanovení Sec. 16.b.

<sup>43</sup> Výjimkou jsou transakce v dobré víře v souvislosti s plněním dříve vzniklého smluvního závazku.

<sup>44</sup> Nebo z prodeje-nákupu/nákupu prodeje *security-based swap agreements* týkající se vlastních akcií společnosti.

<sup>45</sup> Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse). COM(2011) 651 final, Brussels, 20.10.2011, s. 5. Dostupný také z WWW:<<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0651:FIN:EN:PDF>>.

<sup>46</sup> Ibid.

účinností tohoto nařízení.“ Vzhledem k tomu, že účinnosti nabude nařízení po 24 měsících od své platnosti (čl. 36 odst. 2 návrhu nařízení), poskytuje návrh nařízení o zneužívání trhu tři roky pro oznámení programu zpětného odkupu „Evropskému orgánu pro cenné papíry a trhy“.<sup>47</sup>

---

<sup>47</sup> Je pozoruhodné, že čl. 36 odst. 2 návrhu nařízení o zneužívání trhu stanovil bezprostřední účinnost pro čl. 3 odst. 2 nařízení, který stanoví výjimku ze zákazů nařízení o zneužívání trhu pro stabilizaci finančního instrumentu. Domnívám se, že není zcela jasné, zda záměrem speciální účinnosti toho ustanovení je změna čl. 35 návrhu nařízení v tom smyslu, že pro obchodování s vlastními akciemi v rámci stabilizace finančního nástroje je doba po platnosti nařízení pro možnost oznámit ESMA stabilizaci pouze jeden rok, na rozdíl od tří let u programu zpětného odkupu. Nenacházím jiné vysvětlení, než že tomu tak opravdu je. Uvážíme-li, že čl. 3 odst. 3 návrhu nařízení hovoří o přijetí detailních podmínek pro transakce popsané v odstavcích 1 a 2, zdá se, že v případě pravidel pro obchodování s vlastními akciemi v rámci stabilizace finančního instrumentu, bude mít Komise teoreticky méně času na jejich přijetí, než v případě programů zpětných odkupů.



## 5. Finanční asistence

Na tomto místě začíná druhá část diplomové práce věnovaná finanční asistenci. Jsou zde (i) obsažena obecná zamyšlení nad tímto institutem. Pozornost je věnována (ii) evropským pravidlům poskytování finanční asistence; a (iii) jejich implementaci do českého právního řádu. Práce předkládá (iv) několik úvah o aspektech finanční asistence, jejichž podstata tkví v „problémech zmocnění“; a poukazuje na (iv) aktivitu věnovanou na evropské úrovni „správě a řízení obchodních společností“, která determinuje přístup k finanční asistenci.

### 5.1 Pojem a úvod do problematiky

Finanční asistenci rozumíme takové právní jednání<sup>48</sup> společnosti, kdy společnost přímo nebo nepřímo poskytuje zálohy, půjčky nebo úvěry nebo zajišťuje závazky s cílem umožnit nabytí vlastních akcií<sup>49</sup> třetí osobě. Typickými příklady finanční asistence jsou právní jednání<sup>50</sup>, kdy (i) společnost půjčí peníze třetí osobě, která tyto peníze použije na nákup akcií společnosti od stávajícího společníka (ů); kdy (ii) společnost bude ručit bance za úvěr třetí osoby a finanční prostředky, které díky tomuto ručení banka poskytne třetí osobě, použije třetí osoba na nákup akcií společnosti; kdy (iii) společnost poskytne půjčku třetí osobě, aby tato osoba mohla splatit úvěr poskytnutý dříve bankou, který tato třetí osoba již použila na nákup akcií společnosti (zde se jedná v podstatě o asistenci již stávajícímu společníkovi); kdy (iv) společnost dohodne se třetí osobou, že od ní koupí nějaký majetek (např. pozemek) s tím, že prostředky získané z tohoto prodeje použije třetí osoba na nákup akcií společnosti; kdy (v) společník vlastní téměř všechny akcie společnosti a z pozice hlavního akcionáře dosáhne toho, že mu společnost půjčí prostředky na *squeeze out*; (vi) společnost A uskuteční akvizici společnosti B a úvěr, který jí byl poskytnut na tuto akvizici, splatí společnost A z prostředků, které si po provedení akvizice půjčí od společnosti B [zde se jedná o mutaci situace ad (iii)].

---

<sup>48</sup> Srov. čl. 23 odst. 1 Druhé směrnice.

<sup>49</sup> O finanční asistenci můžeme hovořit stejně tak v případě, že ji poskytuje obchodní kapitálová společnost jiné formy (např. česká společnost s ručením omezeným).

<sup>50</sup> Roberts, C: *Financial Assistance for the Acquisition of Shares*. University of Oxford, Oxford University Press, Oxford, 2005, s. 3-4.

Finanční asistence může mít řadu příčin stojících v pozadí transakce. Například v případech, kdy rodina vlastní a řídí skupinu společností a vztahy v rodině dospějí do stádia, kdy se pohledy jejích příslušníků na společné podnikání natolik rozcházejí, že nakonec dospějí k rozhodnutí rozdělit podnikání. Rozbít strukturu propojených společností tak, aby to vyhovovalo všem rodinným příslušníkům, může vyžadovat komplexní strukturu transakcí, v níž snadno může docházet k poskytování finanční asistence.<sup>51</sup>

Vyjmenovat všechny možné důvody, proč společnosti přistupují k poskytování finanční asistence, není snad ani v lidských silách. Předně je vhodné vzít v potaz obchodní rozhodnutí akcionářů společnosti, protože ti jsou osobami, které zcizují vlastní akcie společnosti třetí osobě, potenciálnímu příjemci finanční asistence. Společnost, teoreticky řečeno, poskytnutím finanční asistence, projevuje svou preferenci majetkové účasti tohoto subjektu ve společnosti. To lze říct ovšem pouze v případě, že (i) před poskytnutím finanční asistence zná motivy příjemce; a že (ii) subjekt ještě není akcionářem společnosti. V případě, kdy subjekt žádá společnost o úvěr nebo jeho zajištění až poté, co již nabyt vlastní akcie společnosti, je vyjádření preference společnosti zkruseno majetkovou účastí subjektu na společnosti. To platí, když o poskytnutí finanční asistence budou rozhodovat akcionáři. V případě, že by o tom rozhodovalo pouze představenstvo zvolené v době před majetkovou účastí subjektu na společnosti, bude vyjádření preference společnosti nezkruseno. Myslím, že na této ilustraci je vidět, že v otázce poskytnutí finanční asistence může docházet k vzájemným střetům zájmů (i) akcionářů; (ii) žadatele o finanční asistenci, (iii) členů řídicích orgánů společnosti; a (iv) společnosti samé.

Jsem názoru, že při řešení těchto střetů by měl hrát hlavní roli zájem společnosti, neboť ta je vlastníkem zdrojů, z nichž se asistence poskytuje, a uvažujeme-li o roli akcionářů - společníků, je vhodné si uvědomit, že ti z vlastní vůle sdružili část ze svého osobního majetku do jednoho nového celku – společnosti, za účelem „bezpečnějšího“ a „efektivnějšího“ výkonu podnikání, tudíž prospěch tohoto celku, je konečně prospěchem společníků (nositelů residuálních nároků na majetek společnosti).

---

<sup>51</sup> Srov. Ibid, s. 4. V dobách zákazu finanční asistence ve Velké Británii v pasti zákazu uvízla řada takových transakcí /viz. např. případ *Brady v Brady* [1989] AC 755 (HL). Detailní rozbor případu spolu se stanoviskem Lorda Olivera z Aylmertonu k dispozici in Roberts, C, op. cit. sub 48, s. 181-184/.

## 5.2 Nejčastější rizika spojená s finanční asistencí

Nejčastěji se hovoří o riziku (i) pro věřitele společnosti. Věřitele vystavuje finanční asistence riziku, že jeho pohledávky za společností nebudou z důvodu finanční asistence („při černém scénáři“ osudu majetku společnosti z důvodu neuhrazeného „dluhu“ příjemce asistence vůči společnosti) uspokojeny. Tomuto riziku může předcházet buď a) legislativa, která definuje maximální přípustnou mez, na kterou se může v důsledku poskytnutí finanční asistence dostat majetek společnosti; definování této meze může být navázáno např. na teorii tvorby a udržení základního kapitálu (příklad právní úpravy evropských zemí, potažmo Evropské Unie), či může být navázáno na test solventnosti (*solvency test*), jak je tomu v USA; a nebo předchází riziku b) obchodní praxe, v které se vyvinuly mechanismy ochrany věřitelů v podobě komplexních zajišťovacích institutů ve smlouvách mezi věřiteli a dlužníkem-společností (tento způsob ochrany věřitelů převládl ve Spojených státech amerických).

Dále zde existuje riziko (ii) pro majetek společnosti. Společnost se vystavuje poskytnutím finanční asistence do nebezpečí, že takto vzniklá pohledávka nebude dlužníkem-příjemcem finanční asistence uspokojena. Základním řešením v předcházení tomuto riziku je opatrnost společnosti, která vede společnost k přešetření finanční způsobilosti včetně úvěrové historie dlužníka. V případě společností, obecně právnických osob, se vypořádáváme s problémy zmocnění. Jak je uvedeno výše v oddílu 5.1, fyzické osoby-společníci sdružují část svého osobního majetku do společnosti a musí dohodnout koho a jak pověřit řízením a správou společnosti. Na tyto otázky hledá odpověď také v právu [problémy zmocnění (*agency problems*) zkoumá též ekonomie] teorie řízení a správy společností (*corporate governance*).

Třetím rizikem při finanční asistenci, je (iii) riziko pro společnost spočívající v nebezpečí, že nabytím podílu na společnosti (akcií) získá příjemce finanční asistence-dlužník kontrolu nad společností, to znamená kontrolu nad svým věřitelem, čehož zneužije a svůj dluh vůči společnosti neuhradí, respektive použije na jeho úhradu prostředky společnosti.

Právě posledně definované riziko představuje nejvíce originální znak finanční asistence, jak je definována v čl. 23 odst. 1 věta první Druhé směrnice.

## 6. Evropská úprava finanční asistence

Před novelou finanční asistenci zakazovala původní Druhá směrnice. Novela druhé směrnice umožnila členským státům povolit finanční asistenci za podmínek<sup>52</sup> stanovených v novém znění čl. 23 odst. 1 a nově přidaném čl. 23a Druhé směrnice.

### 6.1 Podmínky poskytnutí finanční asistence

První uvedená podmínka stanoví, že transakce probíhá na odpovědnost správního nebo řídicího orgánu za spravedlivých tržních podmínek, zejména pokud jde o úrok, který společnost obdrží, a pokud jde o zajištění poskytnutá společnosti za půjčky a zálohy.

Další podmínka spočívá v náležitém přešetření finanční způsobilosti třetí osoby nebo, v případě transakce za účasti více stran, každé ze zúčastněných smluvních stran. Dále dle čl. 23 odst. 1 Druhé směrnice musí transakci předložit správní nebo řídicí orgán předem ke schválení valné hromadě „a valná hromada jedná v souladu s pravidly týkajícími se usnášeníschopnosti a většiny stanovené v článku 40.“. „Správní nebo řídicí orgán předloží valné hromadě písemnou zprávu, ve které uvede důvody pro danou transakci, zájem společnosti na provedení takové transakce, podmínky, za kterých má být transakce provedena, rizika související s transakcí v otázkách likvidity a platební schopnosti společnosti a cenu, za kterou má třetí osoba akcie nabýt. Tato zpráva se předloží rejstříku za účelem zveřejnění podle článku 3 směrnice 68/151/EHS.“

Celková finanční podpora poskytnutá třetím osobám nesmí mít v žádném okamžiku za následek snížení čistého obchodního jmění pod částku uvedenou v čl. 15 odst. 1 písm. a) a b), i s přihlédnutím k případnému snížení čistého obchodního jmění, k němuž může dojít, když společnost nebo jiná osoba na její účet nabývá akcie této společnosti podle čl. 19 odst. 1. Společnost zahrne do pasiv v rozvaze nerozdělitelnou rezervu ve výši celkové finanční podpory.

V případech, kdy třetí osoba prostřednictvím finanční pomoci od společnosti nabývá akcie této společnosti ve smyslu čl. 19 odst. 1 nebo upisuje její akcie vydané

---

<sup>52</sup> Novela druhé směrnice zachovala znění čl. 23 odst. 2 Druhé směrnice, který již v době zákazu finanční asistence vymezoval z paušálního zákazu dvě výjimky (viz níže) a znění čl. 23 odst. 3 Druhé směrnice, který vymezil výjimku ze zákazu finanční asistence transakce investiční společnosti v souladu s ust. čl. 20 odst. 1 písm. h) Druhé směrnice.

v průběhu zvyšování upsaného základního kapitálu, je toto nabytí nebo upsání uskutečněno za spravedlivou cenu.“

Novela druhé směrnice vkládá nový článek 23a, který stanoví, že „jsou-li smluvními stranami transakce jednotliví členové správního nebo řídicího orgánu společnosti, nebo členové správního či řídicího orgánu mateřského podniku, nebo samotný mateřský podnik, anebo fyzické osoby jednající vlastním jménem, ale na účet těchto orgánů nebo tohoto podniku, zajistí členské státy přiměřenými ochrannými opatřeními, aby se tyto transakce nedostávaly do střetu s nejlepšími zájmy společnosti.“

## **6.2 Posouzení uvolnění zákazu finanční asistence**

V této kapitole se zamyslím nad jednotlivými podmínkami stanovenými novelou Druhé směrnice práva obchodních společností.

### **6.2.1 „Spravedlivé tržní podmínky“**

Domnívám se, že způsob výkladu požadavku na „spravedlivé tržní podmínky“ finanční asistence je naprosto zásadní pro možnost využití institutu finanční asistence ve smyslu definice obsažené v čl. 23 odst. 1 Druhé směrnice. Znění Druhé směrnice dává tušit, jakým směrem se ubírají představy Evropské komise o tomto pojmu. Jako příklad spravedlivých tržních podmínek totiž Druhá směrnice zmiňuje úrok, který společnost obdrží, a zajištění poskytnutá společnosti. Zamysleme se však nad smyslem institutu finanční asistence. Tím není vytváření zisku z půjčování peněz nebo poskytování zajištění. Společnost poskytuje finanční asistenci subjektu (říkejme takovému subjektu investor), jehož interakce se společností má unikátní charakteristiky z důvodu, pro který obě strany chtějí vstoupit do transakce, při níž subjekt nabude vlastní akcie společnosti. Tento důvod může mít různé podoby,<sup>53</sup> ať již jsou investory manažeři společnosti, kteří se chtějí majetkově podílet na společnosti, kterou řídí, nebo se jedná o vnějšího investora a jeho majetková účast na společnosti by pro tuto společnost (poskytovatele finanční asistence) byla přínosná z hlediska nového „know-how“, nových trhů, přísunu kapitálu a dalších příležitostí, které podnikání může přinášet. Zde hledejme smysl

---

<sup>53</sup> Ponechme stranou praktiky těch „investorů“, kteří mají v úmyslu se po nabytí vlastních akcií společnosti podvodným způsobem zbavit svých závazků spojených s obdržetím finanční asistence, jak se tomu často stávalo na počátku 20. st. ve Velké Británii, odkud v důsledku toho vzešel zákaz poskytování finanční asistence. Srov. Roberts, C, op. cit. sub. 50, s. 7-8.

institutu finanční asistence. Hlavním protiplněním pro společnost za poskytnutí finanční asistence je „obchodně strategická výhoda“, kterou přináší vstup investora do společnosti. Domnívám se proto, že v rámci poskytování finanční asistence samotná skutečnost, že společnost za poskytnutí úvěru či půjčky obdrží úrok nižší než je na trhu obvyklé, zajištění, které nebude odpovídat výši úvěru (resp. žádné zajištění), nebo že poskytnutí zajištění úvěru od třetího subjektu společnost poskytne nikoliv za úplatu či nikoliv pod zajištěním, by neměla bez dalšího znamenat porušení pravidla „spravedlivých tržních podmínek“. Splnění tohoto pravidla by mělo být zkoumáno především z pohledu důvodů, které vedly společnost k poskytnutí finanční asistence. Jak je uvedeno výše, těmito důvody jsou pro společnost obchodně strategické výhody vstupu investora do společnosti.

### **6.2.2 Proces schvalování poskytnutí finanční asistence**

Článek 23 odst. 1 Druhé směrnice nejprve stanoví, že transakce probíhá na odpovědnost správního nebo řídicího orgánu a je náležitě přešetřena finanční způsobilost třetí osoby, v případě účasti více stran na transakci též jejich finanční způsobilost. Třetí osobou potažmo více stranami se rozumí příjemce či příjemci finanční asistence. Ustanovení výslovně neuvádí, kdo má finanční způsobilost prošetřit, ovšem odpovědnost správního nebo řídicího orgánu za transakci napovídá tomu, že tím má být právě správní nebo řídicí orgán (pro zjednodušení dále jako „představenstvo“). Novela dále ukládá představenstvu povinnost předložit transakci ke schválení valné hromadě. Představenstvo v rámci toho musí předložit valné hromadě písemnou zprávu, ve které „uvede důvody pro danou transakci, zájem společnosti na provedení takové transakce, podmínky, za kterých má být transakce provedena, rizika související s transakcí v otázkách likvidity a platební schopnosti společnosti a cenu, za kterou má třetí osoba akcie nabýt.“ K souhlasu s poskytnutím finanční asistence pak je třeba (na základě výkladu čl. 40 Druhé směrnice) dvoutřetinový souhlas akcionářů přítomných na usnášeníschopné valné hromadě. Ze samotné dikce čl. 23 odst. 1 třetího pododstavce Druhé směrnice vyplývá, že souhlas valné hromady s poskytnutím finanční asistence je udělován *ad hoc*, tedy pro každou jednotlivou transakci.<sup>54</sup> Požadavek zprávy poskytující

---

<sup>54</sup> S přihlédnutím k úmyslu zákonodárce (in European Commission: Commission Working Document, Detailed explanation (by article) of Proposal COM (2004) 730 final of 29 October 2004 for a Directive of

detaillní informace o transakci pak tento výklad potvrzuje. Tento způsob schvalování finanční asistence vyvolává v odborných kruzích silné reakce. E. Wymeersch zastává názor<sup>55</sup>, že požadavek podřídit každou transakci předchozímu schválení a nutnost vydání zprávy bude často znamenat znemožnění poskytnutí finanční asistence společností s kótovanými akciemi. Navíc představenstvo musí nést odpovědnost za spravedlivé tržní podmínky. „Je zarážející, že nehledě na předcházející podrobný souhlas valné hromady směrnice stále stanoví, že transakce probíhá na odpovědnost představenstva.“<sup>56</sup> E. Ferran ve shodě s Wymeerschem píše<sup>57</sup>, že potřeba souhlasu akcionářů s každou jednotlivou transakcí je mnohem přísnější pojetí, než bylo doporučeno HLG, dle které měl být vyžadován souhlas akcionářů, avšak ten měl opravňovat představenstvo po omezenou maximální dobu (např. pěti let) k poskytování finanční asistence do výše rozdělitelných rezerv společnosti. V případě udělení takového oprávnění, by mělo dojít k uveřejnění.<sup>58</sup> Komise v komentáři k návrhu směrnice prohlašuje, že varianta *ad hoc* souhlasu je nezbytná kvůli „mimořádné citlivosti“ transakcí s finanční asistencí, avšak nijak nevysvětluje, v čem tato výjimečnost spočívá.<sup>59</sup> Je pravděpodobně, že z důvodu důležitosti přesného načasování a obchodní citlivosti mnoha transakcí korporátního financování, nebude požadavek *ad hoc* souhlasu akcionářů často prostě proveditelný, zvláště pak pro společnosti s kótovanými akciemi, které mají rozptýlenou strukturu akcionářů. Tím pádem tato podmínka pravděpodobně významně omezí praktickou použitelnost uvolnění zákazu finanční asistence. Komise v již citovaném komentáři k návrhu směrnice k této otázce ještě uvedla, že valná hromada nesmí poskytnout dopředu, bez vztahu k řádně podrobnému návrhu, obecné oprávnění představenstvu a umožnit mu tím poskytnutí

---

the European Parliament and of the Council amending Council Directive 77/91/EEC, as regards the formation and public limited liability companies and the maintenance of their capital, s. 4. Dostupný také z WWW: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/capital/2004-proposal/explanation\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/capital/2004-proposal/explanation_en.pdf)> je to zcela zřejmé. Shodně Wymeersch, E: Reforming the Second Company Law Directive. Financial Law Institute, Universiteit Gent, 2006, WP 2006-15, s. 22. Dostupný také z WWW: <<http://ssrn.com/abstract=957981>>.

<sup>55</sup> Wymeersch, E., op. cit. sub. 54, s. 22.

<sup>56</sup> Ibid.

<sup>57</sup> Ferran, E.: Simplification of European Company Law on Financial Assistance. European Business Organization Law Review, 2005, č. 6, s. 93-99, s. 96. Přístup možný z WWW: <<http://sfx.is.cuni.cz/sfxlcl3/a-z/cergeall>>.

<sup>58</sup> Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe. Brusel, 4. listopadu 2002, s. 85. Dostupný z WWW: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf)>.

<sup>59</sup> Commission Working Document, op. cit. sub 52, s 4.

finanční asistence za podmínek, které budou určeny až později v budoucnu.<sup>60</sup> Jsem názoru, že toto vyjádření Komise spolu s výše uvedeným prohlášením o „mimořádné citlivosti“ finanční asistence, ukazuje na ambici regulátora, o které píše<sup>61</sup> B. Havlem jako o ambici ke „specifikaci péče řádného hospodáře, aniž by to bylo potřebné“.<sup>62</sup> Havel poukazuje<sup>63</sup> na totožný základ poskytnutí finanční asistence a úvěru obecně a prohlašuje, že pokud není důvod pro přísnou reglementaci poskytování úvěru obecně, nevidí důvod, proč by tomu mělo být u finanční asistence.

Co se týče zásady ochrany minoritních akcionářů, přikláním se k Ferranovým úvahám obsaženým v jeho rozboru<sup>64</sup> uvolnění zákazu poskytování finanční asistence, kde uvádí, že „jednou z funkcí práva obchodních společností je bezesporu ochrana minoritních společníků, regulace ovšem nemůže být ospravedlněna holým odvoláním na potřebu chránit menšinu. Existují zde konkurující si zájmy, které musí být pečlivě vyvažovány, aby se předešlo tomu, že minoritní akcionáři budou v pozici, z které by mohli společnost vydírat.“ Zejména totiž v případě, když členský stát umožňuje každému akcionáři bez požadavku na kvalifikovanou majetkovou účast na společnosti napadnout každé usnesení valné hromady pro rozpor se zákonem<sup>65</sup>, může často docházet k situacím, kdy minoritní akcionář bude hrozit obstrukcí s motivací, že od něj část akcionářů, která má zájem na uskutečnění transakce, koupí jeho akcie za výhodné ážio nad nominální, případně tržní hodnotou akcie. Tito takzvaní „profesionální minoritní akcionáři“ jsou v České republice nikoliv raritou.

V souvislosti se zprávou představenstva, která má být k dispozici valné hromadě pro účely hlasování o schválení finanční asistence, se pokusím uvést příklad situace, kdy by mohla přísná ochrana minoritních akcionářů způsobit škodu společnosti a v konečném důsledku i samotným akcionářům. Jak bylo výše uvedeno, tako zpráva má obsahovat podrobné údaje o celé transakci, nikoliv jen charakteristiky finanční asistence, ale též cenu, za kterou bude příjemce finanční asistence nabývat vlastní akcie. Výčet náležitostí zprávy v čl. 23 odst. 1 Druhé směrnice taxativní, tudíž bude vždy třeba

---

<sup>60</sup> Commission Working Document, op. cit. sub 52, s. 5.

<sup>61</sup> In Havel, B.: Finanční asistence – vzpomínka na budoucnost českého soukromého práva. Právní rozhledy, 2004, č. 12, s. 464-467, s. 464.

<sup>62</sup> Ibid, s. 2.

<sup>63</sup> Ibid, s. 2.

<sup>64</sup> Ferran, E., op. cit. sub 55, s. 97.

<sup>65</sup> Jak tomu je v případě České republiky viz ustanovení § 183 odst. 1 Obchz ve spojení s § 131 odst. 1 Obchz.



uvést cenu, za kterou bude příjemce finanční asistence vlastní akcie společnosti nabývat. Akcionáři se na základě takto předložených informací mají rozhodnout, zda poskytnutí finanční asistence povolí či nikoliv. Uvažme situaci, kdy bude akcionář společnosti žádat o zajištění úvěru, který potřebuje na refinancování krátkodobého úvěru, který si dříve, vzal na nákup vlastních akcií společnosti. Také v tomto případě, bude muset, dle mého názoru, být ve zprávě představenstva uvedena cena akcií v již zrealizovaném obchodu. Tato cena se může značně lišit od hodnoty akcií společnosti v okamžiku rozhodování akcionářů. Rozvedme hypotézu dál a uvažujme, že na nárůst majetkové účasti tohoto akcionáře na společnosti, zareagoval trh růstem ceny akcií společnosti. Takový akcionář se pak musí spoléhat na „osvícenost“ ostatních akcionářů společnosti, kteří si uvědomí, že současná hodnota akcií je spojena velikostí podílu akcionáře žádajícího nyní o finanční asistenci.

Závěrem k procesu schvalování finanční asistence se přikláním k názoru, že základní rámec poskytování finanční asistence by byl vhodnější dle návrhu HLG, tedy že valná hromada společnosti by měla mít možnost rozhodnout, zda umožní představenstvu společnosti po určitou časově omezenou dobu (např. 5 let dle návrhu HLG) poskytovat finanční asistenci do výše rozdělitelných rezerv.<sup>66</sup>

### **6.2.3 Přesvětření finanční způsobilosti**

Představenstvo má přesvětit finanční způsobilost příjemce finanční asistence. Domnívám se ve všech sférách společnosti ve vztazích mezi jakýmikoliv subjekty platí (rovina čistě obchodních vztahů), že poskytují-li asistenci ve smyslu ekonomickém, bude mě dopředu zajímat, jaké jsou šance, že se mi poskytnutá pomoc vrátí.

Jsem názoru, že v českém právním řádu při hypotetické absenci explicitního vyjádření podmínky přesvětření finanční způsobilosti příjemce asistence představenstvem by tato podmínka musela být přesto splněna na základě fiduciárních povinností členů řídicího či správního orgánu, které vyplývají z výkonu jejich funkce. V českém právním prostředí používáme pro souhrnné označení povinných požadavků na způsob výkonu funkce člena řídicího či správního orgánu termín „péče řádného hospodáře“.

---

<sup>66</sup> Slovy E. Wymeersche „z části majetku společnosti, na kterou si nemohou věřitelé společnosti činit nárok“ (in Wymeersch, E., op. cit. sub 54, s. 5.).

Článek 23 odst. 1 novelizované Druhé směrnice nestanoví mezi náležitostmi zprávy představenstva předkládané akcionářům sdělení o výsledku přešetření finanční způsobilosti potenciálního příjemce finanční asistence. Domnívám se proto, že není nutné, aby prováděcí ustanovení členského státu Unie přikazovalo sdělit ve zprávě představenstva závěry o přešetření finanční způsobilosti, jak tomu je např. v České republice.<sup>67</sup> Domnívám se proto, že by byl v souladu se zněním čl. 23 odst. 1 novelizované Druhé směrnice výklad, že pokud skutečně došlo k přešetření finanční způsobilosti příjemce asistence, bylo by následné poskytnutí finanční asistence (při splnění všech ostatních) podmíněné i v případě, že by se ve zprávě představenstva předkládané akcionářům nevyskytovala explicitně informace o závěrech přešetření finanční způsobilosti. Je ovšem třeba také zmínit, že při nezbytném vysvětlení zájmu společnosti na transakci bude, troufám si říct vždy, obsažena v nějaké podobě informace svědčící o finanční způsobilosti příjemce asistence, neboť nemůže být v zájmu společnosti poskytovat finanční asistenci finančně nezpůsobilé osobě.

#### **6.2.4 Finanční asistence a majetek společnosti**

Ustanovení novelizované Druhé směrnice o poskytování finanční asistence disponují pravidly na ochranu majetku společnosti, která operují s vyčíslitelnou výší, do jaké lze finanční asistenci poskytnout v relaci k čistému obchodnímu jmění společnosti. První věta třetího pododstavce čl. 23 odst. 1 nov. Druhé směrnice stanoví, že „celková finanční podpora poskytnutá třetím osobám nesmí mít v žádném okamžiku za následek snížení čistého obchodního jmění pod částku uvedenou v čl. 15 odst. 1 písm. a) a b).“ Jazykovým výkladem čl. 15 odst. 1 písm. a) a b) Druhé směrnice zjistíme, že čisté obchodní jmění společnosti nesmí klesnout pod výši upsaného základního kapitálu zvýšenou o rezervy, které nelze podle právních předpisů nebo stanov rozdělit [čl. 15 odst. 1 písm a)] a sníženou o výši upsaného dosud nesplaceného základního kapitálu, pokud tento není dosud zúčtován v aktivech uvedených v rozvaze [čl. 15 odst. 1 písm b)]. Věta druhá třetího pododstavce čl. 23 odst. 1 nov. Druhé směrnice stanoví, že společnost je povinna zahrnout v rozvaze na straně pasiv nerozdělitelnou rezervu ve výši celkové finanční podpory.

---

<sup>67</sup> Viz ustanovení § 161f odst. 1 písm. d) bod 3. Obchz.

Tato pravidla jsou zjevným projevem teorie o vytváření a udržení základního kapitálu společnosti jako základní koncepce ochrany věřitelů společnosti. Na základě této koncepce byla v 70. letech minulého století přijata Druhá směrnice. Přístup k základnímu kapitálu po dobu existence společnosti vychází z myšlenek „nedotknutelnosti kapitálu“, kterými se zabývala francouzská právní věda v 19. století. Tato doktrína je však nerealizovatelná. Žádné předpisy nemohou anulovat podnikatelské riziko, které může společnost připravit o majetek a podstatně snížit pravděpodobnost návratnosti pohledávek věřitelů. Proto se v Evropě prosadila zásada zachování základního kapitálu. To znamená, že legislativa se zaměřuje alespoň na hlavní potenciální zdroje ohrožení majetku společnosti a podrobuje je přísným závazným pravidlům. Projevem těchto pravidel jsou pak zákazy a omezení některých dispozic s majetkem společnosti.<sup>68</sup> Jak ovšem pravidla udržování základního kapitálu ochrání věřitele v případech, kdy společnost pro svůj podnikatelský záměr nahromadí enormně více cizích zdrojů financování, než kolik pak bude představovat hodnota vzešlá ze záměru a společnost se v důsledku toho dostane do potíží s plněním svých závazků? Praxe ukázala, že koncepce udržování základního kapitálu často selhává při plnění své primární funkce, kterou je právě ochrana věřitelů. Alternativní režimy ochrany věřitelů nacházejí základní inspiraci v koncepcích uplatňujících se mimo Evropu, především v USA, Kanadě či Austrálii. Podat byť jen stručný nástin charakteristik práva společností v těchto státech by zasloužilo alespoň půlku obsahu diplomové práce. Proto pouze uvádím, že jednou ze zkoumaných alternativ k zjištění majetkové kondice společnosti pro účely nejen poskytnutí finanční asistence, ale distribuce majetku společnosti obecně, je test solventnosti (*solvency test*). Společnost nemůže přistoupit k rozdělování, když je nebo v důsledku rozdělování by se stala insolventní.<sup>69</sup>

### **6.2.5 Koupě vlastních akcií přímo od společnosti**

Další pravidlo stanovené novelou Druhé směrnice se vztahuje na případy, kdy příjemce finanční asistence nabývá vlastní akcie společnosti přímo od společnosti, nebo upisuje její akcie v průběhu zvyšování jejího základního kapitálu. V obou případech

---

<sup>68</sup> Srov. Černá, S.: Přehodnotí Evropa přístup k základnímu kapitálu? Právní rozhledy, 2005, č. 22, s. 817.

<sup>69</sup> Ibid, s. 825.

musí společnost za vlastní akcie dostat „spravedlivou cenu“ (*fair price*). Tato podmínka je pochopitelná. Má zabezpečit rovné zacházení s akcionáři, zároveň také chránit společnost před možnou újmou z „laciného netržního prodeje“ vlastních akcií.<sup>70</sup> Explicitní vyjádření této podmínky není nezbytné. Jestliže totiž představenstvo musí ve zprávě pro akcionáře uvést, za jakou cenu budou akcie nabývány, je jasné že akcionáři se mohou „nespravedlivé“ ceně bránit hlasováním proti poskytnutí finanční asistence. Co se týče zájmu společnosti, ten je zde chráněn dříve uvedenou podmínkou „spravedlivých tržních podmínek“ transakce.

### **6.2.6 Finanční asistence zainteresovaným osobám**

Na článek 23 novely Druhé směrnice navazuje nově vložený článek 23a, který pamatuje na případy, kdy má být finanční asistence poskytnuta členům statutárního orgánu společnosti, členům statutárního orgánu mateřského podniku<sup>71</sup>, nebo samotnému mateřskému podniku, anebo fyzické osobě jednající vlastním jménem, ale na účet těchto orgánů nebo tohoto podniku. V takových případech mají členské státy zajistit přiměřenými ochrannými opatřeními, aby se tyto transakce nedostávaly do střetu s nejlepšími zájmy společnosti. Takovým ochranným opatřením může být například přezkum zprávy představenstva o finanční asistenci obecně uznávaným nezávislým odborníkem určeným dozorčí radou společnosti.<sup>72</sup> Opakuji svůj názor, že zájem společnosti je třeba vnímat a zkoumat z pohledu obchodně strategických výhod, které v řadě případů transakce společnosti přináší.

### **6.2.7 Zhodnocení**

Profesor Wymeersch ve své analýze novely Druhé směrnice ohodnotil celkově finální pojetí „uvolnění“ zákazu finanční Komísi slovy: „Nový režim je zatížen značnými omezeními a vyvolává řadu vážných otázek: je proto nepravděpodobné, že bude přijímán s nadšením. Ustanovení zůstala založena na do velké míry chybné

---

<sup>70</sup> V případě úpisu musí být jistě dodrženy předpisy o upisování akcií.

<sup>71</sup> Ve smyslu článku 1 směrnice Rady 83/349/EHS ze dne 13. června 1983 o konsolidovaných účetních závěrkách ve znění směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/43/ES o povinném auditu a ročních konsolidovaných účetních závěrkách.

<sup>72</sup> Jak kupříkladu upravuje ustanovení §161f odst. 3 Obchz.

premise, že finanční asistence je nepřijatelnou praktikou. Navíc je zde základní omyl ve způsobu, jakým orgány společnosti zasahují do těchto transakcí.<sup>73</sup>

Zájem společnosti, zájmy akcionářů (společné, parciální), zájmy členů řídicích orgánů, pravidla výkonu jejich funkce a odpovědnosti z výkonu funkce. Vyváženost jednotlivých zájmů, tedy řešení jejich střetů, je úhelným kamenem úpravy poskytování finanční asistence. Podstata řešení leží v zabývání se problémy zmocnění (*agency problems*). Problémy zmocnění jsou předmětem zkoumání interdisciplinárního odvětví správy a řízení společností (*corporate governance*).

## 7. Česká právní úprava finanční asistence

Úprava poskytování finanční asistence je v českém právním řádu obsažena v obchodním zákoníku. V této kapitole se zaměřím pouze na ta pravidla poskytování finanční asistence, kterými se český zákonodárce ve větší či menší míře odchýlil od znění novely Druhé směrnice. Poté uvedu změny, ke kterým došlo v souvislosti s tím, co bylo řečeno v předchozí větě, a které nabudou účinnosti od 1. ledna 2012. Nakonec doplním přehled o zmínku o úpravě finanční asistence ve vládním návrhu zákona o obchodních korporacích. Nejdříve se však krátce zastavím u problematiky finanční asistence v případě společnosti s ručením omezeným.

### 7.1 Společnost s ručením omezeným

Druhá směrnice práva obchodních společností zavedla v 70. letech 20. století zákaz poskytovat finanční asistenci (v českém pojmosloví) akciovým společnostem.<sup>74</sup> V rámci přibližování předpisů s Unii implementoval do českého právního řádu český zákonodárce zákaz finanční asistence zákonem č. 142/1996 Sb. s účinností od 1. července 1996. Česká republika šla nad požadavky směrnice a vztáhla zákaz finanční asistence též na společnost s ručením omezeným. Důvod tohoto rozšíření zákazu zůstává nejasný.

Při implementaci novely Druhé směrnice nebyl zákonodárce limitován pravidly novely, neboť ta se v souladu s Druhou směrnicí o společnosti s ručením omezeným

---

<sup>73</sup> Wymeersch, E., op. cit. sub 54, s. 22.

<sup>74</sup> Ve Velké Británii *the public company limited by shares*, v Německu *die Aktiengesellschaft*, ve Francii *la société anonyme*.

vůbec nezmiňuje. Zákonodárce ovšem nepřikročil k úplné deregulaci poskytování finanční asistence společností s ručením omezeným a inspirován pravidly novely Druhé směrnice upravil nově podmínky. Stalo se tak zákonem č. 215/2009 Sb., ze dne 17. června 2009, kterým se mění zák. č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů. Jelikož tento aspekt úpravy finanční asistence u společností s ručením omezeným nezapadá do tematické linie diplomové práce, odkazují pro podrobnosti na ustanovení § 120a a § 120b Obchz a na komentář k obchodnímu zákoníku.

## **7.2 Akciová společnost**

### **7.2.1 Stávající právní úprava**

Ustanovení novely Druhé směrnice o možnosti uvolnit zákaz poskytování finanční asistence implementoval již výše uvedený zákon č. 215/2009 Sb. Novelizované znění ustanovení § 161f Obchz nabylo účinnosti 20. července 2009. Jaká jsou tedy specifika české právní úpravy?

První pravidlo, které v novele Druhé směrnice nenalezneme je podmínka povolení poskytovat finanční asistenci obsaženého ve stanovách společnosti (§161f odst. 1 Obchz). Pokud stanovy společnosti povolení k poskytování finanční asistence neobsahují, musí společnost nejprve přikročit ke změně stanov. Změnu stanov společnosti může projednávat stejná valná hromada, která má rozhodnout o udělení souhlasu s poskytnutím finanční asistence v konkrétním případě.<sup>75</sup>

Obchodní zákoník se úplně přesně nedrží terminologie novely Druhé směrnice, když její podmínku „spravedlivých tržních podmínek“ (*fair market conditions*) transakce provádí v § 161f odst. 1 písm. a) Obchz termínem „podmínek obvyklých v obchodním styku“, za kterých musí být finanční asistence poskytnuta. Odborná literatura se k této skutečnosti nevyjadřuje.<sup>76</sup> Anglický výraz *fair* lze přeložit jako „spravedlivý“, popřípadě jako „rovný“. Italské znění novely Druhé směrnice používá výraz „*eque*“, což znamená „spravedlivé“. Výrazu „spravedlivý“ nasvědčuje i německé

---

<sup>75</sup> Štenglová, I., Plíva, S., Tomsa, M. a kol.: Obchodní zákoník. Komentář. 13. vydání. Praha : C. H. Beck, 2010, s. 544.

<sup>76</sup> Srov. Ibid, s. 409 nebo Dědič, J., Skálová, J., Hlaváč, J.: Oceňování nepeněžitých vkladů a finanční asistence v novele obchodního zákoníku a účetní souvislosti (2. část). Obchodněprávní revue, 2009, č. 11, s. 308-329, s. 309.

(*fairen*) či francouzské (*justes*) znění. Český zákonodárce se zřejmě v zájmu ustálenosti pojmosloví přiklonil k „podmínkám obvyklým v obchodním styku“ Odlišnost obou termínů bude mít těžko potenciál způsobit nějaké praktické následky. K podmínce poskytování finanční asistence za spravedlivých tržních podmínek (*promiscue* podmínek obvyklých v obchodním styku) viz kapitola 2.3.2.1 strana 20 až 21 diplomové práce.<sup>77</sup>

Ustanovení § 161f odst. 1 písm. c) Obchz stanoví požadovanou většinu pro přijetí schválení poskytnutí finanční asistence na alespoň dvě třetiny hlasů všech akcionářů. Tím je česká právní úprava přísnější než úprava komunitární. To je dle mého názoru v rozporu s novelou Druhé směrnice. Článek 23 odst. 1 pododstavec druhý novelizované Druhé směrnice sice ponechává v gesci členského státu, zda přijmout úpravu povolující poskytování finanční asistence, nebo zachovat její zákaz, avšak zvolili členské státy první možnost, stanoví ustanovení novelizované Druhé směrnice zcela jasně, že „lze tyto transakce provést za splnění podmínek stanovených v druhém, třetím, čtvrtém a pátém pododstavci.“ Třetí pododstavec uvádí, že „valná hromada jedná v souladu s pravidly týkajícími se usnášeníschopnosti a většiny stanovené v článku 40.“ Dle článku 40 Druhé směrnice je pro přijetí rozhodnutí zde vyjmenovaných (popř. pak rozhodnutí, která jsou odkazována jinými ustanoveními na tento článek) zapotřebí schválení alespoň dvoutřetinovou většinou hlasů spojených se zastoupenými cennými papíry nebo zastoupeným upsaným základním kapitálem. Druhá směrnice nikde nestanoví, že by se mohl členský stát odchýlit od tohoto ustanovení směrem k přísnější úpravě. Podobně se k výkladu této problematiky vyjadřuje odborná literatura.<sup>78</sup>

Pravidlo Druhé směrnice o výši, pod kterou nesmí poskytnutím finanční asistence klesnout čisté obchodní jmění společnosti, provádí § 161f odst. 1 písm. f) Obchz: „poskytnutí finanční asistence nezpůsobí snížení vlastního kapitálu pod základní kapitál zvýšený o fondy, které nelze podle zákona nebo stanov rozdělit mezi akcionáře, a snížený o výši dosud nesplaceného základního kapitálu.“ Následuje § 161f odst. 1 písm. g) Obchz: společnost vytvoří ve výši poskytnuté finanční asistence zvláštní rezervní fond, k jehož vytvoření je možné použít nerozdělený zisk nebo jiné fondy,

---

<sup>77</sup> Srov. Štenglová, I., Plíva, S., Tomsa, M. a kol., op. cit. sub 75, s. 409. Autoři zde vyjadřují názor, že „podmínky obvyklé v obchodním styku nelze číst ve standardním významu – finanční asistence není obvyklé jednání a leckdy má nějaký širší důvod (např. koncernová politika apod.).“

<sup>78</sup> Srov. Dědič, J., Skálová, J., Hlaváč, J., op. cit. sub 76, s. 318.

keré může společnost použít podle svého uvážení (viz § 161d odst. 3 Obchz). Termín „čisté obchodní jmění“ (*net assets*) je nahrazen pojmem „vlastní kapitál.“ *Net assets* je obchodní majetek společnosti bez jejích závazků, tedy čistý obchodní majetek ve smyslu § 6 odst. 3 Obchz. Ustanovení čl. 6 odst. 4 Obchz stanoví, že „vlastní kapitál tvoří vlastní zdroje financování obchodního majetku podnikatele a v rozvaze se vykazuje na straně pasiv.“ Problém ustanovení § 161f odst. 1 písm. f) Obchz tkví ve způsobu provedení pravidla čl. 15 odst. 1 písm. a) a b) Druhé směrnice, který stanoví, že čisté obchodní jmění společnosti nesmí klesnout pod výši *upsaného* základního kapitálu zvýšenou o rezervy, které nelze podle právních předpisů nebo stanov rozdělit a sníženou o výši *upsaného* dosud nesplaceného základního kapitálu, pokud tento není dosud zúčtován v aktivech uvedených v rozvaze. Předmětné ustanovení obchodního zákoníku stanoví výši, pod kterou nesmí vlastní kapitál společnosti klesnout (~~upsaným~~) základním kapitálem zvýšeným o rezervy, které nelze podle právních předpisů nebo stanov rozdělit a sníženým o výši (~~upsaného~~) dosud nesplaceného základního kapitálu. Nastává tak výkladový zmatek, neboť české společnosti ve svém účetnictví vykazují tři položky v oblasti základního kapitálu: (i) základní kapitál zapsaný v obchodním rejstříku [v pasivech – základní kapitál]; (ii) základní kapitál upsaný, dosud nezapsaný v obchodním rejstříku [v pasivech – změny základního kapitálu]; (iii) základní kapitál upsaný, dosud nesplacený [v aktivech – pohledávky za upsaný základní kapitál]. Podle Druhé směrnice tak při posuzování dopadu finanční asistence na vlastní kapitál společnosti vezmeme na jednu stranu rovnice vlastní kapitál a na druhou stranu upsaný základním kapitál [(základní kapitál zapsaný v obchodním rejstříku + základní kapitál upsaný, dosud nezapsaný v obchodním rejstříku + nerozdělitelné rezervy) – upsaný dosud nesplacený základní kapitál /pokud není dosud zúčtován v aktivech rozvahy/]. Z důvodu, že české společnosti uvádějí upsaný dosud nesplacený základní kapitál v aktivech rozvahy, nemělo by ust. § 161f odst. 1 písm. f) Obchz vůbec obsahovat poslední větu. Doslovný výklad této podoby ustanovení by znamenal mírnější úpravu, než jsou požadavky Druhé směrnice.<sup>79</sup> „Je proto otázkou, zda lze na základě eurokonformního výkladu zákona dojít k závěru, který je v rozporu se zněním zákona, a říci, že při zkoumání dané podmínky se nebude přihlížet k textu zákona a že základním kapitálem není zapsaný, ale upsaný základní kapitál a že upsaný základní

---

<sup>79</sup> Ibid, s. 322-323.



kapitál se nesníží o jeho nesplacenou část, protože se vykazuje v aktivech, ač to zákon výslovně nestanoví.“<sup>80</sup>

Zvláštním způsobem se jal český zákonodárce implementovat do české právní úpravy finanční asistence původní výjimky ze zákazu finanční asistence (ze 70. let minulého století) upravované v čl. 23 odst. 2 Druhé směrnice, který stanoví, že zákaz finanční asistence se nevztahuje na transakce prováděné v rámci běžných obchodů bankami a jinými finančními institucemi, ani na obchody prováděné s cílem nabytí akcií zaměstnanci nebo pro zaměstnance společnosti dané nebo společností s ní spojených. Tyto transakce a obchody však nesmí způsobit snížení čistého obchodního jmění společnosti pod částku stanovenou v čl. 15 odst. 1 písm. a), tedy pod výši upsaného základního kapitálu zvýšenou o rezervy, které nelze podle právních předpisů nebo stanov rozdělit. Ustanovení § 161f odst. 4 stanoví, že na jednání společnosti s cílem nabytí vlastních akcií nebo zatímních listů pro zaměstnance společnosti podle § 158, se nepoužijí ustanovení odstavce 1 písm. a) až e) a h) a odstavce 2 § 161f Obchz. Nemají se tedy aplikovat ta ustanovení, která provádějí podmínky poskytnutí finanční asistence upravené čl. 23 odst. 1 novely Druhé směrnice, kromě těch ustanovení §161f Obchz, která provádějí podmínky čl. 23 odst. 1 novely Druhé směrnice o výši, pod kterou nesmí klesnout čisté obchodního jmění společnosti, a o povinně vytvářené nerozdělitelné rezervě do výše finanční asistence. Všimněme si, že čl. 23 odst. 2 Druhé směrnice požaduje, aby nedošlo ke snížení čistého obchodního jmění pod výši upsaného základního kapitálu zvýšenou o nerozdělitelné rezervy, avšak ustanovení nic neříká o povinnosti tvořit rezervu ve výši poskytnuté finanční asistence. Zde šel tedy český zákonodárce nad rámec Druhé směrnice a česká úprava je tak přísnější. Navíc se má aplikovat problematické ust. § 161f odst. 1 písm. f) kritizované výše. Je to tím více zarážející, že Druhá směrnice uvádí pouze částku dle čl. 15 odst. 1 písm. a). Český zákonodárce ovšem bez dalšího ponechal odkaz na zmiňované písmeno f), které sice chybně, ale provádí Druhou směrnicí s ohledem na čl. 15 odst. 1 písm. a) a písm. b) Druhé směrnice. Přitom co se týče transakcí prováděných v rámci běžných obchodů bankami a jinými finančními institucemi, tam český zákonodárce provedl implementaci čl. 23 odst. 2 Druhé směrnice správně až na setrvání na pojmu „základní kapitál“

---

<sup>80</sup> Ibid, s. 323

namísto unijního „upsaný základní kapitál“.<sup>81</sup> Dědič, Skálová a Hlaváč se navíc domnívají, že čl. 23 odst. 2 Druhé směrnice nevyklučuje použití čl. 23a novelizované Druhé směrnice, a proto tvrdí, že ochranná opatření při střetu zájmů by se měla uplatnit i v případě bank a jiných finančních institucí, což česká úprava postrádá.<sup>82</sup> Nejsem si zcela jist tímto názorem, neboť čl. 23 odst. 2 Druhé směrnice je součástí původního znění Druhé směrnice, byl vytvořen v době, kdy se převládalo přesvědčení o nutnosti paušálně zakázat akciovým společnostem poskytovat finanční asistenci s výjimkou, kdy akciovou společností bude banka nebo jiná finanční asistence a za podmínky, že čisté obchodní jmění neklesne po finanční asistenci pod částku uvedenou v čl. 15 odst. 1 písm a) Druhé směrnice. Ovšem, článek 23a nov. Druhé směrnice by mohl vztáhnout své použití též na odstavec druhý čl. 23 Druhé směrnice, ale článek 23a novelizované Druhé směrnice naopak stanoví, že „jsou-li smluvními stranami transakce uvedené v čl. 23 odst. 1 jednotliví členové správního nebo řídicího orgánu společnosti,...“ Věta první čl. 23a nov. Druhé směrnice dle mého názoru vylučuje použití tohoto článku na transakce uvedené v čl. 23 odst. 2 Druhé směrnice.

### **7.2.2 Změny od 1. ledna 2012**

Od 1. ledna 2012 vstoupí do účinnosti změny § 161f Obchz, které napravují chyby popsané v předchozí kapitole.

Pro rozhodnutí o schválení poskytnutí finanční asistence bude pro příště zapotřebí dvou třetinového souhlasu přítomných akcionářů v souladu s úpravou nov. Druhé směrnice.

Problematické ustanovení § 161f odst. 1 písm. f) Obchz bylo nahrazeno eurokonformním zněním. Poskytnutí finanční asistence nesmí způsobit snížení vlastního kapitálu pod základní kapitál zvýšený o částky uvedené v § 178 odst. 2 písm. a) a b) Obchz. To znamená zvýšený o upsaný základní kapitál na zvýšení základního kapitálu, přičemž zvýšený základní kapitál nebyl ke dni sestavení účetní závěrky zapsán v obchodním rejstříku a rezervy, které dle zákona a stanov společnost nesmí použít k plnění akcionářům.<sup>83</sup> Tím pádem mizí též problém při použití §161 odst. 1 písm. f)

---

<sup>81</sup> Srov. Ibid, s. 323

<sup>82</sup> Ibid, s. 323

<sup>83</sup> Srov. Ibid, s. 232

Obchz na jednání společnosti s cílem nabytí vlastních akcií nebo zatímních listů pro zaměstnance společnosti podle § 158.

Další změna je obsažena v § 161f odst. 1 Obchz v písmenu e), kde došlo k nahrazení pojmu „spravedlivá“ (cena) výrazem „přiměřená“. Nové znění podmínky pod písmenem e) tak bude znít: „jsou-li za pomoci finanční asistence získávány akcie od společnosti finanční asistenci poskytující, musí být cena, za kterou budou tyto akcie získány, přiměřená.“<sup>84</sup>

Ustanovení §161f odst. 5 Obchz pak za účelem sladění dikce se zněním čl. 23 odst. 2 a čl. 15 odst. 1 písm. a) Druhé směrnice doplňuje před výraz „základní kapitál“ slovo „upsaný“, jak požaduje znění čl. 15 odst. 1 písm. a) Druhé směrnice.

### **7.3. Návrh zákona o obchodních korporacích**

V rámci rekodifikace základních právních předpisů soukromého práva v České republice (nový občanský zákoník a úprava práva obchodních společností v samostatném zákoně) se nachází v pozdní fázi legislativního procesu vládní návrh zákona o obchodních korporacích, v kterém bude obsažena mimo jiné také úprava poskytování finanční asistence. Z důvodu uspokojivého procesu implementace ustanovení novelizované Druhé směrnice o podmínkách poskytování finanční asistence akciovou společností (v prizmatu změn účinných od 1. ledna 2012) upravují příslušná ustanovení vládního návrhu zákona o obchodních korporacích finanční asistenci téměř totožně s ustanoveními obchodního zákoníku ve znění účinné od 1. ledna 2012. Jen ve stručnosti uvádím, že vládní návrh zákona o obchodních korporacích se přidržel unijního výrazu „spravedlivé tržní podmínky“ na místo výrazu obchodního zákoníku „podmínky obvyklé v obchodním styku“.<sup>85</sup>

Výraznou změnu přináší vládní návrh zákona o obchodních korporacích v oblasti finanční asistence pro společnost s ručením omezeným. Nestanoví-li stanovy společnosti další podmínky, může s.r.o. poskytovat finanční asistenci za spravedlivých

---

<sup>84</sup> K tomuto aspektu viz. Ibid, s. 318. Rozdílně pak Štenglová, I., Plíva, S., Tomsa, M. a kol., op. cit. sub 75, s. 545-546. Štenglová a kol. uvádí, že pojem „spravedlivý“ je obecnější výraz než pojem „přiměřený“ a pro účely posuzování transakce při finanční asistenci považují za vhodnější právě pojem obecnější. Osobně se spíše přikláním k posledně uvedenému názoru.

<sup>85</sup> Srov. ustanovení § 319 až § 323 vládního návrhu zákona o obchodních korporacích in Parlament České republiky, Poslanecká sněmovna. 2011, VI. volební období, č. 363, Vládní návrh na vydání zákona o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích), s. 78-79. Dostupný z WWW:< <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=6&CT=363&CT1=0>>.

podmínek a jednatel musí vypracovat zprávu o poskytnutí finanční asistence, kterou věcně zdůvodní, včetně uvedení výhod a rizik z toho pro společnost plynoucích, uvede podmínky, za jakých bude finanční asistence poskytnuta a zdůvodní, proč poskytnutí finanční asistence není v konfliktu se zájmem společnosti. Zpráva musí být k dispozici společníkům na valné hromadě, na které se schvaluje finanční asistence. Za dopady finanční asistence na společnost nese samozřejmě dále jednatel v rámci péče řádného hospodáře, které je imanentní, že v důsledku konkrétního rozhodnutí jednatele se nedostane společnost bezprostředně do úpadku. Proto mizí explicitní podmínka, že společnost se poskytnutím finanční asistence nedostane bezprostředně do úpadku [stávající §120a odst. 1 písm b) Obchz]. Odpadá podmínka, že společnost nesmí vykazovat neuhrazené ztráty [stávající §120a odst. 1 písm. c) Obchz]. Zdůvodnění změn se nachází v komentáři k návrhu zákona o obchodních korporacích.<sup>86</sup>

Pro úplnost uvádím, že vládní návrh zákona o obchodních korporacích počítá s možností poskytovat finanční asistenci též u družstva za splnění obdobných podmínek jako u s.r.o. (návrh § 617).<sup>87</sup>

## 8. Úvahy o podstatě řešení úpravy finanční asistence

Tyto úvahy se váží na iniciativu Evropské komise v oblasti *corporate governance*. Komise vydala 5. dubna 2011 Zelenou knihu<sup>88</sup>, kterou zahájila veřejnou diskuzi o možných způsobech zlepšení rámce správy a řízení společností v Evropě. V Zelené knize se Evropská komise zamýšlí nad vhodnými modely správy a řízení společností (*corporate governance*), které by zohledňovaly potřeby společnosti dle jejího charakteru.

V reakci na Zelenou knihu vydala skupina expertů v červenci roku 2011 své stanovisko<sup>89</sup> k problematice *corporate governance* s odpověďmi na otázky položené v Zelené knize. V této kapitole se pokusím stručně přiblížit některé argumenty těchto

---

<sup>86</sup> Ibid, s. 225.

<sup>87</sup> Srov. Ibid., s. 146.

<sup>88</sup> Evropská Komise: Zelená kniha, Rámec EU pro správu a řízení společností. Brusel, 2011. Dostupný z WWW:<[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/com2011-164\\_cs.pdf#page=2](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_cs.pdf#page=2)>.

<sup>89</sup> Davies, P., Ferrarini, G., Hopt, K., Pietrancosta, A., Skog, R. Soltysinski, S., Winter, J., Wymeersch, E.: Response to the European Commission's Green Paper "The EU Corporate Governance Framework". European Company Law Experts, 2011. Dostupný z WWW:<[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1912548](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1912548)>

expertů, které mají význam pro uvažování nejen o úpravě finanční asistence de lege ferenda. Nejedná se o předložení návrhu konkrétních opatření, nýbrž o (i) doporučení, jak přistupovat k hledání odpovědí na otázky, které Zelená kniha klade; a (ii) nabádání k vyvarování se sklouznutí k legislativnímu řešení dílčím problém bez vztahu k obecným aspektům.

Zůstává otázkou, jak dlouho budeme čekat na reálné dopady této iniciativy.

### **8.1 Problémy zmocnění**

Základem pro pravidla *corporate governance* je zabývání se problémy zmocnění. V právu obchodních společností se dělí problémy zmocnění do tří skupin: (i) vztah mezi managementem (zmocněncem [*agent*]) a akcionáři jako skupinou (zmocnitelem [*principal*]) ve společnosti, kde jsou podíly rozptýleny; (ii) vztah mezi ovládajícími akcionáři (zmocněncem) a neovládajícími akcionáři (zmocnitelem) ve společnosti, kde jsou podíly soustředěny; a (iii) vztah mezi ovládajícím (zmocněncem) a zainteresovaným okolím bez podílu (např. věřitelé) [tento problém zmocnění existuje bez ohledu na rozptýlenou či soustředěnou strukturu podílů]. Je třeba si uvědomit nebezpečí, že určitý právní mechanismus může působit na zmírnění problému zmocnění jednoho druhu, avšak zároveň zesilovat problém zmocnění jiného druhu. Například pravomoc akcionářů snadno odvolat členy představenstva může zmírnit problémy zmocnění akcionářů jako skupiny, zatímco zesílí problém zmocnění neovládajících (minoritních) akcionářů.

### **8.2 Soft law a hard law**

Výrazem *soft law* se zpravidla rozumí pravidla, založená na principu „dodržet nebo vysvětlit“ (*comply or explain*). Jak název zásady napovídá, subjekt se buď řídí modelovými pravidly *corporate governance*, nebo jeho řídicí orgán musí řádně vysvětlit důvod, proč se od tohoto modelu odchýlil. Tato pravidla mají dvě charakteristiky. Jednak se opírají o pravidla *hard law*, která po určitém druhu společností vyžadují, aby tyto zveřejnily rozsah, v jakém dodržují příslušné modely *corporate governance*, a jednak břemeno podniknout kroky k případné nápravě leží na akcionářích společnosti, kteří se mohou spokojit s vysvětlením řídicího orgánů, nebo nikoliv. V druhém případě pak mohou hlasovat nohama, tedy prodat své akcie (a případně stáhnout dolu tržní

hodnotu akcií), nebo se mohou snažit o změnu chování společnosti prostřednictvím výkonu svých hlasovacích práv.

Všechny členské státy Unie mají část pravidel *corporate governance* v podobě ustanoveních *hard law* (např. obchodní zákoník, zákon o obchodních společnostech) a část v podobě ustanovení kodexů *corporate governance* na bázi „dodržet nebo vysvětlit“. Ovšem ve všech právních řádech jsou ta nejvíce intruzivní a detailní pravidla obsažena v kodexech *soft law*. Pro tento přístup je velmi dobrý důvod. Neexistuje jeden model *corporate governance*, který by obsahoval nejlepší opatření pro všechny společnosti. Platí to i pro společnosti kótované na regulovaných trzích. *Corporate governance* je o postupech a metodách spíše než o konkrétních dílčích závěrech. Dobrá *corporate governance*, z hlediska činění vyvážených rozhodnutí a vhodných brzd a protiváh (*checks and balances*), může být dosahována prostřednictvím různých postupů. V důsledku toho je vhodné umožnit společnosti odchýlit se od modelu stanoveného v kodexu *corporate governance* a vhodnost důvodu pro odchýlení je lepší nechat na posouzení akcionářům společnosti než soudu či zákonodárci. S. R. Arcot a V. Bruno našli při studii<sup>90</sup> britského „Corporate Governance Code“, že společnosti, které poskytly úplná vysvětlení pro svá odchýlení se od britského kodexu, překonávají nejen společnosti, které svá odchýlení vysvětlily neodstatečně, ale též společnosti, které se úplně přidržely kodexu. Z toho se dá odvodit, že kogentní pravidla vytvářejí nebezpečí nevhodných výsledků. Jedním z možných důvodů, proč metoda „dodržet nebo vysvětlit“ je vhodnější než vytváření kogentních pravidel, je skutečnost, že plně nerozumíme vztahu mezi pravidly pro řídicí orgán společnosti a chováním řídicího orgánu společnosti (*board rules and board behaviour*), takže premisa, podle níž je vytvořeno pravidlo *corporate governance*, se může v praxi ukázat mylnou. Tento pohled podporuje poskytnutí pružnosti (omezené) společnostem při reagování na pravidla *corporate governance*.

---

<sup>90</sup> Arcot, S. R., Bruno, V.: One size does not fit all, after all: Evidence from Corporate Governance. Financial Markets Group, London School of Economics, 2007. Dostupný také z WWW:<<http://ssrn.com/abstract=887947>>

### 8.3 Aktivity na evropské úrovni

Expertní skupina vyjádřila názor, že Komise by se dnes neměla snažit vytvořit Evropský kodex správy a řízení obchodních společností, nýbrž by měla pokračovat v koordinaci aktivit členských států Unie prostřednictvím vydávání Doporučení Komise.

Komise ovšem v Zelené knize poznamenala k diskuzi o přístupu „dodržet nebo vysvětlit“, že „tato řešení nejsou na překážku možné potřebě posílit některé požadavky na úrovni Unie včetně přijetí legislativy namísto vydávání doporučení.“ K tomu experti uvádí, že všechny členské státy mají nějaká pravidla *corporate governance* ve svých zákonech stejně jako v kodexech. Experti zdůrazňují, že *corporate governance* je systém. Má své kořeny z části v právu obchodních společností, které vymezuje vnitřní vztahy mezi různými účastníky ve společnosti, a z části v širších právech, praktikách a tržních strukturách, které fungují v různých členských státech. Existuje zde nebezpečí při nakládání s dílčími složkami systému *corporate governance* bez souvislostí k širšímu kontextu. Jsou zde rizika při vyčleňování dílčích témat z kodexů a jejich převádění do legislativy. Tak tomu je v případě, kdy jsou vydány zákony na úrovni členského státu a ještě větší jsou tato rizika při vydávání závazných předpisů na unijní úrovni, jelikož legislativa Unie je vzdálenější od národních systémů *corporate governance*. Experti podotýkají, že začlenění dílčího tématu do legislativy nemusí být automaticky nevhodné, ale musí existovat skutečně silný případ, předtím než jsou učiněny tyto kroky.

Zjevná role unijních pravidel se ukazuje tam, kde je potřeba řešit přeshraniční otázky. To znamená, že evropská pravidla *corporate governance* by se měla zaměřovat na společnosti, jejichž akcie jsou veřejně obchodovatelné.<sup>91</sup>

---

<sup>91</sup> Data z FESE (Federation of European Securities Exchanges) ukazují, že na konci roku 2007 vlastnili zahraniční investoři 37 % hodnoty akcií kótovaných na evropských burzách. Tato tendence pomalu rostla v posledních letech. Jsou zde rozdíly mezi jednotlivými státy. Například domácí investoři drží více než 70 % trhu v Německu a Itálii, zatímco v Nizozemí je to méně než 30 %. Mezi léty 1999 a 2007 zahraniční vlastnictví vzrostlo významně v Belgii, Německu a Velké Británii, zatímco v Itálii kleslo.

## Závěr

V úvodu diplomové práce jsem si kladl za hlavní cíl odhalit v první části práce příčinu hlavních rozdílů v evropském pojetí zpětných odkupů a v pojetí zpětných odkupů ve Spojených státech amerických. Při snaze o dosažení tohoto cíle, jsem poukázal na pozoruhodný postup Evropské komise při provádění výjimky ze zákazu Směrnice o zneužívání trhu Nařízením o bezpečném přístavu, ve kterém paušálně a necitlivě svázala tržní nástroj – program zpětných odkupů s pravidly pro nabývání vlastních akcií dle Druhé směrnice, což v důsledku znamená, že se na zpětné odkupy aplikují všechny normy práva společností o nabývání vlastních akcií, přičemž tyto normy jsou postavené na koncepci teorie základního kapitálu a v důsledku toho tato pravidla práva společností stavějí různá omezení a překážky na místech, kde pro kótované společnosti, nepřinášejí žádný a priori cílený pozitivní dopad, nýbrž pouze neadekvátní zatížení. Snažil jsem se v diplomové práci poukázat na nesystematičnost a necitlivost takového podřizování zpětných odkupů pravidlům vhodným pro společnosti s nekótovanými akciemi a koncentrovanou akcionářskou základnou. Otázkou k zodpovězení zůstává, zda evropský legislativec pouze nedomýšlel všechny aspekty. Nicméně transakční náklady, alespoň čistě technického rázu, legislativních změn v podobě exkluzivní úpravy zpětných odkupů v nařízení provádějícím Směrnicí o zneužívání trhu, se na první pohled nejeví nijak enormně.

Hlavním cílem části věnované finanční asistenci mělo být předložení obecné komplexní úvahy o institutu finanční asistence. Při snaze o dosažení tohoto cíle jsem popsal finanční asistenci jako složitou křížovátku zájmů několika subjektů. Těmito subjekty jsou všechny osoby zainteresované na společnosti (*stakeholders*), společnost sama a třetí osoba, která u společnosti poptává asistenci. Snažil jsem se nastínit stěžejní druhy interakcí mezi těmito subjekty. Pravidlům poskytování finanční asistence by měla být imanentní ambice vyvažovat protisměrně působící zájmy ovšem s korektivem rozpoznávací schopnosti, kdy není třeba za každou cenu hledat mezi jednotlivými zájmy kompromis. Na konci jsem přiblížil několik úvah odborníků v oblasti *corporate governance*, které by mohly přispět k „vymotání z klubka“ parciálních zájmů nejen v případě finanční asistence.



Doufám, že alespoň některé mé závěry zprostředkované čtenáři v diplomové práci, budou představovat v očích čtenáře z řad akademické obce přidanou hodnotu.

## Seznam pramenů

### Použitá literatura

- 1) **Vermaelen, T.: Share Repurchases.** Foundations and Trends in Finance, 2005, vol. 1, č. 3, s. 171-268, Dostupný z WWW:  
<[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1625024](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1625024)>.
- 2) **Čech, P.: Nařízení Evropské komise o podmínkách přípustného nabývání vlastních akcií a stabilizace kurzu.** Právní rozhledy, 2004, č. 9, s. 356-371.
- 3) **Černá, S.: Přehodnotí Evropa přístup k základnímu kapitálu?** Právní rozhledy, 2005, č. 22, s. 816.
- 4) **Roberts, C: Financial Assistance for the Acquisition of Shares.** University of Oxford, Oxford University Press, Oxford, 2005.
- 5) **Wymeersch, E.: Reforming the Second Company Law Directive.** Financial Law Institute, Working Paper, 2006, č. WP2006-15, Dostupný také z WWW:  
<<http://ssrn.com/abstract=957981>>.
- 6) **Ferran, E.: Simplification of European Company Law on Financial Assistance.** European Business Organization Law Review, 2005, č. 6, s. 93-99, s. 96. Přístup možný z WWW:  
<<http://sfx.is.cuni.cz/sfxlcl3/a-z/cergeall>>.
- 7) **Havel, B.: Finanční asistence – vzpomínka na budoucnost českého soukromého práva.** Právní rozhledy, 2004, č. 12, s. 464-467.
- 8) **Štenglová, I., Plíva, S., Tomsa, M. a kol.: Obchodní zákoník. Komentář. 13. vydání.** Praha : C. H. Beck, 2010.
- 9) **Dědič, J., Skálová, J., Hlaváč, J.: Oceňování nepeněžitých vkladů a finanční asistence v novele obchodního zákoníku a účetní souvislosti (2. část).** Obchodněprávní revue, 2009, č. 11, s. 308-329.
- 10) **Arcot, S. R., Bruno, V.: One size does not fit all, after all: Evidence from Corporate Governance.** Financial Markets Group, London School of Economics, 2007. Dostupný také z WWW:  
<<http://ssrn.com/abstract=887947>>.
- 11) **Massa, M., Rehman, Z., Vermaelen, T.: Mimicking Repurchases.** EFA 2005, Moscow Meetings Paper, Dostupný z WWW:  
<[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=674501](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=674501)>.
- 12) **Rychlý, T.: Tzv. zákaz finanční asistence: česká úprava a evropské perspektivy.** Právní rozhledy, 2004, č. 4, s. 141-147.

## **Použité návrhy právních předpisů, podklady, připomínky, materiály**

- 1) **Morgan Stanley. Comments on the working documents related to the insider dealing and market manipulation**, duben 2003. Dostupný z WWW:  
<[http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/abuse/2003-05-consult/morgan-stanley\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/abuse/2003-05-consult/morgan-stanley_en.pdf)>.
- 2) **European Association of Public Banks. Comments on the working documents related to the insider dealing and market manipulation**, duben 2003. Dostupný také z WWW:  
<[http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/abuse/2003-05-consult/eabp\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/abuse/2003-05-consult/eabp_en.pdf)>.
- 3) **Committee of European Securities Regulators: CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive. Final Report**, CESR/02-089d, s. 34. Dostupný z WWW:  
<[http://esma.europa.eu/system/files/02\\_089d.pdf](http://esma.europa.eu/system/files/02_089d.pdf)>.
- 4) **Committee of European Securities Regulators: Guidelines - MAD Level 3 – Third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market. CESR Guideline**, CESR/09-219, s. 13. Dostupný z WWW:  
<[http://www.esma.europa.eu/system/files/09\\_219.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/09_219.pdf)>.
- 5) **Euronext. Comments on the working documents related to the insider dealing and market manipulation**, květen 2003, s. 4. Dostupný z WWW:  
<[http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/abuse/2003-05-consult/euronext\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/abuse/2003-05-consult/euronext_en.pdf)>.
- 6) **European Commission: Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse)**. COM(2011) 651 final, Brussels, 20.10.2011, s. 5. Dostupný z WWW:  
<<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0651:FIN:EN:PDF>>.
- 7) **European Commission: Commission Working Document, Detailed explanation (by article) of Proposal COM (2004) 730 final of 29 October 2004 for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Council Directive 77/91/EEC, as regards the formation and public limited liability companies and the maintenance of their capital**, s. 4. Dostupný také z WWW:  
<[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/capital/2004-proposal/explanation\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/capital/2004-proposal/explanation_en.pdf)>
- 8) **Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe**. Brusel, 4. listopadu 2002, s. 85. Dostupný z WWW:  
<[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf)>.

- 9) **Parlament České republiky, Poslanecká sněmovna. 2011, VI. volební období, č. 363, Vládní návrh na vydání zákona o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích), s. 78-79.** Dostupný z WWW: <<http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=6&CT=363&CT1=0>>.
- 10) **Evropská Komise: Zelená kniha. Rámec EU pro správu a řízení společností,** Brusel, 2011. Dostupný z WWW: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/com2011-164\\_cs.pdf#page=2](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_cs.pdf#page=2)>.
- 11) **Davies, P., Ferrarini, G., Hopt, K., Pietrancosta, A., Skog, R. Soltysinski, S., Winter, J., Wymeersch, E.: Response to the European Commission's Green Paper "The EU Corporate Governance Framework".** European Company Law Experts, 2011. Dostupný z WWW: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1912548](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1912548)>.

### **Použité cizí právní předpisy mimo Evropskou Unii**

- 1) **Securities Exchange Act of 1934,** ve znění novely z 5. října 2010. Dostupný z WWW: <<http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>>.
- 2) **Securities and Exchange Commission. Purchases of Certain Equity Securities by the Issuer and Others, Final rule,** 17 CFR Parts 228, 229, 240, 249, 270, and 274 [Release Nos. 33-8335; 34-48766; IC-26252; File No. S7-50-02]. Dostupný z WWW: <<http://www.sec.gov/rules/final/33-8335.htm>>.

# **Acquisition in Own Shares and Financial Assistance**

## *Abstract*

*This thesis called „Acquisition in Own Shares and Financial Assistance” deals with the phenomenon of trading in own shares and financial assistance using a comparison of legal requirements on trading in own shares by the relatively “private” company and by the public company with listed shares with relation to the practical needs of different nature of both the types of companies and using the same sort of comparison with relation to the same sort of needs of the same types of companies in the business transactions involving financial assistance. The thesis focuses at European law approach to the phenomenon seeking to describe either the particular characteristics of the legislation either overall concept. The thesis provides with a critical evaluation of European law approach to the phenomenon based on the criticism of relative ignoring the practical characteristics and needs of the public companies with listed shares differing significantly from the practical characteristics and needs of the relatively “private” companies.*

*Particularly, the first part of thesis deals with the market instrument – open market repurchases. It seeks to formulate fundamental characteristics including related risks to the fairness of markets. The thesis deals with a conception of “the safe harbor” rule and enumerates either identical either different characteristics of the safe harbor rule in Europe and United States. The second part of thesis deals with the phenomenon of financial assistance in meaning of a company advancing either directly or indirectly, funds or make loans or provide security, with a view to the acquisition of its shares by a third party. The thesis seeks to stress out the fundamental issues under the financial assistance, it examines European legislative on this phenomenon, its implementation to the Czech law, and in the end of thesis a reader is provided with several considerations on “agency problems” theory as the recourse to financial assistance regulation.*

**Shares. Repurchases. Assistance.**

**Akcie. Odkupy. Asistence.**