

Univerzita Karlova  
Právnická fakulta  
Katedra obchodního práva

Téma diplomové práce (název): Nabídka převzetí  
Jméno vedoucí diplomové práce: Doc. JUDr. S. Černá, CSc.

Diplomant: Petr Vybíral  
Adresa bydliště: Náměstí TGM 1412  
290 01 Poděbrady

„Prohlašuji, že jsem tuto diplomovou práci zpracoval samostatně a že jsem vyznačil prameny, z nichž jsem pro svou práci čerpal způsobem ve vědecké práci obvyklým.“

Petr Vajdíral

## Úvod

Již název této práce – nabídka převzetí – každému jejímu čtenáři napovídá, že problematika, které se na následujících stranách budu věnovat, je nejen zajímavá a velmi rozsáhlá, ale i velmi složitá. Z názvu mé práce také mj. vyplývá, že jsem se snažil, ač to byl úkol nesnadný a v mnoha směrech jen obtížně splnitelný, tento právní institut uchopit v celé jeho komplexnosti. Problematiku nabídek převzetí jsem se v této práci snažil obsáhnout v maximální možné míře tak, aby každý její čtenář získal dostatečnou znalostní, informační a odbornou základnu pro porozumění jejím základním aspektům. Věnoval jsem se nabídce převzetí jednak z obecného hlediska, jednak jsem se pokusil zachytit a podrobněji, s využitím komparace mezi pěti úpravami (evropskou – obsaženou ve směrnici, českou, britskou, německou a americkou), analyzovat některé vybrané problémy úpravy nabídek převzetí.

Ve své práci jsem se tak zaměřil především na platnou evropskou, českou, německou, britskou a v neposlední řadě americkou právní úpravu nabídek převzetí. Celou práci jsem přitom systematicky strukturoval do tří, relativně nezávislých oddílů, které však na sebe názorově a myšlenkově úzce navazují. V oddíle I., nazvaném Obecné aspekty, jsem se věnoval obecným otázkám právní úpravy nabídek převzetí, přičemž jsem se zejména snažil o zamyšlení nad právní a také ekonomickou podstatou nabídek převzetí a klíčovými důvody jejich regulace v rámci práva kapitálových trhů a obchodních společností. Nejprve jsem se pokusil nastínit komplexnost a složitost celé problematiky v části nazvané Úvod do problematiky nabídek převzetí, abych v dalších částech tohoto oddílu mohl za využití komparativní metody vymezit samotný pojem – nabídka převzetí, a dále se pak věnovat historickému vývoji srovnávaných úprav a v neposlední řadě, z právně-politického hlediska veledůležitým, ekonomickým aspektům nabídek převzetí a převzetí společností. Na oddíl I. přitom plynule navazuje oddíl II., který pojednání o obecných aspektech nabídek převzetí dále rozšiřuje o analýzu a zhodnocení vztahu mezi trhem s kontrolou ve společnostech (market for corporate control) v EU a v USA. V oddílu II., nazvaném Evropská úprava ve světle americké reglementace, se věnuji jednak v dubnu roku 2004 nově přijaté „třinácté“ směrnici o nabídkách převzetí, a jednak některým vybraným základním aspektům úpravy ve Spojených státech amerických. Obě úpravy se pak v poslední části tohoto oddílu snažím ve vzájemné konkurenci kriticky zhodnotit tak, abych rozptýlil veškeré, dle mého názoru liché, obavy odpůrců principu neutrality a jej obsahující harmonizace úprav na starém kontinentu.

Nejobsáhlejším a také v mnoha ohledech nosným oddílem této práce je však oddíl III., nazvaný Vybrané problémy úpravy nabídek převzetí. V tomto oddílu jsem se pokusil shrnout některé základní rysy jednotlivých úprav a podrobněji analyzovat některé důležité a často diskutované otázky. Kromě jiného jsem se věnoval základním principům právní reglementace nabídky převzetí, jejímu průběhu, rozdílům mezi přátelskou, nepřátelskou a povinnou nabídkou převzetí a základním znakům a důvodům jejich právní regulace, bariérám a obranným opatřením proti nabídkám převzetí. Oddíl III. se přitom vyznačuje především omezením rozsahu, v němž jsou jednotlivé aspekty právní úpravy nabídek převzetí zkoumány, a to ať už se jedná o množství v některých částech tohoto oddílu analyzovaných a porovnávaných právních úprav, či o důslednou aplikaci komparativní metody. Je tomu tak zejména, a podotýkám, že záměrně, proto, aby hloubka a důsledné zkoumání jednotlivých věcných problémů neutrpěli na úkor pouhého rozsahu jednotlivých částí obsažených v tomto oddílu.

Při samotném vypracování celé práce jsem přitom musel vycházet především z nové evropské směrnice o nabídkách převzetí, jež byla schválena po dlouhých peripetiích a bezmála třiceti letech sporů o její obsah na jaře roku 2004. Dále jsem čerpal z jednotlivých zahraničních úprav, z tuzemské úpravy obsažené v obchodním zákoníku, stejně tak jako z české, britské, americké a německé odborné literatury, jakož i z odborných článků, statí a zpráv.

## **ODDÍL I. Obecné aspekty**

### **I.1 Úvod do problematiky nabídek převzetí**

Problematika nabídek převzetí je v současném evropském a celosvětovém měřítku stále diskutovanějším tématem. Jádrem všech diskusí se přitom takřka bez výjimky odvíjí od hledání odpovědi na otázku: Jaký způsob a míra právní reglementace je pro úpravu nabídek převzetí nejvhodnější? Veškeré závěry jsou pak poměřovány především s ohledem na ekonomické dopady právní úpravy, a to jak na národní, tak na nadnárodní úrovni. K dalšímu rozvoji těchto debat pak mimo jiné přispívá všudypřítomná globalizace světové ekonomiky a neustále užívané integrace národních ekonomik, a to nejen v rámci Evropských společenství. Vlivem

globalizace dochází mimo jiné ke stále větší koncentraci kapitálu v rukou silných multinacionálních korporací a institucionálních investorů, jejichž ekonomická síla jim dovoluje nabývat další a stále větší účasti ve stále větším množství subjektů světové ekonomiky.

Právní úprava nabídek převzetí je oblastí akciového práva a práva kapitálového trhu, jež je ve většině států jevem relativně novým, a tudíž jsou debaty, diskuse a úvahy o vhodnosti a přiměřenosti konkrétní úpravy, jak z právního tak z ekonomického hlediska, zcela logickou reakcí odborné, ale koneckonců i laické veřejnosti.

Každá právní reglementace by přitom měla být posuzována především z hlediska jejích ekonomických dopadů, a to jak po makroekonomické tak po mikroekonomické stránce. Tudíž nejen ve smyslu jejích dopadů na ekonomiku daného státu popř. seskupení či unii států, jakožto celku, nýbrž i s ohledem na dopad právní úpravy nabídek převzetí na jednotlivá odvětví či jednotlivé ekonomické subjekty.

S výše uvedeným však souvisí další aspekt nabídek převzetí, jímž je různorodost národních úprav nabídek převzetí, jakožto instrumentu sloužícímu na kapitálových trzích k nabývání účastnických cenných papírů a kontroly nad cílovými společnostmi, resp. k jejich ovládnutí. Tato odlišnost se pak projevuje nejen kupříkladu v rozdílném přístupu v úpravách mezi Evropskými společenstvími a Spojenými státy, ale i mezi úpravami nabídek převzetí v jednotlivých členských státech Evropské unie<sup>1</sup>. To je způsobeno především odlišnostmi panujícími mezi jednotlivými státy v oblasti ekonomické, v oblasti kapitálových trhů a jejich úrovně, a v neposlední řadě v oblasti práva obchodních společností.

Obecně se dá říci, že existuje jen velmi málo témat, která by zaujala investující veřejnost v takové míře jako nabídky převzetí. Skutečnost, že se na kapitálovém trhu náhle objeví

---

<sup>1</sup> Tato odlišnost v přístupu k právní úpravě nabídek převzetí se na evropské úrovni projevila především při zdoluhavém a vícekrát neúspěšném přijímání tzv. „třinácté“ směrnice o nabídkách převzetí. Směrnice o nabídkách převzetí měla původně skutečně nést označení třináctá, jak by odpovídalo původnímu plánovanému číslování směrnic v právu společností. Orgány ES však na poslední chvíli toto pořadové číslo z názvu vypustily. Možná i tím přispěly k tomu, že byl návrh na jaře 2004 přijat.

navrhovatel, který za účastnické cenné papíry cílové společnosti nabídne prémiovou cenu, resp. bonus vysoko nad obvyklou tržní cenou – což může být dále znásobeno následnou nabídkovou válkou, vyvolanou konkurenčními nabídkami, jež vyžene prémiovou cenu na úroveň ještě vyšší, výrazně převyšující původní tržní cenu akcií společnosti – přispívá velmi významně k blahu akcionářů. Dokonce i v případě, kdy jsou nabídky odvráceny, jako je tomu například při zásahu bílého rytíře (the intervention of a „white knight“) či v případě užití jiných obranných opatření proti nabídce statutárním orgánem cílové společnosti, pokud ovšem daná právní úprava takovéto obranné mechanismy vůbec připouští a dovoluje<sup>2</sup>, jsou to opět akcionáři cílové společnosti, kdo tím často jako jediný získá.

Pokud však investoři, resp. investující veřejnost<sup>3</sup> nabídky převzetí pocítuje veskrze takto příznivě a pozitivně, proč by tedy vůbec nabídky převzetí měli být předmětem právní reglementace v oblasti práva kapitálových trhů, cenných papírů a akciového práva?

Jedna z odpovědí na tuto otázku, jež je nasnadě, spočívá ve skutečnosti, že některé nabídky převzetí – především ty, při nichž vlastníci účastnických cenných papírů cílové společnosti jako protiplnění či náhradu za své akcie, resp. cenné papíry obdrží něco jiného než peněžní plnění resp. hotovost (pokud se tedy jedná o směnu za cenné papíry) – mohou být provázeny podvodným jednáním či manipulací. Jiné nabídky převzetí naproti tomu mohou obsahovat některé prvky donucení či nátlaku, které nadměrně ztěžují svobodné a informované rozhodnutí vlastníků účastnických cenných papírů cílové společnosti. Ačkoliv jsou to zajisté oprávněné a veskrze správné obavy, globálně vzato, prémiové ceny, které při nabídkách navrhovatel za nabytí kontrolního balíku účastnických cenných papírů nabízí, vedou k tomu, že většina investorů, či investující veřejnosti, z důvodu existence nabídek převzetí významně získává<sup>4</sup>. Pro tento názor přitom existuje dostatečně bohatá empirická podpora. Z hlediska právní politiky se dá tedy říci, že investoři, resp. vlastníci účastnických cenných papírů

---

<sup>2</sup> K obranným opatřením a jejich přípustnosti – viz dále.

<sup>3</sup> V dalším textu budu volně používat termíny investor či investující veřejnost, přičemž pod tímto výrazem budu zpravidla rozumět vlastníky účastnických cenných papírů cílové společnosti, tudíž ty osoby, jichž se nabídka převzetí týká především.

<sup>4</sup> V americké literatuře se proto takřka bez výjimky investoři v cílových společnostech označují za „net gainers“ každé nabídky převzetí (corporate takeover, resp. tender offer).

jakožto skupina, budou jen stěží těmi, kdo budou požadovat rozsáhlou, podrobnou, až zatěžující právní úpravu.

I navzdory výše uvedenému je debata a veřejná diskuse o úpravě a regulaci nabídek převzetí často vedena myšlenkou ochrany investorů. Je přitom zřejmé, že ve vedené polemice jsou nejvíce ráznými a neenergičtějšími zastánci regulace zcela jiné subjekty, jichž se nabídky také bezprostředně dotýkají. Jako jeden zdroj významných tlaků a lobby pro obsáhlejší úpravu se nabízí jednak zájmy managementu resp. představenstva cílové společnosti<sup>5</sup>, pro něž takřka každá nabídka převzetí představuje spíše hrozbu než přínos. Stejně tak lze jen stěží ignorovat zájmy zaměstnanců, odborů, dodavatelů, věřitelů a dalších dotčených subjektů, tzv. stakeholders<sup>6</sup>. A jak již bylo uvedeno výše, je třeba brát v úvahu též širší společenské zájmy: Jaké budou důsledky nabídek převzetí pro národní ekonomiku? Nejsou pozitivní efekty nabídek převzetí (tj. zvyšování efektivity a disciplinární působení na management či představenstvo cílové společnosti) vyrušeny přehnaným důrazem na pozitivní vývoj krátkodobého akciového kurzu<sup>7</sup>? Netrpí neustálou hrozbou nepřátelského převzetí společnosti morálka popř. ochota managementu, resp. představenstva investovat veškerý svůj lidský potenciál do podnikatelského úspěchu společnosti v delším časovém horizontu? Tyto druhy obav a otázek pak vedou ke značné názorové rozpolcenosti ve vztahu k převzetím společností, zejména nepřátelským, prostřednictvím nabídek převzetí, což přinejmenším zmírňuje nadšení většiny investorů, vlastníků cenných papírů. V nedávné době tak došlo v řadě zemí, včetně Spojených států amerických<sup>8</sup>, k výraznému ztížení průběhu nepřátelského převzetí a zpřísnění právní úpravy nabídky převzetí pro navrhovatele, mj. i umožněním obranných mechanismů proti nepřátelským nabídkám.

---

<sup>5</sup> Např. ve Spojených státech amerických při přijímání Williams Act (federálního zákona jež novelizoval Securities Exchange Act z roku 1934 a jež představuje platnou federální úpravu nabídek převzetí) v roce 1968 přišel původní podnět požadující regulaci nabídek převzetí ze strany managementu společností, jež byly či by mohly být cílem nabídek převzetí. viz David L. Ratner: Securities Regulation, 6. vydání, str. 110.

<sup>6</sup> K problematice tzv. stakeholders cílové společnosti – viz dále.

<sup>7</sup> Blíže k těmto otázkám – viz dále.

<sup>8</sup> V USA se tak stalo především na státní úrovni, kde postupně došlo k přijetí až tří generací zákonů o nabídkách převzetí (takeover statutes), v rámci úpravy obchodních společností.

Debata o nabídkách převzetí a jejich úpravě je jak politického, tak odborného rázu. Po přijetí prvních právních reglementací se téměř veškeré odborné diskuse týkaly nezbytnosti jejího rozsahu a způsobu úpravy vztahů mezi subjekty zúčastněnými na nabídce. V americké literatuře se v osmdesátých letech objevil názor, jenž požadoval přijetí takové úpravy, která managementu resp. představenstvu cílové společnosti uloží pasivitu po dobu trvání nabídky a zakáže tak veškeré obranné snahy proti nabídkám z jeho strany<sup>9</sup>. Od té doby však došlo k výraznému posunu v rétorice právních teoretiků za Atlantikem, kteří jsou daleko citlivější k dvojznačnosti většiny normativních otázek týkajících se nabídek převzetí. Hlavní názorový proud, i přes jeho častou kritiku i v samotných USA, je představován teorií „market for corporate control“, která převzetí společností považuje za pozitivní, ba dokonce blahodárný jev. Tento koncept totiž vychází, kromě jiného, z premisy, že nepřetržitá hrozba převzetí společnosti představuje nejúčinnější prostředek kontroly představenstva, či řídicích orgánů, resp. managementu společnosti a jeho rozhodování, jejími akcionáři<sup>10</sup>. Pro přípustnost nejrůznějších druhů obranných mechanismů proti nabídkám převzetí ze strany managementu pak hovoří v USA uplatňovaná doktrína business judgement rule. V Evropě, a to zejména po přijetí třinácté směrnice, se však vývoj právní úpravy nabídek převzetí bude ubírat poněkud jiným směrem a na starém kontinentu se dle mého názoru, i navzdory právu opce obsaženému ve směrnici<sup>11</sup>, pozvolna prosadí princip neutrality řídicích orgánů po dobu trvání nabídky převzetí.

Pojednání o principu neutrality, jenž koneckonců představoval nejobtížnější a nejspornější otázku při přijímání návrhu Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2004/25/ES o

---

<sup>9</sup> Srov.: Frank H. Easterbrook, Daniel R. Fischel: *The Proper Role of Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 1981. Autoři uvedené statě jsou uznávanými odborníky na problematiku převzetí. Americké soudy se však při rozhodování neztotožnily s jejich, později široce zastávaným, názorem vyžadujícím pasivitu managementu cílové společnosti po dobu trvání nabídky.

<sup>10</sup> Blíže ke konceptu resp. teorii market for corporate control, pravidlům corporate governance, jakož i k ekonomickým a jiným důsledkům převzetí a důvodům úpravy nabídek převzetí – viz dále v této práci.

<sup>11</sup> Nově přijatá směrnice o nabídkách převzetí obsahuje v článku 12 pod názvem „Nepovinná ujednání“ zvláštní druh kompromisu. Článek 12 směrnice nabízí členským státům možnost od společností se sídlem na jejich území nevyžadovat, aby se podrobily režimu čl. 9 a 11, tedy principu neutrality a pravidlu průlomu.



nabídkách převzetí<sup>12</sup>, je obsaženo na jiném místě této práce. Zde je třeba pouze uvést, že jeho uplatnění v úpravě nabídek převzetí je dle mého názoru daleko více otázkou politickou, než-li otázkou odlišného pojetí zájmů akciové společnosti v systému anglosaského a kontinentálního práva, tedy otázkou odbornou, právní. Dovoluji si proto na tomto místě částečně nesouhlasit s názorem P. Čecha a J. Dědiče v knize *Evropské právo společností*, Bova Polygon, Praha 2004, strana 487 – 488, že hlavní příčinou rozdílného pohledu na princip neutrality, či dokonce jeho odmítání např. v SRN, je rozdílné anglosaské a kontinentální pojetí práva společností, akciového práva a právní úpravy kapitálového trhu, resp. nabídek převzetí. Pravdou je, že tyto přístupy jsou si při definování zájmu společnosti při nabídkách převzetí poměrně vzdálené. Stačí však pohled za Atlantský oceán, kde se korporátní úprava na úrovni jednotlivých států USA od britského pojetí principu neutrality vzdaluje na míle daleko a představenstvo cílové společnosti má k dispozici obranné struktury a mechanismy, a to jak pre-bid tak post-bid<sup>13</sup>. Navíc je třeba nezapomínat na skutečnost, že i principu neutrality doposud tvrdošijně odolávající německá doktrína jej vždy takto důrazně neodmítala. Původní návrh WpÜG<sup>14</sup>, předložený dne 29. června 2000 německým ministerstvem financí, totiž obsahoval rozsáhlou povinnost neutrality (Neutralitätspflicht) představenstva a dozorčí rady cílové společnosti v případě nabídky převzetí. Ztroskotání návrhu 13. směrnice v Evropském parlamentu v roce 2001 však vedlo spolkovou vládu k oslabení prvků povinnosti neutrality ve svém návrhu<sup>15</sup>. Svou úlohu v německém vnímání principu neutrality zcela jistě sehrálo, dnes již proslulé, nepřátelské převzetí německého telekomunikačního gigantu Mannesmann AG britským Vodafone Airtouch Plc. na přelomu let 1999 a 2000. V tomto směru nelze na druhou stranu než souhlasit s autory uvedené knihy, že odborné argumenty proti návrhu směrnice byly zcela zastřeny jinými důvody obav z přijetí směrnice – ekonomickými a politickými<sup>16</sup>.

---

<sup>12</sup> Tzv. třináctá směrnice (směrnice o nabídkách převzetí měla původně skutečně nést označení třináctá, jak by odpovídalo původnímu plánovanému číslování směrnic v právu společností, orgány ES však na poslední chvíli toto pořadové číslo z názvu vypustily) byla po třiceti letech sporů schválena na jaře roku 2004 a byla publikována v Úředním věstníku EU (L 142 ze dne 30.dubna 2004).

<sup>13</sup> Viz Zpráva expertní skupiny Evropské komise (Report of the High Level Group of Company Law Experts), str. 39-42; Cox, Hillman, Langevoort: *Securities Regulation – Cases and Materials*, str. 979 – 980.

<sup>14</sup> WpÜG, neboli Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (zákon o nabývání cenných papírů a o nabídkách převzetí) je od 1.1.2002 platnou úpravou nabídek převzetí v SRN.

<sup>15</sup> *Steinmeyer/Häger*, str. 74-75.

<sup>16</sup> *Čech/Dědič*, str. 489.

I kdybychom přijali hypotézu, že jediným cílem a důvodem regulace nabídek převzetí je zvýšení blaha akcionářů či investorů, výběr správné právní politiky ve vztahu k převzetím zůstává nadále nejasným. Ve své studii *The Economic Effects of Federal and State Regulation of Cash Tender Offers*<sup>17</sup> (1980) autoři Jarrell a Bradley uvádějí, že celkový efekt větší regulace nabídek převzetí ve Spojených státech amerických spočívá ve významném zvýšení prémiových cen placených navrhovatelem při úspěchu jeho nabídky. V tomto smyslu by hlavním důsledkem regulace nabídek převzetí bylo přimět navrhovatele, aby předpokládané synergie a očekávané zisky a přínosy z akvizice sdílel spolu s akcionáři cílové společnosti. Otázkou však zůstává, zda to je a má být hlavním smyslem právní úpravy resp. regulace nabídek převzetí.

Do jaké míry může na daném kapitálovém trhu docházet k nabídkám převzetí a do jaké míry budou tyto úspěšné je předurčeno řadou faktorů. Je třeba si především uvědomit, že tyto faktory mohou být jak obecného, tak strukturálního rázu, mohou být makroekonomické povahy, či se mohou dotýkat specifík jednotlivých společností. Obecné faktory zahrnují především strukturu a stádium vývoje kapitálového trhu, dostupnost finančních zdrojů, jež představují alternativu ke kapitálovým trhům, jimiž jsou např. dlouhodobé bankovní úvěry či samofinancování, relativní důležitost a roli bankovního sektoru v dané národní ekonomice, modely vlastnictví akcií a v neposlední řadě ekonomickou, sociální a kulturní situaci v zemi.

Na úrovni jednotlivých společností tyto faktory zahrnují především: způsob jakým stanoví a další statutární dokumenty společnosti ještě před nabídkou převzetí upravují hlasovací práva spojená s akciemi, resp. cennými papíry, nabývanými prostřednictvím nabídky; popř. existenci a způsob úpravy dvounásobných a vícenásobných hlasovacích práv či zvláštních kontrolních práv akcií, cenných papírů; a v neposlední řadě také míru, ve které korporátní struktury, tj. formy uspořádání vnitřních poměrů společnosti, svěřují majoritní práva minoritním akcionářům (tzv. pre-bid structures) a dostupnost a možnost využití zvláštních opatření, jež zmaří nabídku, pokud je oznámena (tzv. post-bid structures).

---

<sup>17</sup> Jarrell, Bradley: *The Economic Effects of Federal and State Regulation of Cash Tender Offers*, 1980.

## I.2 Nabídka převzetí

V předchozím textu jsem se již krátce věnoval nabídkám převzetí, jádru jejich ekonomické a právní podstaty, pokusil jsem se o zevrubné zamyšlení nad jejich smyslem a nezbytnými předpoklady a klíčovými důvody jejich existence. Zatím však nebylo řečeno, co je třeba právě pod daným dvouslovím – nabídka převzetí – rozumět. Jinak řečeno, v celé části nazvané Úvod do problematiky jsem se, nikoliv nezáměrně, vyhýbal definici nabídky převzetí.

Pokusit se správně a komplexně definovat nabídku převzetí je úkol velmi obtížný. Jednotlivé právní úpravy, jakož i pohledy teorie a praxe na nabídku převzetí, chápanou jako instrument sloužící především k ovládnutí cílové společnosti, se nikoliv nevýznamně liší. Existují přitom rozdíly v jejím chápání nejen mezi jednotlivými zeměmi či kontinenty<sup>18</sup>, nýbrž i, jak už tomu koneckonců v právní vědě je a vždy bude, mezi odborníky na problematiku nabídek převzetí v dané zemi. Abych se pokusil alespoň o přiblížení k jakési komplexní či obecné definici nabídky převzetí, zaměřil jsem se na její chápání nejen v české, ale i v některých dalších právních úpravách a pramenech.

### I.2.1 Nabídka převzetí v českém právu:

Český obchodní zákoník (dále jen „ObchZ“) nabídku převzetí definuje ve svém §183a odst. 1 takto: Nabídkou převzetí je veřejný návrh smlouvy o koupi cenných papírů, s nimiž je spojeno právo účasti na akciové společnosti („cílové společnosti“), jež je určen vlastníkům těchto cenných papírů. Navrhovatel v nabídce převzetí projevuje vůli nabýt účastnické cenné papíry cílové společnosti („účastnické cenné papíry“) v rozsahu, který mu umožní ovládnutí<sup>19</sup> společnosti nebo který zvýší jeho vliv v jím ovládané společnosti, proti zaplacení jejich kupní ceny nebo výměnou za jiné cenné papíry, a to nejde-li o povinnou nabídku převzetí.<sup>20</sup> §183a odst. 1 kromě toho dále definuje pojem účastnické cenné papíry, pod nimiž je třeba rozumět především akcie a zatímní listy anebo převoditelné cenné papíry, které nabytí těchto cenných papírů umožňují. Těmito jest třeba rozumět především prioritní a vyměnitelné dluhopisy,

---

<sup>18</sup> Pravděpodobně největší rozdíl v koncepci právní úpravy neustále přetrvává mezi kontinentálním-evropským pojetím úpravy obchodních společností, kapitálových trhů, pravidel corporate governance a koneckonců nabídek převzetí a pojetím anglosaským či angloamerickým. Blíže k této dichotomii – viz v dalším textu.

<sup>19</sup> K ovládnutí společnosti srov. §66a a násl. ObchZ, upravující aspekty koncernového práva.

<sup>20</sup> §183a odst. 1 zákona č. 513/1991 Sb., Obchodní zákoník, v platném znění.

opční listy, poukázky na akcie a také tzv. ADR (American Depositary Receipts) či GDR (Global Depositary Receipts), tedy cenné papíry zastupující akcie, pokud jejich emisní podmínky připouštějí právo vlastníka požadovat výměnu za akcie nebo zatímní listy cílové společnosti.

Zde si ve své práci dovolím malou odbočku pojednáním o odvozených cenných papírech. Právě jejich stále rozšířenější používání je jedním z projevů globalizace finančních trhů. Dochází tak k jejich pronikání do ekonomik (jakou je ta česká), jejichž právní řády ani tento druh cenných papírů vůbec neznají. Jak vyplývá z jejich anglického názvu – „depositary receipts“ (tj. depozitní potvrzenky či uschovací poukázky) bylo by je možno podřadit pod deriváty, většinová právní doktrína je však řadí do kategorie cenných papírů, a za daného právního stavu cenných papírů zahraničních. Odvozené cenné papíry jsou cenné papíry, z nichž práva a závazky jsou odvozeny od, resp. navázány na práva a závazky z cenných papírů, které zastupují a za něž jsou zpravidla taktéž volně a kdykoli za svého trvání (samozřejmě za splnění veškerých případných zákonných či jinak, např. emitentem stanovených požadavků) vyměnitelné. Podle geografických trhů či skupin trhů, na nichž se odvozené cenné papíry obchodují, je možno odvozené cenné papíry dělit právě na výše zmiňované ADR (American Depositary Receipts) či GDR (Global Depositary Receipts), vyskytují se však také European Depositary Receipts atd. American Depositary Receipts se objevily poprvé v padesátých letech minulého století. Důvodem jejich vzniku byla regulatorní omezení a požadavky kladené na zahraniční emitenty kótovaných cenných papírů v USA, resp. regulatorní omezení pro americké investory (zejména pak institucionální investory) vzhledem k jejich investicím do zahraničních cenných papírů. Depositary receipts, které tak byly považovány za domácí cenný papír, a tudíž podléhaly ve Spojených státech poněkud volnějším regulatornímu režimu, tedy vznikly jako jakýsi kompromis – na jednu stranu umožňovaly širší škále amerických investorů investovat do většího počtu titulů zahraničních cenných papírů, na druhou stranu umožňovaly zahraničním (z pohledu amerického kapitálového trhu) emitentům obracet se na americkou investorskou veřejnost. Od počátku své existence pak byly odvozené cenné papíry používány zejména k investicím do akcií a je tomu tak v podstatě nadále. Velký boom pak tyto cenné papíry prožily především

v devadesátých letech 20. století<sup>21</sup>. Odvozené cenné papíry jsou obvykle vydávány specializovanými emitenty – tzv. depozitáři (obvykle jsou jimi zahraniční komerční nebo investiční banky) – a to v rámci tzv. programů odvozených cenných papírů. Emise mají charakter programu z toho důvodu, že jejich objem je zpravidla předem neomezen! V každém případě však tento objem může kolísat, neboť je zásadně možné odvozený cenný papír vyměnit za podkladový cenný papír a naopak, a to kdykoliv (i několikrát) během trvání daného programu. Vydávání odvozených cenných papírů je ze strany depozitářů poskytováno jako běžná investiční služba, zpravidla za paušální poplatek kryjící vynaložené náklady a fixně stanovenou odměnu. Technickou podstatou uvedené transakce je pak skutečnost, že se depozitář sám přímo či zprostředkovaně stává vlastníkem podkladového cenného papíru. U odvozených cenných papírů pak bývá obvyklé (a to zejména s ohledem na to, že investory do odvozených cenných papírů bývají spíše tzv. portfolioví investoři nemající zájem získat kontrolu či podíl na řízení příslušného emitenta), že odvozené cenné papíry nemívají zachováno hlasovací právo, které jinak náleží depozitáři jako vlastníku podkladového cenného papíru. Depozitář, který ovšem zůstává (zde si dovolím poněkud odvážně poukázat, v jistém směru, na analogii s finančním leasingem) jen formálně-právním a nikoli ekonomickým majitelem, resp. vlastníkem podkladových cenných papírů, se zpravidla zaváže, že hlasovací právo z těchto cenných papírů nebude vykonávat.

Jak ukazuje výše uvedená česká legální definice nabídky převzetí, je třeba ji vykládat striktně toliko jako instrument sloužící k ovládnutí společnosti navrhovatelem (subjektem jež nabídku činí), popř. instrument sloužící ke zvýšení vlivu navrhovatele v jím již ovládané společnosti. Nabídka převzetí spočívá v úmyslu navrhovatele nabýt účastnické cenné papíry v rozsahu, který mu umožní společnost ovládnout. Podstatným znakem každé nabídky převzetí je tedy úmysl nabýt účastnické cenné papíry, nikoliv samotné ovládnutí společnosti. Společnost lze koneckonců, jak uvádím níže, ovládnout nejen cestou nabídky převzetí. Jak v této souvislosti uvádí P. Čech<sup>22</sup>: „...ovládnutí společnosti může představovat jen vedlejší, třeba i nezamýšlený, nechtěný, či dokonce pro navrhovatele nežádoucí důsledek“. Při nabídce převzetí však není ani podstatné, jak veliký podíl chce navrhovatel na základě nabídky získat.

---

<sup>21</sup> V podrobnostech srovnej: Bakeš, M. a kol.: Finanční právo, 3. vydání, C.H. BECK, 2003, str. 650.

<sup>22</sup> *Dědič*, str. 1844.

Navrhovatel tak může projevit vůli či úmysl nabýt pouze zcela malý podíl, jehož nabytí však povede k ovládnutí společnosti. I v takovém případě se bude jednat o nabídku převzetí ve smyslu ObchZ.

Jak z legální definice dále vyplývá, nabídkou převzetí je třeba rozumět veřejný návrh smlouvy o koupi účastnických cenných papírů cílové společnosti. Pojem veřejný návrh smlouvy, definovaný §276 odst. 1 ObchZ<sup>23</sup>, není možno na nabídku převzetí použít<sup>24</sup>. P. Čech k tomu však dále uvádí<sup>25</sup>: „... z hlediska účelu úpravy nabídek převzetí nemůže aplikace ustanovení záviset na skutečnosti, zda se navrhovatel obrací na neurčité osoby, nebo na relativně určitý okruh vlastníků účastnických cenných papírů, či dokonce zcela konkrétní osoby. ... Není dokonce vyloučeno (a často se tak děje), že navrhovatel adresáty návrhu jmenovitě zná a obrátí se přímo na ně. Odporovalo by účelu úpravy, kdyby ji nebylo nutné a možné aplikovat na návrh adresovaný vysokému počtu individuálně určených osob. Jestliže společnost vydala akcie na jméno, je navrhovatel dokonce povinen obrátit se přímo na osoby uvedené v seznamu akcionářů. ... Úprava nabídek převzetí je úpravou speciální. Pojem je třeba aplikovat autonomně, výhradně v kontextu smyslu a účelu úpravy nabídek převzetí.“ Pro posouzení konkrétního jednání jako nabídky převzetí není tedy neurčitost adresátů rozhodující. Naopak bude důležitá povaha jednání navrhovatele, které by mělo naplňovat znaky zvláštního druhu veřejného návrhu smlouvy o koupi účastnických cenných papírů. Veřejný návrh smlouvy je tedy v kontextu nabídek převzetí třeba chápat odlišně od jeho obecného vymezení v §276 ObchZ a pro veřejný návrh příznačný znak neurčitosti adresátů by neměl být v uvedených případech striktně vyžadován.

Naopak nelze, dle mého názoru, souhlasit se závěrem, že jestliže konkrétní osoba hodlá nabýt účastnické cenné papíry v rozsahu, který jí umožní ovládnutí společnosti, musí je

---

<sup>23</sup> Veřejným návrhem smlouvy ve smyslu §276 ObchZ odst. 1 je projev vůle, kterým se navrhovatel obrací na neurčité osoby za účelem uzavření smlouvy. Podle §276 odst. 2 pak podnět k uzavření smlouvy, jež nemá náležitosti podle odst. 1 se považuje pouze za výzvu k podávání návrhů na uzavření smlouvy (lat.: *invitatio ad offerendum*).

<sup>24</sup> Shodně: *Dědič*, str. 1841; Štenglová, Plíva, Tomsa a kol.: *Obchodní zákoník, Komentář*, C.H. Beck, 2005, str. 688.

<sup>25</sup> *Dědič*, str. 1841.

bezpodmínečně nabývat na základě nabídky převzetí. Jiné smlouvy podle tohoto názoru<sup>26</sup> nelze v takovém případě platně uzavřít. Pravdou sice je, že např. v USA platí zákaz nabývat účastnické cenné papíry po dobu závaznosti nabídky jinak než jejím prostřednictvím. V tuzemské úpravě se pak objevuje obdobný zákaz (srov. §183a odst. 12 ObchZ), jiné zahraniční úpravy, včetně úpravy britské, německé, rakouské či švýcarské, jej však neobsahují. Uvedený zákaz však v žádném případě nevyklučuje možnost nabývat účastnické cenné papíry v rozsahu, jenž umožní ovládnutí společnosti i jinak než prostřednictvím nabídky převzetí (arg. slov: „...jinak než na základě nabídky...“). Odporovalo by i smyslu celé zákonné úpravy, mj. i úpravě povinné nabídky převzetí, kdyby nebylo možno společnost ovládnout i jinak než na základě nabídky převzetí.

Nutno navíc podotknout, že v důsledku realizace samotné nabídky převzetí totiž ani skutečně k ovládnutí cílové společnosti dojít nemusí. O nabídku převzetí zcela logicky půjde i v případech, kdy tato neuspěje a její navrhovatel cílovou společnost na jejím základě neovládně. Neúspěšné nabídky převzetí jsou koneckonců na kapitálových trzích po celém světě běžnou realitou. Na existenci či neexistenci nabídky převzetí, a to nejen v českém právu, je třeba usuzovat na základě pohledu ex ante – tedy v době kdy je nabídka činěna – a nikoliv až ex post, tedy po jejím skončení. Aplikace předpisů o nabídkách převzetí, a to platí nejen pro diskutovanou českou právní úpravu, ale pro všechny reglementace obecně, není možno činit závislým na skutečném dosažení kontroly, resp. ovládnutí společnosti<sup>27</sup>.

Za nabídku převzetí pak v souladu s uvedeným nebude možno považovat takový postup navrhovatele, kdy sice nabude účastnické cenné papíry cílové společnosti v rozsahu, který mu umožní ovládnutí cílové společnosti, neučiní tak však na základě veřejného návrhu smlouvy o koupi účastnických cenných papírů. Ač tedy dojde touto cestou k ovládnutí společnosti, nebude se o nabídku převzetí jednat v případě individuálního vyjednávání a uzavření smlouvy s jedním akcionářem či s úzkým okruhem akcionářů<sup>28</sup>.

---

<sup>26</sup> Štenglová, Plíva, Tomsa a kol.: Obchodní zákoník, Komentář, C.H. Beck, str. 584.

<sup>27</sup> Steinmeyer/Häger, str. 325 a násl..

<sup>28</sup> Dědič, str. 1846.

O nabídku převzetí nepůjde především v případě tzv. výzvy k podávání návrhů neboli *invitatio ad offerendum*. Zajímavé je, že právě podle §276 odst. 2 ObchZ je podnět k uzavření smlouvy, jež nemá náležitosti podle odst. 1 považován pouze za výzvu k podávání návrhů na uzavření smlouvy (lat.: *invitatio ad offerendum*). Takovýto postup by však dle mého názoru bylo dokonce možno považovat za úmyslné porušení zákona. Pro uvedený závěr by bylo možno najít oporu např. v sousední SRN, kde §17 WpÜG výzvu k podávání návrhů na uzavření smlouvy o koupi či směně cenných papírů výslovně zakazuje<sup>29</sup>! Jak uvádí P. Čech<sup>30</sup>, nebude také možné za nabídku převzetí považovat např. návrh smlouvy učiněný výhradně jedné osobě či úzkému okruhu osob, ovládnutí cílové společnosti na základě nákupů účastnických cenných papírů na veřejném trhu.

Dle české zákonné úpravy bude za nabídku převzetí nutné rovněž považovat veřejné návrhy, jejichž navrhovatel bude zamýšlet byť i nevýznamné posílení své účasti v ovládané společnosti. Každý veřejný návrh smlouvy o koupi účastnických cenných papírů, který učiní ovládající osoba vůči ostatním vlastníkům účastnických cenných papírů akciové společnosti, bude tak považován za nabídku převzetí ve smyslu §183a a násl. ObchZ. Rovněž směrnice o nabídkách převzetí v čl. 2 odst. 1 písm. a) stanoví, že nabídkou převzetí je mj. též každá veřejná nabídka (jiná než kterou podává sama cílová společnost) učiněná držitelům (vlastníkům – pozn. autora) cenných papírů obchodní společnosti na nabytí všech nebo některých těchto cenných papírů, která následuje po ovládnutí cílové společnosti.

Nikoli nezajímavou je skutečnost, že se česká úprava nevztahuje pouze na nabídku převzetí v případě kótovaných cenných papírů, neboli pokud cílovou společností je akciová společnost jejíž cenné papíry (nikoli však nutně všechny) jsou kótované. O nabídku převzetí podle českého obchodního zákoníku půjde tudíž v případě všech účastnických cenných papírů jakékoli cílové, akciové společnosti, bez ohledu na to zda její účastnické cenné papíry byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu či nikoli. Podle návrhu věcného záměru nového obchodního zákona je však možné počítat s tím, že aplikace úpravy nabídek převzetí bude

---

<sup>29</sup> §17 WpÜG zní: „ Eine öffentliche auf den Erwerb von Wertpapieren der Zielgesellschaft gerichtete Aufforderung des Bieters zur Abgabe von Angeboten durch die Inhaber der Wertpapiere ist unzulässig.“

<sup>30</sup> *Dědič*, str. 1846.



zúžena toliko na společnosti s kótovanými účastnickými cennými papíry<sup>31</sup>. Uvedená změna v rozsahu aplikace úpravy nabídek převzetí by tak plně korespondovala jak s úpravou obsaženou ve „třinácté“ směrnici tak s většinou zahraničních úprav<sup>32</sup>, kde se ustanovení o nabídkách převzetí vztahují pouze na společnosti jejichž cenné papíry byly přijaty k obchodování na veřejném, resp. regulovaném trhu, tedy na kótované společnosti<sup>33</sup>. V českém právu je prozatím v případě nabídky převzetí na kótované cenné papíry třeba postupovat mj. podle zvláštní úpravy obsažené v §183e ObchZ.

Pokud se současná úprava nabídek převzetí vztahuje pouze na veřejný návrh smlouvy o koupi účastnických cenných papírů, jenž směřuje k ovládnutí společnosti či k zvýšení účasti v ovládané společnosti, vzniká otázka, jaké normy aplikovat na veřejné návrhy, jež tuto definici nenaplní<sup>34</sup>. Například pokud nemá veřejný návrh smlouvy za cíl ovládnutí společnosti nebo navýšení účasti v ovládané společnosti. V tomto případě se nabízí buď postup podle §276 a násl. ObchZ či postup per analogiam s §183a ObchZ<sup>35</sup>. Obchodní zákoník přitom na podobné situace ve znění novely č. 142/1996 Sb. až do 1. ledna 2001 pamatoval<sup>36</sup>. Ze zahraničních úprav uvedenou problematiku obratně řeší např. německý WpÜG. Obsahuje mj. oddíl 3 (§§10 až 28) nazvaný Angebote zum Erwerb von Wertpapieren, jež představuje obecnou úpravu (subsidiárně aplikovatelnou na speciální úpravu) veřejného návrhu smlouvy o koupi účastnických cenných papírů akciové společnosti, resp. i KGaA<sup>37</sup>, a to i takových, které

---

<sup>31</sup> Podle předběžného znění návrhu věcného záměru zákona by se úprava nabídek převzetí vztahovala pouze na tzv. „veřejné společnosti“, jimiž jest třeba rozumět společnosti, jejichž akcie resp. účastnické cenné papíry byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu.

<sup>32</sup> Srovnej pojednání o pojetí nabídek převzetí v evropském, německém, americkém a britském právu.

<sup>33</sup> *Dědič*, str. 1840.

<sup>34</sup> *Dědič*, str. 1846.

<sup>35</sup> *Dědič*, str. 1846.

<sup>36</sup> Srovnej: I. Pelikánová: Komentář k obchodnímu zákoníku, 2. díl, §56 – 260, 2. vydání, LINDE PRAHA a.s., 1998, str. 837. Navíc podle autorky citovaného komentáře bylo vhodné vykládat ustanovení o veřejném návrhu smlouvy o koupi akcií tak, že návrh může podat jak kupující, tak prodávající. Tato možnost novelizací z roku 2000 z ObchZ rovněž vypadla.

<sup>37</sup> KGaA tj. Kommanditgesellschaft auf Aktien, neboli akciová komandita, resp. komanditní společnost na akcie jest v českém právu neupravenou formou podnikání, resp. obchodní společnosti. V SRN je „Kommanditgesellschaft auf Aktien“ upravena jednak speciální úpravou obsaženou v zákoně o akciových společnostech (Aktiengesetz), a to v §§278 – 290, jednak obecnou úpravou komanditní společnosti obsaženou

nemají za cíl společnost ovládnout – tedy úpravu tzv. nabídek na nabytí cenných papírů. Další dva oddíly WpÜG pak obsahují speciální normy. Oddíl 4 (§§29 až 34) nazvaný Übernahmeangebote zakotvuje speciální normy pouze pro nabídky převzetí, tj. veřejné návrhy, jež směřují k nabytí kontroly, resp. k ovládnutí společnosti. Oddíl 5 (§§35 až 39) nazvaný Pflichtangebote upravuje povinné nabídky převzetí<sup>38</sup>.

### **I.2.2 Nabídka převzetí ve smyslu evropského práva**

Ve smyslu Směrnice 2004/25/ES Evropského parlamentu a Rady, ze dne 21. dubna 2004, o nabídkách převzetí, a to zejména jejích článků 1 a 2, je nabídkou převzetí či nabídkou třeba rozumět veřejný návrh, učiněný subjektem odlišným od cílové společnosti, ať už povinný či dobrovolný, směřující k nabytí všech nebo části cenných papírů cílové společnosti, činěný vlastníků těchto cenných papírů, který bezprostředně následuje po, nebo má za cíl, ovládnutí, resp. nabytí kontroly, cílové společnosti v souladu s národním právem členského státu.

Úprava směrnice se přitom vztahuje na nabídky převzetí týkající se cenných papírů společností, které se řídí právem členského státu, pokud všechny nebo alespoň některé z těchto cenných papírů byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu v jednom nebo více členských státech ve smyslu směrnice 93/22/EHS o investičních službách v oblasti cenných papírů<sup>39</sup>.

Neméně důležité z hlediska dosahu úpravy směrnice je též ustanovení čl. 2 odst. 1 písm. e) směrnice, jež definuje „cenné papíry“. Cennými papíry ve smyslu „třinácté“ směrnice jsou převoditelné cenné papíry spojené s hlasovacím právem ve společnosti (v anglickém textu

---

v obchodním zákoníku (Handelsgesetzbuch), a to v §§161 – 177a. §278 AktG definuje komanditní společnost na akcie takto: „Die Kommanditgesellschaft auf Aktien ist eine Gesellschaft mit eigener Rechtspersönlichkeit, bei der mindestens ein Gesellschafter den Gesellschaftsgläubigern unbeschränkt haftet (persönlich haftender Gesellschafter) und die übrigen an dem in Aktien zerlegten Grundkapital beteiligt sind, ohne persönlich für die Verbindlichkeiten der Gesellschaft zu haften (Kommanditaktionäre).“ K zvláštnostem KGaA se ještě v souvislosti s německou úpravou nabídek převzetí vrátím.

<sup>38</sup> V podrobnostech srovnej: *Steinmeyer/Häger*, zejména str. 21 a násl., str. 137 a násl., str. 325 a násl., str. 431 a násl..

<sup>39</sup> Čl. 1 odst. 1 Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES o nabídkách převzetí.

směrnice: „securities shall mean transferable securities carrying voting rights in a company“; v německém textu směrnice: „Wertpapiere sind übertragbare Wertpapiere, die Stimmrechte in einer Gesellschaft verleihen“). Z oblasti působnosti směrnice jsou tím vyňaty především akcie bez hlasovacího práva, včetně prioritních akcií, jakož i cenné papíry zastupující akcie, tedy výše zmiňované ADR či GDR. Toto má, jak uvádí P. Čech<sup>40</sup>, zásadní význam pro celou řadu povinností plynoucích ze směrnice. Mj. při aplikaci zásady nediskriminace zakotvené v čl. 3 odst. 1 písm. a) směrnice, se bude tato zásada vztahovat pouze na vlastníky „cenných papírů“ cílové společnosti ve výše uvedeném smyslu. Obdobně při aplikaci ustanovení čl. 5 odst. 1 směrnice o povinné nabídce převzetí se bude povinnost ovládající osoby učinit nabídku převzetí týkat „pouze“ všech vlastníků „cenných papírů“ cílové společnosti ve smyslu čl. 2 odst. 1 písm. e) směrnice<sup>41</sup>.

Z výše uvedeného je na první pohled patrný rozdíl v chápání nabídky převzetí v evropském právu oproti její české legální definici. Je přitom zřejmé, že evropské právo je v pohledu na nabídku převzetí jako předmět regulace limitovanější než-li právo české. Národní úpravy by však koneckonců měly vždy jít dále, za hranice úpravy evropské, již představuje právě „třináctá“ směrnice, a chápat ji pouze jako nezbytný minimální standard<sup>42</sup>. To koneckonců dokládá i znění čl. 3 odst. 2 písm. b) směrnice: „Aby zajistily dodržení zásad stanovených v odstavci 1, členské státy: b) mohou stanovit přísnější dodatečné podmínky a ustanovení, než jsou podmínky a ustanovení této směrnice pro regulaci nabídek“.

### **I.2.3 Nabídka převzetí v německém právu**

Pro pochopení nabídky převzetí ve smyslu WpÜG, tedy Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, jež je s účinností od 1.1. 2002 platnou úpravou nabídek převzetí v SRN, je třeba znovu přiblížit mj. důsledně propracovanou systematiku německé úpravy. K samotné německé úpravě nabídek převzetí, jejímu vývoji a podstatným znakům se v této práci ještě na jiných místech vrátím. Hmotněprávní ustanovení WpÜG nalezneme jednak v oddílu 1 – Allgemeine Vorschriften, dále pak v oddílu 3 – Angebote zum Erwerb von Wertpapieren, oddílu 4 – Übernahmeangebote, a oddílu 5 – Pflichtangebote. Jak z popsané systematiky

---

<sup>40</sup> Čech/Dědič, str. 492.

<sup>41</sup> Čech/Dědič, str. 492.

<sup>42</sup> Shodně: Čech/Dědič, str. 492.

vyplývá je třeba v německém právu rozlišovat mezi obecnou úpravou nabídky na nabytí cenných papírů, tedy úpravou nabídek jež mohou ale nemusí mít za cíl ovládnutí společnosti<sup>43</sup>, a úpravou speciální pro nabídky převzetí, tj. veřejné návrhy, jež směřují „k nabytí kontroly“, resp. k ovládnutí cílové společnosti.

Podle §1 WpÜG se úprava vztahuje na nabídky na nabytí cenných papírů, jež byly vydány cílovou společností a byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu. §2 odst. 1 WpÜG pak nabídkami rozumí dobrovolné či povinné nabídky, jež vedou k nabytí cenných papírů cílové společnosti, a jež jsou realizovány prostřednictvím veřejné koupě či veřejné směny cenných papírů v souladu s ustanoveními WpÜG. Jak již bylo uvedeno výše musí se však v případě nabídky jednat o návrh na uzavření smlouvy, nikoliv výzvu k podávání návrhů, jež je podle §17 WpÜG výslovně nepřípustná.

V kontextu německé právní reglementace jsou nabídky převzetí, na rozdíl od prostých nabídek na nabytí cenných papírů, navíc nabídkami jež směřují k nabytí kontroly. §29 odst. 1 WpÜG doslova uvádí: „Übernahmeangebote sind Angebote, die auf den Erwerb der Kontrolle gerichtet sind.“ Kontrolou pak německá úprava rozumí držbu minimálně 30 procent hlasovacích práv ve společnosti (§29 odst. 2 WpÜG). Na nabídku převzetí se tak v německém právu dá usuzovat tehdy, pokud veřejná nabídka na nabytí cenných papírů směřuje

---

<sup>43</sup> V praxi je tomu tak, že pokud daná nabídka směřuje k nabytí kontroly, pak se na ní vedle obecných předpisů o nabídkách na nabytí cenných papírů (Angebote zum Erwerb von Wertpapieren) nutně aplikují též speciální ustanovení týkající se nabídek převzetí (Übernahmeangebote). Z nabídky, především pak z nabídkových dokumentů (Angebotsunterlage), však musí být dostatečně zřejmé, že se v daném případě jedná o nabídku převzetí. To má vliv i na prahy představující nejnižší počet nezbytných akceptací nabídky, jež mohou být uváděny jako podmínky účinnosti nabídky. Navrhovatel proto nemůže učinit takovou nabídku převzetí (Übernahmeangebot), která buď neobsahuje žádnou podmínku spočívající v dosažení určitého prahu představujícího nejnižší nezbytný počet nabývaných cenných papírů, resp. akceptací nabídky, či tuto podmínku resp. tento práh obsahuje pod hranicí kontroly. Např.: Nepřípustným by tedy bylo, pokud by nabídka, na společnosti dosud nezúčastněného navrhovatele, byla podmíněna nabytím nejméně 25,1 procent akcií s hlasovacími právy, pokud by nebyla zároveň omezena podmínkou nabytí nejvýše 29,99 procent akcií s hlasovacími právy. Rovněž by bylo nepřípustné, pokud by nabídka převzetí byla podmíněna nikoli nejnižším počtem nabývaných cenných papírů (podmínka minimální akceptace), nýbrž toliko prahem představujícím nejvyšší možný počet nabývaných cenných papírů (podmínka maximální akceptace), jenž by byl vyšší než-li 30 procent.

k ovládnutí, resp. nabytí kontroly ve společnosti. Tento předpoklad bude naplněn zejména tehdy, pokud navrhovatel podmíní účinnost nabídky převzetí dosažením určitého minimálního podílu či minimálního počtu akceptací této nabídky a dosažení této minimální hranice při zohlednění dosavadních přímých a nepřímých podílů na hlasovacích právech představuje nabytí kontroly ve společnosti ve smyslu §29 odst. 2 WpÜG. Jak již jsem uvedl v souvislosti s českou nabídkou převzetí, je na existenci či neexistenci nabídky převzetí, rovněž i v německém právu, třeba usuzovat na základě pohledu ex ante – tedy v době kdy je nabídka činěna – a nikoliv až ex post, tedy po jejím skončení. Aplikace předpisů o nabídkách převzetí, a to platí nejen pro diskutovanou německou právní úpravu, ale pro všechny reglementace obecně, není možno činit závislým na skutečném dosažení kontroly, resp. ovládnutí společnosti.

Nabídkou převzetí by tedy v německém prostředí bylo třeba rozumět dobrovolnou veřejnou nabídku (veřejný návrh na uzavření smlouvy), jež směřuje k nabytí kontroly, tj. nejméně 30 procent hlasovacích práv, v cílové společnosti, prostřednictvím koupě cenných papírů či jejich směny za jiné cenné papíry. Přičemž se musí jednat o cenné papíry jež byly vydány samotnou cílovou společností a jež byly zároveň přijaty k obchodování na regulovaném trhu.

Tímto se ovšem definice nabídky převzetí nevyčerpává. Významným je totiž v kontextu německé úpravy především §32 WpÜG, jež ukládá, aby nabídka převzetí byla vždy činěna pouze jako úplná nabídka. Je vyjádřením zákazu částečných nabídek<sup>44</sup>, které na rozdíl od německého práva např. úprava tuzemská, britská jakož i americká připouštějí. Neboť nabídky převzetí směřují k ovládnutí cílové společnosti, měl by tak mít každý vlastník účastnických cenných papírů, resp. akcionář možnost nabídku v plném rozsahu přijmout. Toto ustanovení je zvláštním vyjádřením obecné zásady rovného zacházení resp. nediskriminace (Gleichbehandlungsgrundsatz) tak, jak je obsažena v §3 odst. 1 WpÜG<sup>45</sup>. Ustanovení §32 však na první pohled překvapí především tím, že německý zákonodárce v něm již dále nepoužívá pojem cenné papíry, nýbrž toliko akcie! Akcie jsou podle německé legální definice § 2 odst. 2 č. 1 pouze částí ze zákonem definovaných cenných papírů. §32 tak má za následek,

---

<sup>44</sup> §32 WpÜG „Unzulässigkeit von Teilangeboten“ : „, Ein Übernahmeangebot, das sich nur auf einen Teil der Aktien der Zielgesellschaft erstreckt, ist unbeschadet der Vorschrift des § 24 unzulässig.“

<sup>45</sup> Blíže k zásadě nediskriminace – srovnej část o základních principech.

že navrhovatel nemusí nabídku převzetí, resp. v důsledku §39 WpÜG rovněž povinnou nabídku adresovat vlastníkům jiných cenných papírů než akcií! Lze tak z nabídky vyloučit především vlastníky těch účastnických cenných papírů, jež akcie zastupují či jež svým vlastníkům svěřují obdobná práva, popř. těch cenných papírů, jež nabytí akcií či uvedených účastnických cenných papírů umožňují.

#### **I.2.4 Nabídka převzetí v právním systému USA<sup>46</sup>**

Zda se jedná o nabídku převzetí či nikoli, je v USA posuzováno podle tzv. Wellmanových faktorů (Wellman factors) či též tzv. Wellmanova testu. Rád bych se na tomto místě pokusil o přiblížení chápání nabídky převzetí v právním systému USA, přičemž je třeba na prvním místě zmínit skutečnost, že se jedná o pojetí velice inspirativní a hojně přejímané evropskými státy. Příkladem státu inspirovaného Wellmanovými faktory je sousední Rakousko, z jehož úpravy nabídek převzetí (Übernahmegesetz – ÜbG) mj. velmi významně vycházel i tuzemský zákonodárce. Důvodová zpráva k ÜbG dokonce na Wellmanovy faktory přímo odkazuje.

Jak je rovněž uvedeno na jiném místě této práce, jádro americké federální úpravy nabídek převzetí představuje Williams Act, jenž od 29. června 1968 novelizoval Securities Exchange Act z roku 1934 o ustanovení §§13(d) a (e) a §§14(d),(e) a (f). Klíčovými ustanoveními, jež upravují převzetí a nabídky převzetí jsou pak §13(d) a §§14(d) a (e). Vedle něj je úprava na federální úrovni obsažena též v pravidlech Securities and Exchange Commission (SEC), přijatých na základě a v mezích Williams Act. Termín „tender offer“, tedy nabídka převzetí, však není ani v zákoně ani v pravidlech SEC nikde definován. Tento nedostatek legální definice v americké právní úpravě se však tamní rozhodovací praxi podařilo velmi obratně vyřešit.

Podle amerického přístupu představuje klasická, resp. běžná nabídka převzetí (conventional tender offer), tak jak je mj. popsána ve zprávě House Report of the Committee on Interstate and Foreign Commerce, nabídku na nabytí cenných papírů cílové společnosti učiněnou jednotlivou osobou či skupinou osob a zahajovanou na podkladě veřejného oznámení

---

<sup>46</sup> Srovnej mj.: Thomas Lee Hazen: The Law of Securities Regulation, 3. vydání, 1995, str. 616 – 624; Cox, Hillman, Langevoort: Securities Regulation: Cases and Materials, str. 966 – 973.

navrhovatele (prvek veřejnosti je stěžejním takřka ve všech úpravách nabídek převzetí) – publikací v deníku – o záměru nabýt účastnické cenné papíry cílové společnosti po stanovenou dobu platnosti nabídky, a to přímo od vlastníků účastnických cenných papírů cílové společnosti za tzv. prémiovou cenu, která převyšuje běžnou tržní cenu. Osoba, která nabídku činí se zavazuje, při splnění určitých podmínek, nabýt všechny nebo určitou část nabízených cenných papírů. Vzhledem k tomu, že však nabídka převzetí (tender offer) není ve Williams Act definována, tak v americké praxi vedle tohoto popsaného klasického případu existují další formy akvizic, jež by do působnosti zákona, tedy Williams Act, mohly spadat. Dá se tedy říci, že ačkoliv Williams Act termín „tender offer“ nedefinuje, je v americkém právu nabídka převzetí (tender offer) ve své klasické, resp. běžné podobě obecně i v soudní praxi uznávána. I přesto řada amerických soudů a právních teoretiků dospěla k názoru, že některé další svébytné a svérázné metody nabývání akcií resp. účastnických cenných papírů, jež vyvíjí tlak na akcionáře tak, aby učinili neinformované, neuvážené rozhodnutí zcizit své účastnické cenné papíry, tak jak k tomu dochází v případě nabídek převzetí, by měly být pro účely zákonné úpravy nahlíženy jako nabídky převzetí.

V průběhu své činnosti obdržela americká komise pro cenné papíry (SEC) celou řadu podání, jež po ní mj. požadovaly, aby přijala pravidla obsahující definici nabídky převzetí (tender offer), popř. pravidla vyjímající z její definice určité typy transakcí. SEC však nejprve v roce 1976 konstatovala, že: *„Definice nabídky převzetí (tender offer) není ani vhodná ani nutná. Toto stanovisko vychází z dynamické povahy těchto transakcí a potřeby SEC zachovat nezbytnou flexibilitu při určení jaké typy transakcí, ať existujících či teprve v budoucnu se objevících, jsou či by měly být pod tento termín zahrnuty. Zvláště proto SEC odmítá definici nabídky převzetí (tender offer) navrhnout. Toto stanovisko SEC však v žádném případě neznamená, že termín „tender offer“ (nabídka převzetí) jest aplikovati toliko na tzv. klasické, resp. běžné nabídky převzetí ... Spíše je tento termín třeba vykládat flexibilně a aplikovat jej i na speciální případy nabídek; nákupy jež pramení z toho, že se navrhovatel obrací na široký okruh potenciálních zájemců, ať již poštou, telefonními hovory či osobně; a jakékoli transakce, při nichž chování a jednání osoby jež usiluje o nabytí kontroly má za následek tlak vyvíjený na akcionáře, jež je obdobou tlaku který doprovází klasickou, resp. běžnou nabídku převzetí.“*

V lednu 1978, významná naftařská společnost Sun, jednající prostřednictvím dceřinné společnosti LHIW, Inc. (údajně se jednalo o akronym znamenající „Let's Hope It Works“), učinila souběžné, tajné nabídky 28 velkým akcionářům společnosti Becton, Dickinson & Co., jež v této společnosti vlastnili v úhrnu 35% jejich emitovaných akcií. Nabídka zněla na 45 US dolarů za akcii, přičemž cenné papíry společnosti byly v té době na kapitálovém trhu obchodovány přibližně za 32 US dolarů za kus. Dvě z osob, jimž byla nabídka učiněna byly členy řídicího orgánu cílové společnosti; zbylých 26 byly institucionálními investory. Akcionářům byly stanoveny lhůty pro rozhodnutí o akceptaci či o odmítnutí nabídky v rozmezí od ½ hodiny do 24 hodin. Nebyla jim sdělena identita navrhovatele a v některých případech jim bylo sděleno, že pokud neučiní rozhodnutí rychle, bude nabídkový program koupě akcií v důsledku velkého zájmu přečerpán a jejich akceptace nabídky budou odmítnuty. Nabídku společnosti Sun nakonec přijali oba členové managementu a 22 z 26 institucionálních investorů, přičemž společnost Sun tak nabyla 6,5 milionu akcií, což představovalo podíl 34% na základním kapitálu cílové společnosti, za úhrmnou cenu 290 miliónů US dolarů. SEC podala žalobu na předběžné opatření proti společnosti Sun, argumentující, že Sun učinila nabídku převzetí (tender offer) aniž by však splnila zákonné požadavky kladené na navrhovatele v §14(d) Williams Act. V případě Wellman v. Dickinson pak soud souhlasil s tvrzeními SEC a konstatoval, že společnost Sun porušila ustanovení §14(d). Soud, konstatující, že se nejednalo o soukromou transakci, se zabýval otázkou zda se jednalo o nabídku převzetí. Soud shledal, že transakce nejenže měla veškeré znaky nabídky převzetí popsané již v debatách při schvalování Williams Act v Kongresu, ale „*more important is that Sun's acquisition was infected with the basic evil which Congress sought to cure, namely a transfer of at least a 20% controlling interest in Becton, Dickinson & Co to Sun in a swift, masked maneuver*“<sup>47</sup>. Soud zároveň uvedl, že Kongres sice nedefinoval termín „tender offer“, ale implicitně na komisi (SEC) delegoval úkol, aby s ohledem na své odborné zkušenosti vtiskla tomuto termínu konkrétní význam. SEC sice dosud nepřišla s přesnou definicí, ale v tomto a v dalších případech, navrhuje přibližně sedm elementů, které jest považovati za vlastní termínu „tender offer“, resp. nabídka převzetí: „(1) *active and*

---

<sup>47</sup> „mnohem důležitější je však skutečnost, že převzetí provedené společností Sun obsahovalo takové negativní prvky, kterým chtěl Kongres v případě převzetí společností především zabránit, tedy nabytí alespoň 20% kontrolního balíku cenných papírů ve společnosti Becton, Dickinson & Co společností Sun v rychlém a skrytém manévru“.



widespread solicitation of public shareholders for the shares of an issuer; (2) solicitation made for a substantial percentage of the issuer's stock; (3) offer to purchase made at a premium over the prevailing market price; (4) terms of the offer are firm rather than negotiable; (5) offer contingent on the tender of a fixed number of shares, often subject to a fixed maximum number to be purchased; (6) offer open only for a limited period of time (7) offeree subjected to pressure to sell his stock." K uvedeným 7 elementům ještě zbývá připojit osmé kritérium: „(8) public announcements of a purchasing program concerning the target company precede or accompany rapid accumulation of a large amount of target company's securities." S výjimkou publicity byly v této transakci přítomny všechny vlastnosti připisované nabídkám převzetí. Ani absence jednoho konkrétního faktoru však není fatální ve vztahu k argumentaci SEC, neboť v závislosti na okolnostech konkrétního případu může být jeden či více znaků závažnější a více determinující než-li znaky jiné.

SEC tímto stanovila 8 kritérií, na jejichž základě posuzuje, zda se jedná o nabídku převzetí či nikoliv – tzv. Wellman Factors, resp. Wellman test<sup>48</sup>:

- „1) Obrací se navrhovatel na značný počet akcionářů?
- 2) Postupuje navrhovatel plánovitě s cílem nabýt větší balík akcií?
- 3) Přesahuje nabízené plnění převažují, resp. obvyklou tržní cenu, resp. akciový kurs?
- 4) Obrací se navrhovatel na akcionáře s jednostranně formulovanou závaznou nabídkou, anebo podmínky jednotlivých transakcí individuálně dojednává?
- 5) Je nabídka spojená s podmínkami typickými pro nabídky převzetí, např. s možností odstoupení, jestliže akceptace nepřekročí stanovený minimální podíl na základním kapitálu?
- 6) Je nabídka časově omezená?
- 7) Jsou adresáti návrhu vystaveni ekonomickému tlaku, aby návrh akceptovali?
- 8) Jsou v souvislosti s postupem či před tímto postupem navrhovatele činěna veřejná prohlášení?“<sup>49</sup>

---

<sup>48</sup> Srovnej mj.: Thomas Lee Hazen: *The Law of Securities Regulation*, 3. vydání, 1995, str. 616 – 624; Cox, Hillman, Langevoort: *Securities Regulation: Cases and Materials*, str. 966 – 973; *Dědič*, str. 1842 – 1843.

<sup>49</sup> Volný překlad Wellmanových faktorů do češtiny převzat z: *Dědič*, str. 1842 – 1843.

Výčet kritérií, resp. faktorů není, jak již bylo zmíněno výše, přísně taxativní ani přísně kumulativní. Není nezbytně nutné, aby byly přítomny všechny z uvedených faktorů, aby se pak dalo hovořit o nabídce převzetí. Tyto faktory spíše poskytují jakési vodítko či tradiční indicii při identifikaci nabídky převzetí. V praxi je dokonce obvyklé, že SEC posoudí jako nabídku převzetí jednání, které nenaplnuje všechna Wellmanova kritéria<sup>50</sup>.

Jak již bylo uvedeno, americkou zkušenost hojně přejímají evropské státy, mezi nimi i Rakousko. Důvodová zpráva k rakouskému ÜbG, odkazující na Wellmanovy faktory, připouští, že za nabídku převzetí je možné v konkrétním případě považovat, pokud se navrhovatel cíleně a aniž by to jakkoliv uveřejňoval individuálně obrátí pouze na několik institucionálních investorů<sup>51</sup>. Je tudíž možné, že nabídku převzetí bude představovat rovněž větší množství soukromě ujednaných smluv. Významné budou, s ohledem na posouzení zda se jedná o nabídku převzetí, též obecné zásady pro ně platné. V českém právním prostředí je tento či obdobný přístup, s ohledem na blízkost české a rakouské úpravy nabídek převzetí a flexibilitu dosahovanou aplikací Wellmanových faktorů, více než-li žádoucí.

K úpravě americké nabídky převzetí se sluší na tomto místě ještě dodat, že nabídku převzetí je za splnění uvedeného Wellmanova testu nutno spatřovat též v obranném mechanismu proti nabídkám převzetí spočívajícím v nabývání vlastních akcií cílovou společností. V USA, na rozdíl od evropských úprav, tento prostředek ochrany přitom náleží ke standardním instrumentům, neboť v USA je zpětný odkup vlastních akcií ve významné míře možný a povolený. Wellmanovy faktory přitom velmi vhodně poslouží k určení, zda program zpětného odkupu akcií jejich emitentem po dobu závaznosti nabídky převzetí učiněné třetí stranou představuje nabídku převzetí. Aplikace Wellmanových faktorů na konkrétní a jedinečné skutečnosti a okolnosti jež doprovázejí odkup cenných papírů emitentem by mj. měla podpořit zájmy Kongresu na ochraně zájmů a potřeb akcionářů a rovněž by měla naplnit potřebu zabránit tomu, aby se ani cílová společnost ani navrhovatel neocitli ve výhodnějším postavení, a v neposlední řadě potřebu udržení volného a otevřeného trhu s cennými papíry.

---

<sup>50</sup> Thomas Lee Hazen: *The Law of Securities Regulation*, 3. vydání, 1995, str. 616 – 624; Cox, Hillman, Langevoort: *Securities Regulation: Cases and Materials*, str. 966 – 973.

<sup>51</sup> *Dědič*, str. 1842.

### I.2.5 Nabídka převzetí v britském právu

City Code on Takeovers and Mergers (dále jen „City Code“) a Rules on Substantial Acquisitions of Shares (dále jen „Rules“), jež tvoří jádro úpravy nabídek převzetí ve Velké Británii, představují regulaci vytvořenou účastníky trhu již v roce 1968. Tamní úprava tudíž funguje na tzv. principu samoregulace, což má pozitivní vliv a v britských podmínkách to především výrazně napomáhá efektivnímu dodržování pravidel pro nabídky převzetí. Ačkoliv např. v sousedním Německu mají s obdobnou úpravou veskrze negativní zkušenosti a tamní Übernahmekodex musel být především z důvodů vynutitelnosti a právní jistoty nahrazen zákonnou úpravou obsaženou ve WpÜG, je britská úprava pravděpodobně celosvětově nejuznávanější a také nejefektivnější. Nad dodržováním pravidel, a to jak City Code, tak Rules, dohlíží Panel nabídek převzetí (Panel).

Britská regulace nabídek převzetí má přitom hlavní devízu ve své flexibilitě, které Panel dosahuje především důslednou aplikací základních zásad a z nich vycházející volnou interpretací pravidel obsažených v City Code<sup>52</sup>.

Termín „offer“<sup>53</sup> značí nabídku je v britském City Code chápán tak, že je pod ním třeba rozumět jakékoli transakce představující převzetí či fúzi, a to včetně zpětných převzetí, částečných nabídek, převzetí podle soudních schémat, nabídek činěných mateřskou společností na akcie své dceřinné společnosti a transakcí při dvojnásobné držbě cenných papírů společnosti. Za určitých okolností se City Code bude též vztahovat na návrhy sloučení, které představují konkurenční návrhy vůči nabídce podléhající úpravě City Code. Obdobně i termín „transaction“ je definován velmi volně tak, aby umožňoval maximální flexibilitu při aplikaci pravidel. City Code se přitom vztahuje na jakékoli transakce představující převzetí či fúzi relevantní společnosti (jak je v City Code definována); tyto zahrnují i částečné nabídky (partial offers), tedy nabídky činěné za účelem nabytí pouze části účastnických cenných papírů, dále nabídky učiněné mateřskou společností na nabytí akcií své dceřinné společnosti,

---

<sup>52</sup> Shodně: *Dědič*, str. 1837.

<sup>53</sup> Oproti americké úpravě zde existuje podstatný terminologický rozdíl. Zatímco v americkém právním prostředí se v případě nabídek převzetí setkáváme častěji s termínem „tender offer“, britská terminologie tenduje k termínu „takeover bid“ či pouze „bid“. V samotném City Code se ovšem setkáme toliko s termínem „offer“.

a také některé další transakce při nichž dochází k nabytí či posílení kontroly (jak je v City Code definována) ve společnosti. City Code se však nevztahuje na nabídky na cenné papíry bez hlasovacích práv a na hlasovací práva bez podílu na vlastním kapitálu, pokud to však nevyžaduje zvláštní Pravidlo 15 City Code.

City Code umožňuje jak transakce za peněžní prostředky (cash purchases), za něž považuje též smlouvy a ujednání při nichž protiplnění obsahuje dluhový instrument splatný ve lhůtě kratší než tři roky, tak transakce či nabídky při nichž protiplnění představují cenné papíry (securities exchange offers), přičemž se jedná o nabídky při nichž jsou jako protiplnění nabízeny cenné papíry navrhovatele, jiné však než-li dluhové cenné papíry a směnky (pokud tyto neinkorporují stejná práva jako ostatní cenné papíry navrhovatele).

City Code se vztahuje na transakce při nichž dochází k nabytí či posílení kontroly ve společnosti. Kontrolou (control) ve smyslu britské úpravy nabídek převzetí jest třeba rozuměti vlastnictví či úhrnnou držbu akcií nesoucích nejméně 30% hlasovacích práv ve společnosti, bez ohledu na to, zda vlastnictví tohoto množství akcií znamená i faktickou kontrolu nad společností.

Ustanovení City Code obsahující pravidla pro nabídky převzetí se vztahují na jakoukoli nabídku převzetí kótované veřejné společnosti se sídlem ve Spojeném království (cílová společnost). Za určitých okolností však bude třeba City Code rovněž vztáhnout na některé soukromé společnosti, jejichž akcie byly původně kótované na londýnské burze (London Stock Exchange), nebo na společnosti, jejichž akcie byly předmětem určitých druhů veřejných nabídek či obchodů. City Code se tedy na takovéto společnosti vztahuje, ať už jejich akcie byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu, např. kótovány na londýnské burze, ve Spojeném království či nikoliv. Povaha či státní příslušnost navrhovatele jsou přitom vždy irelevantní.

### *1.3 Historie právní úpravy nabídek převzetí*

Historie právní úpravy nabídek převzetí sahá do šedesátých let minulého století. Je třeba upozornit na skutečnost, že geneze právní úpravy nabídek převzetí se v každém státě resp. zemi velmi výrazně liší. Za průkopníky regulace nabídek převzetí je třeba považovat

především státy bývalého britského impéria, tedy státy anglosaského právního systému. Mezi prvními právními úpravami nabídek převzetí tak nalezneme úpravu v USA, ve Spojeném království, v Austrálii či na Novém Zélandu. Naopak na evropském kontinentu bylo přijetí právní úpravy a regulace nabídek převzetí podpořeno až masivní vlnou nepřátelských převzetí, jež se uskutečnila v devadesátých letech.

### **I.3.1 Spojené státy americké<sup>54</sup>**

Ve Spojených státech, v průběhu 60. let minulého století zaznamenaly trhy s cennými papíry významný nárůst užívání nabídek převzetí – veřejně oznamovaných nabídek koupě akcií cílové společnosti – jakožto způsobu uskutečňování fúzí společností. Nabídka převzetí byla přitom užívána jako způsob nahrazující tehdy obvyklou zákonem upravenou cestu fúze. Stále častější užívání nabídek převzetí bylo zčásti zapříčiněno skutečností, že cílové společnosti, jež podléhaly oznamovací povinnosti na základě SEA (Securities Exchange Act), musely v případě účasti na zákonem regulované fúzi umožnit hlasování akcionářů a jednat v souladu se zmocňovacími pravidly (proxy rules) obsaženými v SEA. Zostřená konkurenční atmosféra a neklid při nichž k těmto nabídkovým válkám docházelo byli extrémní ať už z hlediska veřejných či soukromých následků. Toto klima vedlo nakonec k tomu, že v roce 1968 došlo v Kongresu k přijetí Williams Act, jež novelizoval ustanovení SEA z roku 1934. I přijetí Williams Act neprobíhalo nikterak snadno. Ačkoli byl návrh zákona vřele přijímán komisí (SEC) a podporován řadou společností, jejichž managementy v nedávné době odvrátili nabídky převzetí, existovala proti němu významná opozice. Nesouhlas s návrhem byl založen především na přesvědčení, že jeho ustanovení byla formulována tak, aby stávajícím řídicím orgánům společnosti poskytovala jednostrannou výhodu při obraně proti nabídkám převzetí a tím podporovala neefektivní management a řízení společnosti. Objevil se dokonce názor, jež uváděl, že hlavním účelem návrhu zákona bylo, spíše než ochrana zájmů investorů, posílení pravomocí SEC. Vedle toho bylo argumentováno tím, že nabídka převzetí představuje ve své podstatě transakci na volném trhu a že tradiční tržní síly, při prosazování individuálních zájmů účastníků trhu, by zájmy investorů a systém obchodních společností jako celek ochránily a prosazovaly nejlépe. Konečná podoba Williams Act byla přijata dne 29. července 1968 ve formě novelizace platného Securities Exchange Act z roku 1934. Williams Act byl

---

<sup>54</sup> Srov. např.: Thomas Lee Hazen: The Law of Securities Regulation, 3. vydání, 1995, str. 616 a násl..

údajně konstruován tak, aby pro investory zajistil úplnou informovanost a transparentci na kapitálovém trhu a další hmotněprávní ochranu v rámci zákonné regulace, jež neprotěžuje ani zájmy navrhovatel nabídky ani řídicích orgánů cílové společnosti. K zajištění adekvátní transparency, jakož i integrity trhu s cennými papíry, při akvizicích cenných papírů, jež mají za následek změny v kontrole veřejných společností, delegoval zákon na SEC pravomoc upravit také zpětné odkupy cenných papírů těmito společnostmi a uložil všem osobám, resp. subjektům, jež nabývají více než 10 procent účastnických cenných papírů představujících podíl na základním kapitálu jinak než cestou nabídky převzetí, podrobnou oznamovací povinnost. SEC neprodleně přijala pravidla k provedení ustanovení Williams Act. Samotný Williams Act byl posléze několikrát novelizován, a to především s cílem rozšířit regulatorní pravomoc SEC, jakož i s cílem rozšířit dosah zákonné regulace na určité typy nabídek, jež byly z této úpravy původně vyňaty.

V souvislosti s úpravou nabídek převzetí v USA je nezbytné si uvědomit, že Williams Act představuje toliko federální úpravu nabídek převzetí, jež svou povahou spadá do oblasti práva kapitálového trhu (federální zákonodárná kompetence). Naproti tomu, na úrovni jednotlivých států (celkem se jedná či jednalo o 38 států) byly v šedesátých a sedmdesátých letech přijaty úpravy nabídek převzetí, které svou povahou spadají do oblasti práva společností (státní zákonodárná kompetence). Tyto zákony, upravující nabídky převzetí na úrovni jednotlivých států, prošly po dobu své existence třemi generacemi úprav a jejich vývoj byl o poznání dramatičtější než-li geneze úpravy federální. Blíže se k této problematice v této práci ještě vrátím.

### **I.3.2 Velká Británie**

City Code a Rules představují regulaci vytvořenou účastníky trhu již v roce 1968. Tamní úprava tudíž funguje na tzv. principu samoregulace. Vzhledem k tomu, že se nejedná o zákonnou úpravu, je to spíše duch než-li doslovné znění City Code, jenž mu vtiskuje autoritu a jenž je třeba dodržovat. Velká síla a devíza City Code spočívá v jeho flexibilitě. Samotný princip samoregulace pak ve Velké Británii výrazně posiluje efektivitu dodržování pravidel obsažených jak v City Code tak v Rules. City Code obsahuje kromě 38 pravidel také 10

základních principů<sup>55</sup>, jež jsou pro interpretaci City Code klíčové a slouží tedy jako základní vodítko pro jeho výklad. Dlužno uvést, že právě tyto základní principy britské právní úpravy významně ovlivnily národní úpravy ostatních členských států ES, včetně úpravy tuzemské, a odrazilo se též v koncepci směrnice o nabídkách převzetí<sup>56</sup>.

City Code byl vydán Panelem nabídek převzetí (Takeover Panel), jemuž je zároveň svěřena jeho administrace a též případná novelizace. Panel je nezávislým orgánem složeným ze zástupců britských finančních institucí a profesních svazů, který dohlíží nad realizací převzetí a fúzí tak, aby bylo především zajištěno spravedlivé a rovné zacházení s akcionáři. Klíčoví členové Panelu jsou jmenováni britskou centrální bankou – Bank of England. Panel přitom požívá významné podpory dalších významných institucí v londýnské City (finanční a obchodní čtvrť v centru Londýna). Každodenní agendu zastává Panel prostřednictvím svého výkonného výboru (Executive), v němž působí jak zaměstnanci tak stážisté ze sektoru investičního bankovníctví, účetních, auditorských, poradenských, advokátních firem, a z veřejného sektoru. V čele výkonného výboru (Executive) stojí generální ředitel (Director General).

### **1.3.3 Spolková republika Německo**

Ve Spolkové republice se zákonná úprava nabídek převzetí dlouho nemohla prosadit. Důvodem byl jednak ve srovnání s ostatními kapitálovými trhy – jako například USA – nižší počet do poloviny devadesátých let v praxi se vyskytujících převzetí<sup>57</sup>. Jednak byla účastníky na kapitálovém trhu po anglosaském vzoru preferována samoregulace, která našla svého vyjádření v přijetí dobrovolného Kodexu nabídek převzetí, jenž 1. října 1995 vydala Odborná burzovní komise při Ministerstvu financí (Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium für Finanzen). Übernahmekodex v SRN nahradil již od roku 1979 Odbornou burzovní komisí vydané Směrnice pro nabídky převzetí (Leitlinien für Übernahmeangebote), obsahující pravidla správného chování při nabídkách převzetí, která však v praxi nebyla příliš dodržována. Mnohem více si naproti tomu veřejnost, jak odborná

---

<sup>55</sup> K principům úpravy nabídek převzetí – viz dále.

<sup>56</sup> *Dědič*, str. 1837.

<sup>57</sup> Do roku 1988 se uskutečnilo 29 převzetí, zatímco v období od roku 1995 do roku 1997 již došlo k 23 převzetím.

tak laická, slibovala od přijetí Kodexu nabídek převzetí (Übernahmekodex), jenž mj. již obsahoval také předpisy o povinné nabídce převzetí<sup>58</sup>. Kodexu nabídek převzetí, který tedy fungoval obdobně jako britský City Code na principu samoregulace, se však podřídily pouze necelé 2/3 společností se sídlem ve Spolkové republice kótovaných na německých burzách (z 933 pouhých 540, přičemž ze stovky společností, jejichž akcie tvoří index DAX-100, jich Übernahmekodex uznalo 79)<sup>59</sup>. Jak z uvedeného vyplývá, zásadní deficit této úpravy spočíval právě ve skutečnosti, že závaznost v ní obsažených pravidel pro účastníky kapitálového trhu závisela na uznání Kodexu nabídek převzetí z jejich strany. Po již zmiňovaném převzetí společnosti Mannesmann AG britským Vodafone plc. se pak německý zákonodárce konečně odhodlal k činnosti a svolal „Expertenkommission Unternehmensübernahmen“ (Expertní komisi pro nabídky převzetí). První návrh předložilo spolkové Ministerstvo financí dne 29. června 2000. Jeho oficiální znění následovalo 12. března 2001. Zákon byl posléze přijat a publikován byl 22. prosince 2001, účinnosti nabyl 1. ledna 2002<sup>60</sup>. WpÜG, tedy Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, obsahuje jednak úpravu dobrovolných, jednak úpravu povinných nabídek převzetí, které jsou navrhovatelem činěny za účelem ovládnutí cílové společnosti, resp. po jejím ovládnutí. Jak však vyplývá ze samotného názvu předpisu, WpÜG ve svých §§10 – 28 obsahuje také obecná a tudíž ve vztahu k nabídkám převzetí subsidiární ustanovení o nabídkách na nabytí cenných papírů (Angebote zum Erwerb von Wertpapieren), která lze aplikovat na jakékoliv veřejné návrhy smluv o koupi účastnických cenných papírů akciové společnosti (AG) či komanditní společnosti na akcie (KGaA)<sup>61</sup>.

### **I.3.4 Česká republika**

V tuzemském právu nahradila úprava nabídek převzetí s účinností od 1. ledna 2001 ustanovení o veřejném návrhu smlouvy o koupi akcií, která do obchodního zákoníku vnesla novela č. 142/1996 Sb.. Harmonizační novela tak s účinností od 1. ledna 2001 přiblížila znění §183a a násl. ObchZ standardům v jiných zemích. Původní znění ustanovení §183a a násl. se

---

<sup>58</sup> Steinmeyer/Häger, zejména str. 74 a násl..

<sup>59</sup> Převzato od: Dědič, str. 1839.

<sup>60</sup> Steinmeyer/Häger, zejména str. 74 a násl..

<sup>61</sup> Srovnej: Steinmeyer/Häger, zejména str. 75 a násl..



od klasického pojetí nabídek převzetí lišila (jak uvádí I. Pelikánová ve svém komentáři<sup>62</sup>) zejména v tom, že z úpravy veřejného návrhu smlouvy o koupi akcií neplynulo jasně, zda navrhovatel navrhuje koupi nebo prodej akcií (a podle znění §183a odst. 10 před harmonizační novelou též i zatímních listů – tehdejší úpravu však nešlo vztáhnout na všechny účastnické cenné papíry společnosti ve smyslu dnešní úpravy). Pravdou je, že z některých odstavců se dalo soudit, že zákonodárce měl na mysli zejména postavení navrhovatele jako kupujícího (např. podle §183a odst. 4 písm. i) – zdroje financování mohl uvést toliko kupující neboť prodávající je jen stěží může znát). Navzdory této nepřesnosti však podle autorky citovaného komentáře bylo vhodné vykládat ustanovení o veřejném návrhu smlouvy o koupi akcií tak, že návrh může podat jak kupující, tak prodávající. Jak dále vyplývá z původního znění §183a a násl., stará úprava se obdobně jako současná vztahovala též na výměnu akcií za akcie jiné společnosti.

Současná tuzemská úprava nabídek převzetí, obsažená v §183a a násl. obchodního zákoníku, vychází především z dříve publikovaného návrhu „třinácté“ směrnice. Vzhledem ke společným kořenům rakouského a českého právního řádu jí sloužil jako předloha mj. rakouský zákon o nabídkách převzetí. Jak však uvádí P.Čech<sup>63</sup>: „Předkladatel se ovšem zněním rakouského zákona inspiroval dosti selektivně. Některá ustanovení ÜbG nepřevzal vůbec a některá převzal neúplně. O to důležitější je i pohled do ÜbG a jeho myšlenkových zdrojů při interpretaci české úpravy“. Jako téměř každý kontinentální zákonodárce (snad pouze částečně s výjimkou německého), i tuzemský nakonec při formulaci ustanovení upravujících nabídku převzetí podlehl britskému vlivu a inkorporoval všechny základní principy britské úpravy nabídek převzetí – princip nediskriminace, princip informovanosti a transparency, princip integrity trhu a princip neutrality. Právě britskou úpravu je možno považovat za ideovou kolébku většiny evropských úprav.

---

<sup>62</sup> I. Pelikánová: Komentář k obchodnímu zákoníku, 2. díl, §56 – 260, 2. vydání, LINDE PRAHA a.s., 1998, str. 837.

<sup>63</sup> *Dědič*, str. 1838.

### I.3.5. Historický vývoj evropské úpravy<sup>64</sup>

#### **A. Historie harmonizace úpravy nabídek převzetí**

Historie harmonizace úpravy nabídek převzetí byla dlouhá a dramatická. Vůbec první návrh směrnice se objevil již v roce 1974 a pocházel z pera prof. Penningtona, jenž byl k jeho vypracování pověřen Evropskou komisí. I přes neúspěch tohoto návrhu však okolnost, že se jednalo právě o představitele britské jurisdikce, předznamenala koncepci dalších návrhů<sup>65</sup>. Nové iniciativy se Evropská komise chopila v roce 1985. Výsledkem byl návrh ze září roku 1990. Ani tento návrh však nenalezl dostatečnou podporu mezi členskými státy, přičemž největšími odpůrci návrhu byli Velká Británie a Německo. Předmětnou úpravu považovali za příliš přísnou a podrobnou. Na tento neúspěch pak pamatovaly evropské orgány při přípravě dalšího návrhu, jenž spatřil světlo světa v roce 1996. Tento návrh již obsahoval pouze úpravu, která představovala toliko minimální právní rámec pro nabídky převzetí. Shody však členské státy dosáhly až v roce 1999, přičemž ještě další rok trvalo vyřešení sporu mezi Velkou Británií a Španělskem o dozorovou pravomoc v případě, že se nabídky převzetí účastní společnost se sídlem na Gibraltar. Teprve poté přijala Rada EU dne 19. června 2000 společné stanovisko (Gemeinsamer Standpunkt). Evropský parlament se usnesl celkem na 15 pozměňovacích návrzích, které však byly Evropskou komisí odmítnuty. Dohodovací výbor dospěl v rámci řízení podle čl. 251 Smlouvy o Evropských Společenstvích dne 6. června 2001 ke kompromisnímu návrhu, na němž se shodli jak Parlament, tak Rada a Komise. Tento společný návrh byl pak znovu předložen k hlasování v Evropském parlamentu. Při hlasování, dne 4. července 2001, však došlo k rovnosti hlasů, 273 poslanců hlasovalo pro návrh, stejný počet proti a 20 poslanců se hlasování zdrželo, což podle čl. 128 odst. 3 Jednacího řádu Evropského parlamentu znamená, že návrh nebyl přijat<sup>66</sup>.

Těsný neúspěch návrhu směrnice z roku 2001 je třeba přičítat především obratu v německém postoji. Německo přitom ještě krátce před samotným odmítnutím návrhu směrnice v Evropském parlamentu patřilo k nejzavilejším zastáncům harmonizace evropské úpravy nabídek převzetí a tudíž i přijetí třinácté směrnice. Hlavní důvod neshod a nejspornější bod

---

<sup>64</sup> *Steinmeyer/Häger*, str. 72 a násl.; Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues related to takeover bids, str.13-16; *Čech/Dědič*, str. 487 a násl..

<sup>65</sup> *Čech/Dědič*, str. 487 a násl..

<sup>66</sup> Volně převzato z: *Steinmeyer/Häger*, str. 72 a násl..

všech diskusí doprovázejících tvorbu a přijímání směrnice – vedle povinnosti učinit nabídku převzetí ostatním akcionářům v případě nabytí kontroly nad společností (povinná nabídka převzetí, čl. 5 návrhu směrnice) – představoval v čl. 9 tehdejšího návrhu směrnice obsažený princip neutrality neboli povinnost řídicích orgánů cílové společnosti zdržet se jednání (Stillhaltepflicht), resp. povinnost zachovat neutralitu (Neutralitätspflicht) po dobu trvání nabídky<sup>67</sup>. Podle tohoto ustanovení návrhu směrnice by představenstvo cílové společnosti v případě veřejné nabídky převzetí bývalo nemohlo proti nabídce zavést žádná obranná opatření (jednalo se však, a v případě principu neutrality tomu tak koneckonců vždy bude, toliko o zákaz obranných opatření post-bid; blíže viz dále). Výjimkou z tohoto de facto zákazu obranných opatření měla být pouze možnost poohlédnout se po konkurenční nabídce (intervention of white knight) či navýšení základního kapitálu společnosti, to však jen za předpokladu, že zmocnění k tomuto bylo představenstvu uděleno ne dříve než 18 měsíců před uveřejněním nabídky. V Německu tak v souvislosti s návrhem směrnice z roku 2001 převládlo přesvědčení a obavy, že princip neutrality řídicích orgánů bude mít za následek významné problémy, ne-li zkázu německých podniků, resp. společností v případě nabídky převzetí. Německá doktrína, ale koneckonců i někteří evropští politikové a právní experti, včetně expertní skupiny pro nabídky převzetí (viz dále) v této souvislosti poukazovali na problém tzv. nerovného hřiště pro nabídky převzetí (lack of level playing field for takeover bids)<sup>68</sup>. Do popředí vystoupil názor, že pokud má pro orgány cílové společnosti (představenstvo či správní radu) platit zákaz činit diskreční obranná opatření proti nabídce po dobu její závaznosti (post-bid defence, post-bid structures; repressive Abwehrmaßnahmen), pak na celém území EU musí existovat srovnatelné podmínky rovněž co do ostatních

---

<sup>67</sup> Čl. 9 odst. 1 písm. a) a čl. 9 odst. 2 návrhu směrnice z roku 2001 představující jádro tehdejšího principu neutrality obsaženého v tomto návrhu zněl takto: „1. Member states shall ensure that rules are in force requiring the following: (a) during the period set below, the board of the offeree company shall obtain the prior authorisation of the general meeting of the shareholders, given for this purpose, before taking any action which may result in the frustration of the bid, other than seeking alternative bids, and notably before the issuing of shares which may result in a lasting impediment for the offeror obtaining control over the offeree company ... etc. ... 2. Member states may allow the board of the offeree company to increase the share capital during the period for acceptance of the bid on the condition that prior authorization has been received from the general meeting of shareholders not earlier than 18 months before the beginning of the period of acceptance of the bid ... etc.

<sup>68</sup> Srovnej: *Steinmeyer/Häger*, str. 72 a násl..

možností obrany (pre-bid defence, pre-bid structures; präventive Abwehrmaßnahmen)<sup>69</sup>. Bylo přitom poukazováno právě na to, že v opačném případě by se společnosti z některých členských států staly snazší, a proto i častější, kořistí (převážně zahraničních) „nájezdníků“ než společnosti z ostatních států<sup>70</sup>. Pokud by totiž princip neutrality (de facto zákaz post-bid defence) platil ve všech 25 národních právních řádech, je zřejmé, že ty z nich, které připouštějí obranná opatření cílové společnosti ve formě pre-bid defence (např. emise akcií s více hlasovacími právy, či naopak omezení hlasovacích práv pevně stanovenou hranicí bez ohledu na podíl akcionáře na základním kapitálu) by své společnosti významně zvýhodňovaly oproti těm úpravám, které tato obranná opatření nepřipouštějí<sup>71</sup>. Německé společnosti by přitom jednoznačně patřily mezi ty nejvíce znevýhodněné<sup>72</sup>. Na rozdíl kupříkladu od Francie, kde je povoleno např. vydávat akcie s více hlasovacími právy (Mehrstimmrechte), nenabízí německé akciové právo téměř žádné efektivní možnosti, jak prostřednictvím preventivních strukturálních opatření zabránit nabídkám převzetí. Kromě toho, například americké právo – vedle možností tvorby bariér a obranných mechanismů při přijímání stanov společnosti – dává řídicím orgánům cílové společnosti rozsáhlé kompetence k užití obranných opatření, přičemž hranice přípustnosti obranných opatření je představována tamní, pro případ nabídek převzetí modifikovanou, business judgement rule<sup>73</sup>. Němečtí představitelé, ať už právní teoretici či politikové, se proto obávali toho, že právě v SRN by po přijetí směrnice došlo k hromadnému skupování společností zahraničními společnostmi či investory, aniž by zároveň bývala byla zajištěna reciprocita a němečtí investoři by bývali měli stejné možnosti převzetí zahraniční, zejména pak americké společnosti (tzv. problém nerovného globálního hřiště – lack of global level playing field)<sup>74</sup>. Pravdou je, že německé akciové právo se skutečně po nedávných novelizacích výrazně přiblížilo zásadě „ONE SHARE, ONE VOTE“, tedy jedna akcie, jeden hlas. Po zrušení §12 odst. 2 věty druhé německého akciového zákona (AktG) zákonem o

---

<sup>69</sup> Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues related to takeover bids, str.13-16.

<sup>70</sup> Čech/Dědič, str. 489; Steinmeyer/Häger, str. 72 a násl..

<sup>71</sup> Čech/Dědič, str. 489; Steinmeyer/Häger, str. 72 a násl..

<sup>72</sup> Čech/Dědič, str. 489; Steinmeyer/Häger, str. 72 a násl..

<sup>73</sup> Srov. zejména oddíl II. této práce.

<sup>74</sup> Lieb, Lamandini: Der neue Kommissionsvorschlag einer EU-Übernehmerichtlinie – Stellungnahme der Gutachter des EU-Parlaments, časopis Wirtschaftsrecht, únor 2003; Baums T.: Zur Harmonisierung des Rechts der Unternehmensübernahmen in der EG, Institut für Bankrecht.

kontrole a transparentci v oblasti podnikání (KonTraG) ze dne 28.4. 1998 je obecně nepřijatelné vydávat akcie s více hlasovacími právy (Mehrstimmrechte). Možnost obrany v podobě omezení hlasovacích práv (Stimmrechtsbeschränkungen bzw. Höchststimmrechte) byla pro kótované společnosti rovněž zrušena. Tato omezení jsou tedy podle znění §134 odst. 1 věty druhé AktG nadále možná pouze u nekótovaných společností, stanoví-li tak jejich stanovy. Jedinou výjimku tak mezi německými kótovanými společnostmi jako již tradičně představuje Volkswagen AG, pro niž platí tzv. VW-Gesetz (Gesetz über die Überführung der Anteilsrechte an der Volkswagenwerk GmbH in private Hand), který mj. stanoví, že žádný z akcionářů nemůže ať už při hlasování či jinak uplatnit více než 20 procent hlasovacích práv<sup>75</sup>.

Hlavním důvodem změny postoje spolkové vlády k harmonizaci nabídek převzetí, resp. k návrhu třinácté směrnice však nepochybně bylo již několikrát zmiňované a do hloubky německého povědomí vryté nepřátelské převzetí Mannesmann AG britským Vodafone plc. z roku 1999. Při této nabídce převzetí se dokonce i nejvyšší německé politické kruhy zapojily (v konečném důsledku bezúspěšně) do snah o obranu Mannesmannu před převzetím.

#### **B. Zpráva expertní skupiny o otázkách týkajících se nabídek převzetí<sup>76</sup>**

Evropská komise se však i přes ztroskotání návrhu z roku 2001 nevzdala naděje na komunitární úpravu nabídek převzetí. Bezprostředně po neúspěchu návrhu vytvořila v září roku 2001 na popud Evropského komisaře pro vnitřní trh Fritse Bolkesteina z předních odborníků z významných evropských jurisdikcí expertní skupinu – High Level Group of Company Law Experts. Členy expertní skupiny pod vedením profesora Jaapa Wintera byli přední evropsští experti na problematiku nabídek převzetí, práva kapitálového trhu a práva společností. Úkolem skupiny bylo připravit pro Evropskou komisi nezávislou a vysoce sofistikovanou zprávu o doporučeních k pan-evropské úpravě nabídek převzetí (Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues related to takeover bids), a následně též zprávu týkající se práva společností v EU. Mandát skupiny pro zprávu o doporučeních k úpravě nabídek převzetí obsahoval tři hlavní otázky: 1. Jak je možné zajistit existenci

<sup>75</sup> Srov.: *Steinmeyer/Hüger*, str. 72 a násl., a str. 421 a násl..

<sup>76</sup> V podrobnostech srovnej: Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues related to takeover bids, ze dne 10. ledna 2002.

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

#### Problematika rovného hřiště (LEVEL PLAYING FIELD):

Především je nutné si uvědomit, že okolnost, zda a do jaké míry může na daném kapitálovém trhu docházet k nabídkám převzetí a do jaké míry budou tyto úspěšné je předurčena řadou faktorů. Tyto faktory mohou být jak obecného, tak strukturálního rázu, mohou být makroekonomické povahy, či se mohou dotýkat specifík jednotlivých společností. Jak již bylo zmíněno výše, mandát expertní skupiny spočíval mj. ve zjištění zda, a pokud ano, v jaké míře je možné a zároveň nezbytné vytvořit rovné hřiště pro nabídky převzetí (level playing field for takeover bids), a to především s ohledem na mechanismy a struktury, jež byly vytvořeny, resp. povoleny podle práva společností členských států, a které jsou schopny působit jako bariéry či obrany nabídkám převzetí. Podle jejich povahy se jedná ryze o faktory vztahující se ke specifíkům jednotlivých společností (company specific factors). Skupina přitom vycházela z přesvědčení, že její doporučení týkající se mechanismů a struktur v právu společností by, spolu s přirozenými tržními silami, znamenala důležitý krok kupředu při tvorbě rovného hřiště pro nabídky převzetí v rámci ES.

Jakákoliv evropská úprava práva společností, jež je zaměřena na vytvoření rovného hřiště pro nabídky převzetí, by přitom měla být v duchu dvou klíčových principů: zásady rozhodování akcionářů (principle of shareholder decision-making) a zásady proporcionality mezi podílem na rizikovém, resp. základním kapitálu a reálnou kontrolou ve společnosti, resp. hlasovacími právy (principle of proportionality between risk bearing capital and control). Ani jeden z těchto principů však sám o sobě není přímo vynutitelný. Oba principy by měli poskytnout toliko základní a obecné vodítko pro komplexní evropskou úpravu nabídek převzetí kótovaných společností.

Skutečností je, že na plně integrovaném a plně rozvinutém trhu s cennými papíry rozhoduje o tom, zda společnosti princip proporcionality dodržují či nikoliv, samotný trh a tržní síly. Takovýto trh je pak schopen správně posoudit a reflektovat náklady na kapitál u společností, jejichž kapitálové a kontrolní struktury se od tohoto principu odchyľují. Na tomto trhu jsou za normálních okolností investorům dostupné též efektivnější alternativní možnosti investování. Z dlouhodobého hlediska by pak mělo dojít k přirozenému zániku všech struktur, jež jsou s tímto principem v rozporu. Obdobné argumenty pak lze použít i na princip rozhodování akcionářů, jakkoliv případný konflikt zájmů akcionářů se zájmy představenstva může rovněž velmi snadno vést též k tržnímu selhání. V současné době však takovéto efektivní trhy v Evropě neexistují. Trhy cenných papírů v členských státech se co do úrovně svého rozvoje podstatně liší. V některých členských státech je skutečně možné efektivně posoudit, které ze společností se oběma principům podřizují a které nikoliv. Takovýchto členských států je však menšina. Je zřejmé, že z důvodu urychlení a zefektivnění restrukturalizace evropského hospodářství a integrace kapitálových trhů musí na evropské úrovni dojít především nejprve k integraci těchto co do úrovně rozvoje odlišných trhů. Aby bylo možné v Evropě vytvořit kapitálové trhy, které budou efektivní a zároveň budou zajišťovat nezbytnou úroveň ochrany investorů, je třeba specifikovat oba principy v podrobnějších pro členské státy závazných pravidlech. Skupina přitom zkoumala dva možné přístupy pro tvorbu těchto pravidel tj. jednak obecnou aplikaci obou těchto principů a jednak jejich aplikaci toliko v kontextu nabídek převzetí<sup>77</sup>.

#### Spravedlivá cena (EQUITABLE PRICE):

Mandát skupiny pro zprávu o doporučeních k úpravě nabídek převzetí dále obsahoval úkol definovat pojem „equitable price“, tedy spravedlivá cena, jež má být placena minoritním akcionářům při povinných nabídkách převzetí. Pojem „equitable price“ byl zahrnut již v návrhu směrnice v čl. 5 odst. 1. V tomto článku je rovněž v platné směrnici o nabídkách převzetí z roku 2004 obsažena úprava harmonizující okolnosti za nichž je nutné učinit povinnou nabídku převzetí. Čl. 5 odst. 1 návrhu směrnice z roku 2001 přitom obsahoval toto znění: „... This bid shall be addressed to all holders of securities for all their holdings at an equitable price...“. Pro srovnání, znění platné směrnice z roku 2004 je následující: „Such a

---

<sup>77</sup> Blíže – srov. část o základních principech.

bid shall be addressed at the earliest opportunity to all holders of those securities for all their holdings at the equitable price as defined in paragraph 4.“ Článek 5 směrnice o nabídkách převzetí z roku 2004 tedy již na rozdíl od návrhu směrnice z roku 2001 obsahuje ve svém odstavci 4 definici spravedlivé ceny (equitable price). To je třeba rozhodně přivítat a nezbyvá než konstatovat, že tím byla, zcela v souladu se závěry expertní skupiny, velmi výrazně posílena právní jistota účastníků kapitálového trhu, investorů.

K této problematice se mj. uvádí, že požadavek nabídnout při povinné nabídce převzetí spravedlivou cenu (equitable price) je nejvyšší důležitosti ve vztahu k dosažení adekvátní ochrany minoritních akcionářů. Skupina se pojmem spravedlivé ceny zabývala pouze v kontextu povinné nabídky převzetí. Nehledě na omezený mandát skupiny bylo vyloučení zkoumání spravedlivé ceny v kontextu tzv. dobrovolných nabídek převzetí také ospravedlněno tím, že posouzení, zda se jedná o adekvátní nabídkovou cenu či nikoliv, je v zásadě nutno ponechat trhu a tržním silám. V některých členských státech, které v současnosti aplikují pravidlo povinné nabídky převzetí, mají ustanovení upravující protiplnění závaznou povahu, zatímco některé členské státy stanoví toliko doporučení. Ustanovení se přitom podstatně liší s ohledem jak na úroveň, tak na povahu nabízeného plnění. V některých členských státech je úroveň nabízeného plnění určena pouze odkazem na obecné principy (např. princip rovného zacházení s akcionáři, resp. nediskriminace). Ačkoliv velká část států přijala podrobná ustanovení týkající se plnění nabízeného při povinných nabídkách, liší se všechny tyto státy co do povahy a množství užívaných kritérií a způsobu jejich užití. Ve většině členských států je zcela na navrhovateli, zda jako protiplnění poskytne peněžní prostředky (cash) či cenné papíry. Jak vyplývá ze shora uvedené citace čl. 5 odst. 1, znění návrhu směrnice z roku 2001 pokládalo otázku, zda je cena spravedlivá či nikoliv, za záležitost evropského práva, jež má být rozhodnuta výlučně Evropským soudním dvorem. Dle názoru skupiny by však tento stav, kdy se o otázce, zda je cena spravedlivá či nikoliv, rozhoduje ve zdlouhavém soudním řízení, nebyl vhodný ani žádoucí. Skupina z toho důvodu zaujala stanovisko, že je zcela na členských státech, aby naplnili požadavky směrnice tím, že stanoví jedno či více kritérií pro posouzení zda je cena spravedlivá či ne. Skupina ve věci spravedlivé ceny přišla především s následujícími doporučeními: Je nezbytné aby na evropské úrovni byl uplatňován harmonizovaný přístup tak, aby navrhovatelé byli schopni přinejmenším předvídat či v ideálním případě předem určit spravedlivou cenu, kterou budou



mít povinnost v případě povinné nabídky zaplatit. Tento přístup by podle skupiny měl na jednu stranu zajistit dostatečnou jistotu s ohledem na výši ceny, zároveň by však měl ve speciálních případech či za zvláštních okolností zaručit dostatečnou flexibilitu úpravy. Obecným pravidlem pro stanovení spravedlivé ceny za normálních okolností by mělo být, že cena, kterou by měl navrhovatel povinné nabídky poskytnout, by měla být shodná s nejvyšší cenou, kterou navrhovatel zaplatil za akcie daného druhu po určitou dobu před nabytím cenných papírů v rozsahu, který vedl k ovládnutí společnosti. Členským státům by pak mělo být umožněno stanovit délku této doby v rozmezí od 6 do 12 měsíců. Zároveň je podle skupiny nezbytné zaručit zmiňovanou flexibilitu úpravy tak, že členským státům by mělo být umožněno definovat jak situace, za nichž by mělo, resp. může dojít k nahrazení obecného pravidla užívajícího uvedené právní domněnky a také definovat kritéria, která by měla být, resp. mohou být aplikována dozorovými orgány při rozhodování o úpravě ceny, ať už na vyšší či na nižší než byla nejvyšší navrhovatelem placená cena. Pro uvedené situace a kritéria by pak samotná směrnice měla vytyčit určité principy.

Důležité je v tomto kontextu rovněž načasování povinné nabídky. Přímo Zpráva přitom uvádí, že odpověď na otázku, zda je cena při povinné nabídce spravedlivá či nikoliv, velmi významně závisí na načasování povinné nabídky. Navrhovatel by proto měl být povinen učinit povinnou nabídku převzetí v krátkém časovém rozmezí po nabytí kontroly, resp. ovládnutí společnosti nabytím jejích účastnických cenných papírů. Toto časové rozmezí resp. lhůta k učinění povinné nabídky by měla být členskými státy stanovena na nejvýše 30 dní. Podle skupiny by členské státy dále měly mít povinnost implementovat buď: a) pravidlo podle něž by nabytí cenných papírů za výhodnějších podmínek po dobu trvání nabídky či po určitou dobu po nabídce bylo zcela zakázáno, nebo b) pravidlo podle něž by nabytí cenných papírů za výhodnějších podmínek po dobu trvání nabídky či po určitou dobu po této nabídce zavazovalo navrhovatele k zaplacení rozdílu mezi cenami těm vlastníkům účastnických cenných papírů, jež je odprodali v rámci nabídky. Členské státy by přitom měly možnost stanovit délku relevantní doby po nabídce v rozmezí od 6 do 9 měsíců.

#### Nucený odkup akcií (SQUEEZE OUT):

Právo squeeze-out je právem majoritního akcionáře společnosti, které mu v zásadě umožňuje přimět její minoritní akcionáře, aby mu odprodali své účastnické cenné papíry.

Skupina se ve zprávě rozsáhle zabývala jak právem squeeze-out, tak právem sell-out, jež je naproti tomu právem minoritních akcionářů a v zásadě znamená právo těchto minoritních akcionářů přimět majoritního akcionáře společnosti, aby od nich jejich akcie odkoupil.

Ve Zprávě expertní skupiny je uveden přehled platných úprav práva squeeze-out a práva sell-out v rámci EU. Dále pak skupina zkoumala jednak prospěšnost úpravy práva squeeze-out a práva sell-out v kontextu nabídek převzetí, a jednak také míru do jaké je harmonizace na evropské úrovni nezbytná a žádoucí. Ve Zprávě se konstatuje, že práva squeeze-out a sell-out by měla být v právních rádech členských států EU pro fázi po nabídce převzetí k dispozici a skupina rovněž uvádí některá doporučení k jejich úpravě.

#### *1.4 Ekonomická podstata a důsledky nabídky převzetí*

Zamyšlení nad ekonomickou podstatou a některými, zejména ekonomickými důsledky nabídek převzetí, jsem se již částečně věnoval v úvodní části své práce.

Jak již z dosavadního textu vyplynulo, je jen velmi obtížné správně a úplně argumentačně postihnout veškerá pro a proti regulace nabídek převzetí. Pokusím se proto ve stručnosti postihnout hlavní teze týkající se ekonomické podstaty, důsledků nabídek převzetí a důvodů hovořících pro jejich právní úpravu.

##### *1.4.1 Některé důležité závěry ekonomické teorie*

Nejprve bych se rád věnoval cenové teorii akcií, akciové analýze a teorii podniku resp. společnosti, jež dle mého názoru představují pro pochopení chování subjektů na kapitálových trzích, a to nejen při nabídkách převzetí, klíčová východiska.

##### *A. Akciová analýza*

Základní otázky, jež si zcela bez výjimky klade každý představitel finanční ekonomie při analýze chování kapitálových trhů, jsou následující: Proč investoři kupují akcie? Co cenu akcií determinuje a kdy je akcie cenově výhodná? V zásadě existují tři základní metody pro analýzu a výběr akciových instrumentů:

- 1) fundamentální akciová analýza,
- 2) technická akciová analýza,
- 3) teorie efektivních trhů.

Ad 1) Otázky typu, zda je kurs akcie již tak nízko, že je akcie podhodnocena nebo je kurs na trhu nadhodnocen, se snaží zodpovědět fundamentální akciová analýza<sup>78</sup>. Ta vychází z obecně platné premisy, že primárním motivem nákupu akcií je dosažení kapitálového zisku. Tohoto cíle se pak snaží analytici, užívající fundamentální akciové analýzy, dosáhnout tím, že hledají na akciovém trhu podhodnocené tituly. Fundamentální analýza se zaměřuje na zkoumání kursotvorných faktorů na úrovni globální, odvětvové a jednotlivých společností. V ekonomické teorii je zastáván názor, že zdaleka nejvýznamnější skupinou faktorů, které ovlivňují akciové kursy, jsou faktory globální. Lze totiž doložit, že z makroekonomického hlediska v dlouhém období akciové kursy kopírují vývoj ekonomické aktivity, jinak řečeno vývoj HDP v relevantní ekonomice.

Z hlediska zkoumaného tématu, tedy důvodů nabídek převzetí a jejich důsledků, je nicméně nejdůležitější analýza jednotlivých společností, jež je zaměřena na 1) stanovení, zda je akcie nadhodnocena, správně oceněna nebo podhodnocena, a na 2) využití finanční analýzy pro zjištění kvality finančního hospodaření firmy a předvídaní budoucího očekávaného vývoje společnosti. Fundamentální analýza jednotlivých společností vychází z předpokladu, že akcie má svou vnitřní hodnotu, kterou lze stanovit. Ústředním bodem fundamentální analýzy jednotlivých společností je pak stanovení vnitřní hodnoty akcie. Vnitřní hodnotu akcie je lze možno stanovit na principu současné hodnoty budoucích příjmů pro vlastníka cenného papíru, resp. akcie.

Akciový kurs pak dle této teorie neustále osciluje kolem vnitřní hodnoty. Ve velmi krátkém období je vnitřní hodnota akcie více méně konstantní. Přísun nových kursotvorných informací

---

<sup>78</sup> Blíže k fundamentální akciové analýze: Revenda, Mandel, Kodera, Musílek, Dvořák, Brada: Peněžní ekonomie a bankovníctví, 2004, str. 216-231.

na kapitálových trzích přirozeně posouvá vnitřní hodnotu na novou úroveň. Analytici porovnávají zjištěnou tržní hodnotu akcie s aktuálním tržním kursem. Logicky pak z uvedeného vyplývá, že je-li vnitřní hodnota vyšší než tržní kurs, pak je akcie na trhu podhodnocena a lze očekávat vzestup jejího kursu. Naopak, pokud je tržní kurs vyšší než-li vnitřní hodnota, pak je akcie na trhu nadhodnocena a lze předpokládat pokles akciového kursu.

Pro stanovení vnitřní hodnoty platí vztah:

$$VH = D_1/(1 + K_e) + D_2/(1 + K_e)^2 + D_3/(1 + K_e)^3 + \dots + D_n + P_n/(1 + K_e)^n,$$

kde VH je vnitřní hodnota cenného papíru, akcie,  
D<sub>1</sub> až D<sub>n</sub> jsou očekávané dividendy v jednotlivých letech,  
P<sub>n</sub> je očekávaná prodejní cena v n-tém roce,  
K<sub>e</sub> je požadovaná výnosová míra.

Vnitřní hodnota akcie je tedy dle výše uvedeného vzorce chápána jako součet současné hodnoty budoucích dividend do n-tého období a současné hodnoty očekávané prodejní ceny v n-tém období. N-té období může přitom být nekonečně vzdálené, neboť akcie se zpravidla neumožňují. Proto můžeme prodejní cenu úplně vypustit a vnitřní hodnotu akcie vyjádřit jako současnou hodnotu budoucích dividend pro majitele akcie:

$$VH = D_1/(1 + K_e) + D_2/(1 + K_e)^2 + D_3/(1 + K_e)^3 + \dots + D_n/(1 + K_e)^n$$

Tento vzorec se ve finanční ekonomii nazývá dividendový diskontní model (dividend discount model). Dividendový diskontní model kritizují především investoři bez finančního vzdělání, poněvadž se domnívají, že je založen pouze na očekávaných dividendách a nebere v úvahu kapitálové zisky, jež jsou důležitým motivem investování na kapitálových trzích. To však pouze ukazuje na nesprávné pochopení dané problematiky, poněvadž všechny budoucí prodejní ceny musí také reflektovat budoucí očekávané dividendy, tudíž základním determinantem vnitřní hodnoty akcie jsou očekávané budoucí dividendy.

Ad 2) Technická analýza<sup>79</sup> je oproti fundamentální analýze, jejíž modely jsou založeny na fundamentálních datech (zisky, tržby, očekávaný růst zisku a dividend, finanční analýza), postavena na publikovaných tržních datech. Jsou jimi především tržní ceny jednotlivých akcií, indexy, objemy obchodů a technické indikátory. Hlavním cílem technických analytiků pak je předvídání či prognóza krátkodobých cenových pohybů individuálních akcií nebo akciových indexů, přičemž je ani tolik nezajímá cenová úroveň, ale jsou zejména zainteresováni v odhalování cenových změn. Technická analýza je založena na předpokladu, že tržní ceny akcií jsou determinovány nabídkou a poptávkou a reflektují optimismus a pesimismus tržních participantů. Poněvadž všichni investoři nesouhlasí s kursem, determinujícím faktorem v určitém okamžiku je čistá poptávka po akcii, resp. účastnickém cenném papíru<sup>80</sup>.

Ad 3) V předchozím textu jsem se pokusil naznačit fundamentální a technický přístup při výběru jednotlivých akcií či účastnických cenných papírů. Nyní se dostávám k chování akciových kursů z pohledu hlavního směru finanční ekonomie, reprezentovaného takovými osobnostmi, jako jsou Fama, Miller, Modigliani, Sharpe, Haugen či Francis. Tento hlavní směr finanční ekonomie se domnívá, že akciové trhy se chovají efektivně. Dosahování nadprůměrných výnosů prostřednictvím technické analýzy posuzují velmi skepticky a využitelnost fundamentální analýzy vidí jako omezenou.

Kdykoli je laikům přednášena problematika teorie efektivních trhů, panuje mezi nimi obrovské zděšení, když se dozvedí, že akciové kursy a obecně kursy titulů cenných papírů „konají náhodnou procházku“. Teorie efektivních trhů se stala dokonce předmětem zesměšňování ze strany praktických analytiků, když většina z nich odmítala tezi, že akciové kursy se chovají náhodně. A právě tato skutečnost – analytici stále věří ve vyhledávání

---

<sup>79</sup> Blíže k technické akciové analýze např.: Revenda, Mandel, Kodera, Musílek, Dvořák, Brada: Peněžní ekonomie a bankovníctví, 2004, str. 232-235.

<sup>80</sup> V této části práce, v níž se věnuji ekonomickým aspektům, uvádím častěji termín akcie než-li cenné papíry, účastnické cenné papíry či cenné papíry cílové společnosti, což by bylo ve vztahu k nabídkám převzetí z právního hlediska nepochybně čistější. Pod termínem akcie je tedy třeba rozumět i jiné obdobné účastnické cenné papíry, tam kde to však jejich povaha s ohledem na finančně-ekonomickou podstatu dané problematiky připouští a umožňuje.

nadhodnocených či podhodnocených titulů – přispívá k efektivnímu chování kapitálových trhů.

Teorie efektivních trhů předpokládá, že kursy cenných papírů, resp. akciové kursy jsou ovlivňovány očekávanými zisky, dividendami, rizikem a dalšími kursotvornými informacemi. Za efektivní je považován takový trh, který velmi rychle absorbuje nové informace a v situaci, kdy jsou všechny kursotvorné informace absorbovány akciovým kursem, nedochází k diskrepancím mezi vnitřní hodnotou a akciovým kursem. Tržní hodnota akcií představuje pak jejich objektivní hodnotu, akcie jsou správně oceněny a na trhu nelze nalézt podhodnocené a nadhodnocené tituly. Termín efektivní je tedy užíván ve smyslu efektivního zpracování nových informací.

Pro efektivní chování kapitálového trhu musí být splněny následující předpoklady: 1. na kapitálovém trhu participuje velké množství racionálních investorů, kteří neustále analyzují, ohodnocují a obchodují; 2. investoři mají k dispozici dostatek levných, aktuálních a pravdivých informací, přičemž každý účastník trhu získává nové informace zhruba ve stejnou dobu<sup>81</sup>; 3. investoři na nové informace reagují rychle a přesně; 4. obchody na kapitálovém trhu jsou spojeny s nízkými transakčními náklady a neexistují žádná obchodní omezení.

Pokud jsou uvedené předpoklady splněny, pak se kapitálové trhy chovají efektivně.

Teorie efektivních trhů vypadá na první pohled velmi logicky. Nepředpokládá, že by investoři byli schopni bezchybně určit budoucí tržní cenu. Pouze tvrdí, že aktuální tržní cena je objektivní tržní cenou, neboť zahrnuje všechny informace. Závěrem jest dlužno uvést, že

---

<sup>81</sup> Mimo jiné i toto má za cíl většina právních úprav nabídek převzetí. Právní úpravy nabídek převzetí se snaží dosáhnout takového stavu, kdy se plně uplatní princip nediskriminace – tudíž rovného zacházení se všemi vlastníky účastnických cenných papírů a to mj. z hlediska jejich informovanosti. Cílem většiny úprav je dále také naplnění principu dostatečné a včasné informovanosti adresátů nabídek, tj. vlastníků akcií, resp. účastnických cenných papírů cílové společnosti, a to tak, že investoři musejí být schopni učinit informovaná rozhodnutí o tom, zda nabídku akceptují, odmítnou či se ji pokusí odvrátit. Srovnej např.: Základní principy obsažené v britském City Code on Takeovers and Mergers, zejména principy 1, 2, 4, 5 a 9; ustanovení §§ 14(d) a 14(e) amerického Williams Act a prováděcí pravidla SEC; §3 odst.1 a 2 německého WpÜG; článek 3 odst. 1 „třinácté“ směrnice o nabídkách převzetí; a obdobně též §183a odst. 10 zákona č.513/1991, obchodní zákoník, v platném znění.

teorie efektivních trhů, jež je vysvětlením chování kursů cenných papírů, akcií na kapitálových trzích hlavním směrem současné moderní finanční ekonomie, si za svou „laboratoř“ zvolila především americký kapitálový trh<sup>82</sup> jako největší a nejrozvinutější trh světa.

Převážná většina významných finančních ekonomů se shoduje na tom, že nejlikvidnější cenné papíry na americkém kapitálovém trhu se chovají ekonomicky efektivně. Na druhé straně nelze očekávat, že by se kursy mohly chovat efektivně na nově vznikajících trzích ekonomicky efektivním způsobem, a to zejména proto, že nejsou splněny předpoklady pro zpracování nových informací. Vycházím ze svého přesvědčení, že na českém kapitálovém trhu doposud reagují akcie a jiné cenné papíry na kursotvorné informace velmi pomalu, což koneckonců dává sofistikovaným investorům možnost dosahovat nadprůměrných výnosů prostřednictvím kvalifikovaného využití technické či fundamentální akciové analýzy.

#### *B. Primární cíl podniku, resp. společnosti<sup>83</sup>*

Co je primárním cílem (cílovou funkcí) podniku, odvozuje tzv. teorie podniku (firmy). Ta ve své původní verzi za primární cíl podniku (firmy) považovala maximalizaci zisku, a to v krátkodobém pohledu, tj. bez časové dimenze a bez vlivu rizika. Postupným vývojem v hospodářské praxi a v názorech na podnikovou ekonomiku se přecházelo k poměrovým ukazatelům<sup>84</sup> (ROE – return on equity neboli výnosnost vlastního jmění, resp. kapitálu),

---

<sup>82</sup> K chování cen na kapitálovém trhu se v této práci ještě vrátím. Pravděpodobně nejznámější závěry právní teorie v oblasti tvorby a chování cen na kapitálovém trhu pocházejí z pera amerického profesora Kraakmana – Kraakman: *Taking Discounts Seriously: The implications of „Discounted“ Share Prices as an Acquisition Motive*, 1988.

<sup>83</sup> Z právního hlediska je rozdíl mezi podnikem a společností zřejmý. Podnik je považován za objekt právních vztahů, kdežto společnost je právnickou osobou, tudíž subjektem právních vztahů. Odlišnosti však lze nalézt kupříkladu v pojetí podniku v evropském právu. Ekonomická teorie však abstrahuje od uvedených legislativních diskrepancí a oba termíny používá takřka jako synonyma. Pokud v této části budu hovořit o podniku, je třeba pod tímto termínem rozumět též společnost a s ohledem na problematiku nabídek převzetí především cílovou společnost. To samé platí v ekonomické teorii i pro termín firma.

<sup>84</sup> Pojednání o poměrových ukazatelích a obdobných metodách finanční analýzy – viz Miloslav Synek a kol.: *Podniková ekonomika*, C.H. Beck, 2002, str. 243 -248; Kovanicová D.: *Finanční účetnictví – světový koncept*, 4. vydání, Polygon, 2003.

k maximalizaci zisku na jednu akcii, k tržní ceně akcie, k zahrnutí rizika do rozhodování a k určité dynamizaci. Později (v 80. letech) byly vytvořeny složitější modely pro řízení podniků, společností, jež za jeho cíl považují maximalizaci jeho hodnoty. Takto pojatý cíl podnikání převládá v teorii i hospodářské praxi doposud a od něj se odvíjí i nejnovější model považující za cíl podnikání maximalizaci hodnoty pro akcionáře, tzv. shareholder value.

Pokud za cíl podniku budeme tedy považovat jeho hodnotu, bude vyjádřením jeho hodnoty současná hodnota očekávaných budoucích CF (cash flow = peněžních toků). Pokud, pro zjednodušení, budeme za CF považovat zisk (rozdíl mezi výnosy a náklady), potom současnou hodnotu podniku lze vyjádřit jako hodnotu očekávaných budoucích zisků diskontovaných k současnosti<sup>85</sup>. Od maximalizace hodnoty společnosti je již jen malý krůček k maximalizaci shareholder value, tj. maximalizaci hodnoty pro akcionáře a k ukazatelům MVA (Market Value Added – tržní přidaná hodnota) a EVA (Economic Value Added – ekonomická přidaná hodnota).

Hospodářská praxe především dvou posledních desetiletí ukázala, že díky profesní činnosti managementu, řídicího orgánu společnosti je informovanost managementu, představenstva, resp. řídicího orgánu společnosti lepší než-li informovanost vlastníků (shareholders – akcionářů) a ostatních zájmových skupin (stakeholders), přičemž však hlavní riziko špatných rozhodnutí managementu nesou vlastníci (akcionáři). Dokladem tohoto tvrzení je i bohatá zkušenost s vlnou převzetí společností jejich managementem, tzv. MBO – Management Buy Out, která tlak na přijetí konceptu shareholder value jakožto cíle společnosti ještě posílila. S globalizací a internacionalizací ekonomiky a kapitálových trhů, jak již bylo koneckonců zmíněno v úvodní části této práce, vzrostl i význam mezinárodních investorů, kteří jsou vystaveni většímu tlaku na výkonnost společností než soukromí investoři. To se projevilo v posílení tlaku na shareholder value, tj. tlaku na zvyšování hodnoty pro akcionáře, jehož výsledkem byl vznik nových ukazatelů – MVA a EVA, které zájmy akcionářů i ostatních zájmových skupin lépe postihují<sup>86</sup>. Ukazatele MVA a EVA jsou založeny na tom, že

---

<sup>85</sup> Diskontováním se rozumí přepočet budoucích hodnot na hodnoty současné.

<sup>86</sup> Ukazatele MVA a EVA vznikly v konzultační firmě Stern Stewart Management Services v New Yorku v roce 1993 a rychle se rozšířily jak v USA, tak v Evropě. Jsou přiblížením teoreticky správného vyjádření podnikatelského cíle jako shareholder value běžné hospodářské praxi.



skutečnými náklady podniku jsou ekonomické náklady, nikoli náklady účetní, jež předpokládají, že akcionáři (vlastníci) poskytují kapitál bezplatně. Ukazatel MVA je rozdílem mezi tržní hodnotou a investovaným kapitálem, tj. rozdíl mezi částkou, kterou by akcionáři a ostatní investoři získali prodejem svých účastnických cenných papírů, a hodnotou, již do společnosti vložili. Ukazatel EVA je naproti tomu rozdílem mezi provozním hospodářským výsledkem (ziskem) společnosti po zdanění (tzv. NOPAT – net operating profit after taxation) a jeho náklady na kapitál. Cílem podnikání je tedy primárně vytváření EVA, tj. ekonomické přidané hodnoty. EVA tvoří ucelený manažerský (řídící) systém, jehož hlavním úkolem je analyzovat faktory, které přispívají k tvorbě hodnoty, a zajistit taková rozhodnutí, která přinesou zvyšování hodnoty pro akcionáře (shareholder value) a zvyšování prospěchu pro všechny, kdo jsou s existencí podniku spjati (stakeholder value). Ukazatel EVA je významný zejména proto, že uvedl na světlo skutečnost, že i vlastní kapitál něco stojí (že má své náklady), což je u cizího kapitálu zřejmé, a že nestačí, aby podnik vykázal zisk, ale že musí usilovat o kladnou hodnotu EVA.

Od výše uvedeného zbývá nyní jen učinit nezbytný „oslí můstek“ a dostat se tím k základním ekonomickým aspektům nabídek převzetí.

V případě akciové společnosti, u níž se dá jako o jediné z forem podnikání hovořit jako o cílové společnosti v souvislosti s nabídkami převzetí<sup>87</sup>, jsou akcionáři těmi, kdo společnost sice v ekonomickém smyslu vlastní, ale zpravidla sami neřídí. Akcionáři, či vlastníci účastnických cenných papírů na valné hromadě volí představenstvo, popř. dozorčí radu, která následně jmenuje představenstvo, které jmenuje vrcholové manažery (tzv. top-management). Tímto dochází k oddělení vlastnictví od řízení. Vzniká tak problematika řešení vztahů mezi vlastníky - shareholders (akcionáři, či vlastníky účastnických cenných papírů), statutárními orgány a/nebo vrcholovým managementem a ostatními zájmovými skupinami – stakeholders.

---

<sup>87</sup> Abstrahujeme-li od některých speciálních, českým právním řádem neupravených, forem podnikání, např. KGaA – Kommanditgesellschaft auf Aktien. I v případě akciové komandity v SRN se však, jak uvádím níže, nedá hovořit o nabídce převzetí, nýbrž toliko o nabídce na nabytí účastnických cenných papírů, neboť nabytím sebevětšího počtu účastnických cenných papírů nelze s ohledem na postavení komplementářů efektivně cílovou společnost této právní formy ovládnout.

Tato problematika se označuje jako corporate governance<sup>88</sup> (v českém překladu obvykle „řízení a správa společnosti“ či „vlastnické ovládnání korporace“ nebo též „struktura moci ve společnosti“). Nejdůležitější a nejsložitější bývají vztahy mezi akcionáři a řídicími orgány, managementem. Oddělením vlastnictví od řízení se rozhodovací pravomoci koncentrují v rukou řídicích orgánů, manažerů, kteří tak *via facti* vykonávají „vlastnické“ právo.

Podle převažujícího názoru odborné veřejnosti, zejména pak v angloamerickém právním prostředí, jsou to právě převzetí společností, realizovaná cestou nabídky převzetí, jež představují kritický a klíčový mechanismus corporate governance, bez něhož by manažerské rozhodování nemohlo býti efektivně kontrolováno<sup>89</sup>. Jak již uvedl D. Begg<sup>90</sup>, existují přitom dva hlavní důvody, proč by manažeři a řídicí orgány společnosti měli (a musí) sledovat obecný cíl společnosti:

- a) Je-li zisk malý nebo klesá, je-li nízká nebo klesá cena akcií, či dochází-li k negativnímu vývoji ukazatelů MVA a EVA, vyvolává to nebezpečí nepřátelského převzetí, skoupení akcií za nízkou cenu, jiným subjektem, jenž dosavadní vedení, management cílové společnosti propustí. Nebezpečí ztráty zaměstnání tak motivuje manažery a vedení společnosti, aby plnili cíl maximalizace shareholder value.
- b) Akcionáři předávají část svých akcií, účastnických cenných papírů členům řídicích orgánů, resp. managementu. Tito se tím stávají akcionáři a primární cíl akcionářů – zvyšování shareholder value – se stává i jejich bezprostředním cílem.

Tímto se však problematika cílů společnosti, resp. podniku nevyčerpává. Praxe tržního hospodářství stále více ukazuje, že značná část společností musí být přinucena zvláštními právními předpisy i k sociální odpovědnosti (tj. odpovědnosti nejen za zájmy svých shareholders, nýbrž též za blaho svých zaměstnanců, zákazníků, dodavatelů, věřitelů, obce,

---

<sup>88</sup> V zásadě jsou známé dva modely corporate governance, tedy řízení a správy: Dualistický model a monistický model řízení a správy společností. Blíže k těmto modelům: *Čech/Dědič*, str. 160 – 167.

<sup>89</sup> Andrei Shliefer, Robert Vishny: *A Survey of Corporate Governance*, 1997.

<sup>90</sup> D.Begg: *Economics*, 1987.

čili tzv. stakeholders), neboť jejich podnikatelská etika (etická odpovědnost) je značně slabá (to platí zejména v transformujících se ekonomikách, za níž je třeba považovat i ČR). Řídící orgány společnosti, management musí vzít v úvahu i cíle ostatních interestů – stakeholders<sup>91</sup>.

#### 1.4.2 Ekonomická podstata nabídek převzetí a jejich ekonomické dopady

Nabídky převzetí a převzetí akciové společnosti představují podle převažujícího názoru, jak v USA, tak v Evropě, po ekonomické stránce veskrze prospěšný a příznivý jev. Je tomu však skutečně tak? A je opravdu každá akvizice po ekonomické stránce ryze přínosná?

Jak uvádí například Zpráva expertní skupiny (High Level Group of Company Law Experts) o nabídkách převzetí<sup>92</sup>, je převzetí akciové společnosti prostředkem, který slouží navrhovatelům nabídek převzetí ke tvorbě bohatství využíváním a zužitkováním synergií mezi jejich stávajícím podnikem a cílovou společností. Nabídky převzetí, podle expertní skupiny, také nabízejí akcionářům příležitost k prodeji jejich účastnických cenných papírů navrhovatelům, kteří jsou ochotni za jejich cenné papíry nabídnout cenu výrazně převyšující obvyklou tržní cenu na kapitálovém trhu. Takováto cena bude zpravidla nabídnuta tam, kde navrhovatelé věří, že zdroje společnosti mohou být rozvinuty a využity lépe pod jejich řízením a kontrolou.

---

<sup>91</sup> V této otázce však není doktrína jednotná a existují rozdíly v pojetí zájmů společnosti v anglosaském systému a v kontinentálně-evropském systému. Blíže dále v této práci.

<sup>92</sup> High Level Group of Company Law Experts, v dalším textu také jako expertní skupina, byla vytvořena Evropskou komisí v září roku 2001 na popud Evropského komisaře pro vnitřní trh Fritse Bolkesteina. Členy expertní skupiny pod vedením profesora Jaapa Wintera byli přední evropští odborníci na problematiku nabídek převzetí, práva kapitálového trhu a práva společností. Úkolem skupiny bylo připravit pro Evropskou komisi nezávislou a vysoce sofistikovanou zprávu o doporučeních k pan-evropské úpravě nabídek převzetí a následně též zprávu týkající se práva společností v EU. Mandát skupiny pro zprávu o doporučeních k úpravě nabídek převzetí obsahoval tři hlavní otázky: 1. Jak je možné zajistit existenci rovného hřiště (level playing field) v Evropské unii ve vztahu k rovnému zacházení s akcionáři ze všech členských států. 2. Definice pojmu „equitable price“, tedy spravedlivá cena, jež má být placena minoritním akcionářům při povinných nabídkách převzetí. 3. Právo majoritních akcionářů vytěsnit či vytlačit minoritní akcionáře (squeeze-out right). Jednalo se tedy o témata, jež byla předmětem polemiky při přijímání návrhu směrnice v roce 2001 ze strany Evropského parlamentu. Nejtěžší otázkou, jež vyvstala při přijímání směrnice a později i při formulování zprávy, byla problematika neutrality představenstva či řídicího orgánu po dobu nabídky převzetí.

V komentáři k německému WpÜG<sup>93</sup> se pak dále uvádí, že jako v případě každé koupě podniku, resp. společnosti spočívá motivace navrhovatele při nabídce převzetí především v přesvědčení, že převzetím cílové společnosti získá finanční, resp. ekonomickou výhodu. Tyto ekonomické, resp. finanční výhody mohou spočívat mj. v realizaci a uplatnění synergických efektů, v posílení tržní pozice nebo také ve vytlačení konkurenta prostřednictvím jeho následné likvidace, nebo ve využití cizí likvidity zcizením lukrativních aktiv nebo profitujících částí podniku (asset stripping).

Profesor Kraakman<sup>94</sup> se ve své studii věnuje především fenoménu tzv. podhodnocených cen cenných papírů jakožto prvotnímu motivu akvizice společnosti. Jak již bylo uvedeno výše, v souvislosti s teorií efektivních trhů, ve finanční literatuře existuje obecně platná premisa, že při úplné informovanosti na kapitálových trzích ceny cenných papírů věrně odrážejí hodnotu aktiv společnosti. Jak uvádí prof. Kraakman, společnosti, hodnota jejichž cenných papírů klesne pod tržní hodnotu jejich aktiv – například řada uzavřených podílových fondů, holdingové společnosti atp., ale koneckonců i jakékoliv jiné společnosti – bývají často chybně veřejně označovány za určitou tržní anomálii. Lze však empiricky dokázat, že realita je často spíše v souladu s předpokladem, že kursy, resp. ceny cenných papírů jsou podhodnoceny, tedy, že očekávané CF (cash-flow = peněžní toky) z aktiv společnosti oceňují nižší než obvyklou cenou, než-li v souladu se standardní premisou, že ceny akcií hodnotu těchto aktiv plně odrážejí. Pokud k podhodnocení ceny společnosti, resp. jejích aktiv, vyjádřené cenou jejích účastnických cenných papírů dochází častěji a ve větší míře, potom mají tyto skutečnosti významné důsledky především pro chování společnosti, v to zahrnujíc, mimo jiné, také chování při případné či potenciálně hrozící akvizici či při převzetí společnosti.

Lze tedy registrovat dva základní pohledy na danou problematiku. První hledisko předpokládá, že ceny akcií či cenných papírů plně odrážejí hodnotu aktiv, což představuje, mj. základní implikaci pro prémiovou cenu placenou při akvizicích. Pokud totiž ceny akcií již odrážejí hodnotu aktiv cílové společnosti, potom prémiová cena při převzetí, jež se běžně pohybuje o 50% výše než-li cena pre-bid, tedy před nabídkou, resp. jejím oznámením, musí

---

<sup>93</sup> Steinmeyer/Häger, str. 326.

<sup>94</sup> Kraakman: Taking discounts seriously: The implications of „Discounted“ Share Prices as an Acquisition Motive, 1988.

odrážet něco jiného, co představuje pro navrhovatele takovou hodnotu, že se pro akvizici rozhodnou: například lepší řízení a správu společnosti (management) a přínosy z realizace synergií. Naproti tomu, druhé hledisko spatřuje existenci prémiové ceny právě ve stávající ceně aktiv cílové společnosti, jelikož ceny akcií jsou ve vztahu k hodnotě aktiv podhodnoceny. Právě v důsledku toho je nikoliv výjimečnou situace, že se navrhovatelé snaží ihned po úspěchu nabídky rozprodat části aktiv cílové společnosti (přírodní zdroje, provozní divize či organizační složky, atd.)<sup>95</sup> – asset stripping. V americké literatuře se pro tento jev objevuje označení „bust-up takeover“ popř. „leveraged buyout“ (LBO – účelový odkup či skoupení na dluh). Tento druh převzetí právě kalkuluje s poznatky prof. Kraakmana, že akcie cílové společnosti jsou v některých případech ve vztahu k aktivům této společnosti, tedy i k její hodnotě v případě likvidace, podhodnoceny. V americké praxi jsou vedle těchto převzetí známy též „highly leveraged takeovers“, které pro financování často užívali prostředky vypůjčené od institucionálních investorů, kteří mají zájem na vysokém ač nejistém úroku z rizikových dluhopisů (junk bonds).

Expertní skupina též ve své zprávě uvádí, že ať již skutečně probíhající či potenciálně hrozící nabídky převzetí jsou důležitým prostředkem ke kontrole a udržování kázně řídicích orgánů či managementu společností s kótovanými cennými papíry a s rozptýlenou vlastnickou strukturou, neboť management je koneckonců zástupcem akcionářů. Pokud jsou výsledky managementu špatné nebo pokud není schopen využít dalších příležitostí, nastane situace, že cena akcií, účastnických cenných papírů společnosti bude obecně podhodnocena ve vztahu k ekonomickému potenciálu společnosti a konkurenční společnost bude moci učinit nabídku založenou na jejích údajných lepších řídicích schopnostech. Takováto efektivní kontrola řídicích orgánů a potenciální realokace zdrojů je z dlouhodobého hlediska v nejlepším zájmu všech stakeholders, a společnosti jako celku.

I expertní skupina se zde tudíž dotýká již zmiňovaných pravidel corporate governance, tedy pravidel struktury moci ve společnosti a vlastnického ovládnutí korporace, přičemž shodně jako Shliefer, Vishny, Begg a další považuje převzetí společnosti a nabídky převzetí za

---

<sup>95</sup> Cox, Hillman, Langevoort: Securities Regulation: Cases and Materials, str. 944.

klíčový mechanismus corporate governance sloužící k jediné efektivní kontrole managementu akcionáři společnosti.

To však ale neznamená, že by nabídky převzetí byly vždy a za všech okolností výhodné pro zapojené společnosti, jak cílovou společnost tak navrhovatele, a jejich akcionáře. Jako je tomu koneckonců ve všech typech fúzí a akvizic, nabídky převzetí mohou mít na ekonomiku a ekonomické subjekty jak blahodárné tak ničivé účinky a výhody pro akcionáře cílové společnosti mohou být na újmu akcionářů navrhovatele. Zde se nabízí zmínit, především v americké literatuře nikoliv zřídka, uváděný problém nabídek převzetí, a totiž tzv. „winner's curse“ (vítězovo prokletí). Jak uvádí autoři knihy *Securities Regulation: Cases and Materials*<sup>96</sup>, pokud se při nabídce převzetí objeví konkurenční nabídka<sup>97</sup> a dojde tak de facto k aukci o účastnické cenné papíry cílové společnosti (nabídkové válce), je to právě vítěz této aukce (nabídkové války), kdo je typicky nejoptimističtější a hodnotu cílové společnosti, resp. hodnotu jejích cenných papírů, považuje za velmi, velmi vysokou. Je však zjevně nesprávné dávat automatické rovnítko mezi nejoptimističtějším a nejrozumnějším. Tak vzniká podezření, že ceny za něž jsou účastnické cenné papíry při nabídkách převzetí nakupovány jsou nadhodnocené – skutečně důvod k zamyšlení, a to nikoli pro akcionáře cílové společnosti, jež jsou za své cenné papíry štědře vyplaceni, nýbrž pro ostatní zúčastněné subjekty, na něž v plné míře dopadá riziko insolvence navrhovatele nabídky. Tak kupříkladu profesor Black<sup>98</sup> otevírá důležitou diskusi na téma – zájmy akcionářů navrhovatele při převzetích akciových společností. Jak uvádí ve své Zprávě i expertní skupina, je přitom nesporné, že skutečnost, zda by řídicí orgán, management navrhovatele měl učinit nabídku převzetí cílové společnosti či nikoliv, a zda by se před provedením nabídky měl poradit s akcionáři jím řízené společnosti či nikoliv, je otázkou obecných principů corporate governance aplikovaných na navrhovatele nabídky.

Úprava nabídek převzetí nezbytně spojuje dva vztahy. V prvním případě se jedná o interakci mezi navrhovatelem a akcionáři cílové společnosti, kdežto v druhém případě se jedná o vztah

---

<sup>96</sup> Cox, Hillman, Langevoort: *Securities Regulation: Cases and Materials*, str. 929.

<sup>97</sup> Ke konkurenční nabídce – viz dále.

<sup>98</sup> Black: *Bidder Overpayment in Takeovers*, 41 *Stan. L. Rev.* 597

mezi akcionáři cílové společnosti a jejím managementem<sup>99</sup>. Například obranná opatření známá pod označením „poison pills“<sup>100</sup> zasahují oba vztahy – brání navrhovateli, aby pod nátlakem donucoval akcionáře cílové společnosti k akceptaci nabídky, a zároveň umožňují managementu, aby v případě nabídky převzetí upřednostnil svou vizi společnosti před vlastním rozhodnutím akcionářů. Kupříkladu americký systém, ilustrovaný právem státu Delaware, spoléhá významně na soudy a soudní vymáhání povinnosti péče managementu, resp. statutárního orgánu vůči společnosti v tom směru, že nechává na jejich rozhodnutí, zda manažeři překročili přípustné meze při uplatňování defensivních taktik (modifikovaná business judgement rule). Jiné jurisdikce (např. Velká Británie, Austrálie), v nichž se stejně jako v USA objevuje v hojné míře rozptýlená vlastnická (akcionářská) struktura – „dispersed ownership structure“, spoléhají na organizace fungující na principu samoregulace, jež obranné taktiky představenstva zakazují či limitují.

Úprava nabídek převzetí, tak jak je vnímána zejména v anglo-americkém právním prostoru, zaujímá ústřední místo v ucelené vizi práva společností. Významným je v tomto ohledu tzv. „management monitoring view“ (hledisko sledování managementu) potvrzující platnost doktríny market for corporate control do té míry, že převzetí společnosti jsou široce interpretována, především ve Spojených státech, jakožto kritický mechanismus corporate governance, bez něhož by ani efektivní kontrola manažerského rozhodování a chování nebyla myslitelná. Toto „management monitoring view“ je pravděpodobně nejviditelnějším úkolem, jež je převzetím připisován. Na druhou stranu, je zde též druhý úkol, jenž by měly úpravy převzetí společností zohledňovat, a sice ochranu stávajících akcionářů a cílových společností před divokými nájezdníky (corporate raiders)<sup>101</sup>. Tento druhý úkol regulace byl již sice ve většině úprav splněn, je však třeba na něj nezapomínat. Tak kupříkladu již jednou zmiňované „poison pills“ jsou obrannou taktikou, která se původně objevila jako prostředek ochrany akcionářů před divokými nájezdníky a přeměnila se tak, že se z nich stal dominantní způsob,

---

<sup>99</sup> Srovnej - Robert B. Thompson: Takeover Regulation after the „Convergence“ of Corporate Law, Sydney Law Review, str. 323 – 335.

<sup>100</sup> K poison pills a dalším obranným opatřením proti nabídkám převzetí – viz dále.

<sup>101</sup> Robert B. Thompson: Takeover Regulation after the „Convergence“ of Corporate Law, Sydney Law Review, str. 323 – 335.

jímž řídicí orgán brání akcionářům v přijetí nepřátelských nabídek převzetí, které samotnému řídicímu orgánu zpravidla nejsou po vůli.

S některými výše uvedenými závěry, ať už Zprávy expertní skupiny či americké a britské teorie, se však část teorie, v čele s německou, neztotožňuje. Některé závěry dokonce jdou tak daleko, že nabídky převzetí, a převzetí společností obecně, považují za veskrze negativní jev. Prof. Lieb a prof. Lamandini ve svém článku<sup>102</sup>, obsahujícím diskusi o „třinácté“ směrnici, mj. uvádějí, že přístup, obsažený ve Zprávě expertní skupiny a v samotné směrnici, který nabídky převzetí považuje za pozitivní, je nepochybně inspirován teorií „market for corporate control“ (Markt für Unternehmenskontrolle), kterou vyvinuli američtí národohospodáři. Tento koncept však není zcela nesporným, nýbrž byl i v samotných USA podroben těžké kritice. Především je třeba vzít v úvahu okolnost, že tvorba koncernů, k níž nepřetržitě v důsledku převzetí dochází, není ani z ekonomického hlediska nezbytně pozitivní. Při převzetí společnosti nejsou rovněž dostatečně zohledněny zájmy jejích stakeholders, neboť restrukturalizační kroky prováděné po převzetích mívají často negativní důsledky zejména pro dodavatele a zaměstnance cílové společnosti. Stejně tak nelze zcela jednoduše konstatovat, že i pro samotné akcionáře jsou důsledky převzetí společnosti vždy pouze pozitivní a bezvýjimečně maximalizují jejich kapitálový výnos. Obecně se ukazuje, že pohled na prospěšnost, nutnost existence a potřeba úspěchu a realizace nabídek převzetí je věcí velmi problematickou, dvojnásobnou, velmi často podléhající nejrůznějším vnějším, převážně ekonomickým, názorovým vlivům.

Pokud se podíváme do sousedního Německa, zjistíme, že u zrodu tamního WpÜG stály také především ekonomické motivy. Za připomenutí stojí také „ztráta německého národního stříbra“ při fenomenálním převzetí Mannesmann AG britským gigantem Vodafone Airtouch Plc.<sup>103</sup>, jež rozbouřilo již probíhající diskuse o nové úpravě nabídek převzetí a přimělo

---

<sup>102</sup> Lieb, Lamandini: Der neue kommissionsvorschlag einer EU-Übernahmerichtlinie – Stellungnahme der Gutachter des EU-Parlaments, časopis Wirtschaftsrecht, únor 2003, str. 265-267.

<sup>103</sup> V listopadu 1999 učinila britská mobilní telekomunikační společnost Vodafone-AirTouch Plc. nepřátelskou nabídku převzetí akcionářům německého koncernu Mannesmann. Jak zaměstnanci tak akcionáři cílové společnosti nabídku zpočátku odmítali, nakonec však o tři měsíce později většina akcionářů společnosti Mannesmann AG přijala vyšší nabídku a Vodafone tak německou společnost převzal. Představenstvo



německého zákonodárce k činnosti<sup>104</sup>. V komentáři k WpÜG<sup>105</sup> se mimo jiné uvádí, že přijetím zákonné úpravy nabídek převzetí by mělo dojít k celkovému posílení německého finančního sektoru a k přilákání nových investorů a navýšení investic soukromých i institucionálních investorů - především ze zahraničí. Zároveň bude přijetím zákonné úpravy zajištěno, že účastníci na kapitálovém trhu budou ochráněni před snížením hodnoty jejich investic. Jak uvádí i autoři citovaného komentáře, nabídky převzetí vedou nezdědky k podstatným kursovým výkyvům, které se v konečném důsledku mohou negativně projevit na cenách cenných papírů některého z investorů ve formě kursových ztrát. A právě proto je pro kapitálový trh důležitý spolehlivý právní rámec, jenž nejenže podporuje a prohlubuje

---

Mannesmannu, v čele se svým předsedou Klausem Esserem, se proti nabídce postavilo. Esser přitom tvrdil, že britský a americký styl „predátorského kapitalismu“ na německém území nemá místo. Esser v této souvislosti mj. uváděl, že doposud žádná německá společnost nečinila žádnou nepřátelskou nabídku převzetí jiné německé společnosti. Německá doktrína přitom skutečně zastává názor, že nepřetržitá hrozba převzetí (takeover) či skoupení (buyout) tak jak je prosazována v USA a ve Velké Británii odrazuje od dlouhodobých kapitálových investic. Jak již jsem na jiném místě této práce zmínil, řada německých právních teoretiků a odborníků tvrdila, že zaměstnanci a další stakeholders společnosti mají stejný význam jako její akcionáři (shareholders) a podnik cílové společnosti je více místem kde dochází k výkonu práce než-li souhrnem aktiv jež je možno koupit a prodat (srov. asset stripping). Hlavním Esserovým argumentem proti nabídce společnosti Vodafone bylo, že nabídková cena jež činila v úhrnu \$129 miliard byla příliš nízká. Esser tvrdil, že nabídka nepředstavovala pro akcionáře spravedlivou hodnotu za jejich akcie a že strategie a budoucí plány cílové společnosti byly lepší než ty, jež předložila britská společnost. Ačkoliv však naproti tomu mnoho finančních analytiků považovalo původní nabídkovou cenu za dostatečně vysokou, navrhovatel – Vodafone ji musel několikrát za sebou zvýšit. Spekulanti přitom v průběhu nabídky dokázali skoupit až 10% akcií Mannesmannu doufajíce, že jim to přinese rychlý profit. Samotný Esser se stavěl kriticky i aktivitám těchto osob, nicméně připustil, že takováto jednání mají původ v samotné povaze kapitálového trhu a nelze jim nikterak zabránit. V době nabídky pak 60 – 70 % akcií Mannesmannu vlastnili institucionální investoři a ačkoliv někteří z nich byly německé banky, většinu představovaly zahraniční (neněmecké) finanční instituce. Jakmile tak Vodafone svou nabídku zvýšil, někteří z těchto investorů nabídku akceptovali, a to často i z toho důvodu, že již byli i vlastníky akcií Vodafone. Převzetí Mannesmann AG se nakonec uskutečnilo přibližně za \$160 miliard.

<sup>104</sup> Ve Spolkové republice Německo do roku 2002 neexistovala zákonná úprava nabídek převzetí. Jedinou úpravu představoval Übernahmekodex vydaný Odbornou burzovní komisí při Spolkovém Ministerstvu financí v roce 1995, jež však nebyl obecně právně závazný a tudíž jen obtížně a omezeně vynutitelný. Ačkoliv byl vydán po vzoru nejen celoevropsky ale i mezinárodně respektovaného londýnského City Code on Takeovers and Mergers, na principu samoregulace, tak jeho zásadní deficit spočíval právě ve skutečnosti, že závaznost v něm obsažených pravidel pro účastníky kapitálového trhu závisela na jejich uznání tohoto Kodexu.

<sup>105</sup> Steinmeyer/Häger, str. 71-83.

důvěru investorů v hladký a bezproblémový průběh veřejných převzetí akciových společností, nýbrž zároveň poskytuje efektivní prostředky, aby šlo v jednotlivých případech čelit nesprávnostem. Zákonná úprava by však neměla být zaměřena pouze na ochranu investorů, nýbrž musí brát ohledy i na další aspekty převzetí v oblasti práva společností, které se mohou týkat jak ztráty (ač většinou nepatrného) podnikatelského vlivu menšinových akcionářů, tak obecně jejich ochrany před nevyžádanými změnami v kontrole společnosti.

P.Čech a J.Dědič v této souvislosti přibližují rozdílné chápání a pojetí cílů a zájmů společnosti v anglosaském a kontinentálním právním systému<sup>106</sup>. Je nepochybné, jak autoři knihy dovozují, že i toto sehrálo významnou roli v neshodách o podobu „třinácté“ směrnice. Jak jsem již uvedl výše, tak se nicméně nedomnívám, že se jednalo o zásadní a hlavní důvody neshod.

Hlavním cílem a zároveň povinností managementu společnosti je sledovat zájem společnosti. Anglosaské a kontinentálně-evropské pojetí zájmů cílové, či pouze akciové společnosti se liší v obsahu těchto zájmů. V liberálnějším anglosaském pojetí bývá zájem společnosti ztotožňován se zájmy akcionářů. Zájmy stakeholders jsou zohledňovány odděleně a v samotném zájmu společnosti se v tomto pojetí neodrážejí. Činnost řídicích orgánů společnosti se orientuje převážně na dosažení maximální shareholder value. Proto je zde kladen důraz zejména na princip neutrality řídicích orgánů a úplné dodržení principu shareholder decision-making<sup>107</sup>. Ačkoliv v případě principu neutrality se sluší uvést, že se jedná spíše jen o pohled britský, neboť americká doktrína preferuje tzv. business judgement rule, které obecně připouští uplatnění řady obranných mechanismů k odvrácení úspěchu nabídky převzetí. V kontinentálně-evropském pojetí, které představuje spíše paternalistický, levicově orientovaný přístup než-li liberálně tržní, se zájem společnosti posuzuje jako

---

<sup>106</sup> Čech/Dědič, str. 492 a násl..

<sup>107</sup> K principu „shareholder decision-making“ (zásada rozhodování akcionáři) a také principu „proportionality between risk bearing and control“ (zásada proporcionality mezi podílem na rizikovém, resp. základním kapitálu a reálnou kontrolou společnosti) se velmi podrobně vyjadřuje Zpráva expertní skupiny, neboť tyto principy a jejich uplatnění a dodržování označuje za jedinou možnou cestu k vytvoření level playing field (rovného hřiště) pro nabídky převzetí v EU. Princip shareholder decision-making implikuje koneckonců princip neutrality. K principům úpravy nabídek převzetí – viz dále v této práci.

samostatný statek, oddělený od zájmů společníků. Zájem společnosti je v tomto pojetí utvářen řadou, často protichůdných, faktorů a sil. Jsou zde velmi důsledně zohledňovány zájmy všech stakeholders – zaměstnanců, věřitelů atd. Je brán zřetel dokonce i na tzv. „veřejné blaho“ (Gemeinwohl)<sup>108</sup>. Rovněž i expertní skupina má zato, že v kontextu nabídky převzetí musí být zohledněny i zájmy ostatních stakeholders, a to především zaměstnanců<sup>109</sup>. To však samo o sobě, dle mého názoru, neospravedlňuje obranná opatření prováděná představenstvem cílové společnosti, jež odpírají akcionářům možnost nabídnout a prodat své cenné papíry navrhovateli nabídky převzetí. Samotná směrnice<sup>110</sup> pak především v bodu 23 preambule a v článku 6 a v článku 9 odst. 5 vlastního textu ukládá navrhovateli a cílové společnosti rozsáhlou informační povinnost vůči svým zaměstnancům. Další obavy o zájmy zaměstnanců by měla řešit především zvláštní legislativní úprava informační a konzultační povinnosti vůči zaměstnancům a úprava jejich ochrany pro případ nabídky jež povede k restrukturalizaci. Tato zvláštní úprava je již obsažena zejména ve směrnicích Rady 94/45/ES a 2001/86/ES. Navrhovatel přitom bude podroben požadavkům ustanovení těchto směrnic i po úspěšném provedení nabídky, tedy po převzetí cílové společnosti. Domnívám se proto, že svobodné rozhodnutí akcionářů cílové společnosti prodat své účastnické cenné papíry nikterak zásadně neovlivní právní ochranu poskytovanou zaměstnancům a dalším stakeholders.

Zejména nepřátelská nabídka převzetí pak navozuje situaci, kdy se zájmový konflikt mezi jednotlivými skupinami (tj. shareholders, stakeholders a managementem) projeví naplno. Jak již jsem uvedl v úvodu této práce, vlastníků účastnických cenných papírů prospívá nabídka převzetí zejména v tom směru, že jim je za jejich akcie nabídnuta výhodná cena. Nabídka převzetí tudíž v plné míře odpovídá zájmům akcionářů. Nabídková situace však může ohrožovat existenci společnosti či její další činnost v tom směru, že navrhovatel po ovládnutí společnosti zpravidla usiluje o její právní přeměnu, popř. o její restrukturalizaci či reorganizaci. V tomto směru tak bude nabídka převzetí odporovat zájmům společnosti jako celku. Jelikož úkolem orgánů společnosti je chránit její zájmy, musely by tyto orgány v rozporu s liberálním anglosaským, či spíše jen britským přístupem, nabídce převzetí čelit a

---

<sup>108</sup> *Steinmeyer/Häger*, zejména str. 74 a násl..

<sup>109</sup> Zpráva expertní skupiny, str. 16-17.

<sup>110</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES, ze dne 21.dubna 2004, o nabídkách převzetí. Blíže k evropské úpravě v další části této práce.

proti jejímu úspěchu užít obranná opatření. Anglosaské pojetí se však v úpravě nabídek převzetí na evropském kontinentu prosadilo natolik, že většina kontinentálních zákonodárců (včetně českého) včlenila do svého práva princip neutrality řídicích orgánů cílové společnosti ještě před přijetím „třinácté“ směrnice<sup>111</sup>.

Ekonomická podstata převzetí akciové společnosti, jak vyplývá z výše uvedeného, spočívá především v přesunu potenciálu společnosti a jejích zdrojů z rukou jednoho akcionáře do rukou jiného akcionáře, jenž dokáže plně využít synergií z takového transferu<sup>112</sup>. Navrhovatel za účastnické cenné papíry cílové společnosti, které mu umožní ovládnutí cílové společnosti a zajistí mu tak kontrolu nad jejími veškerými zdroji, nabízí vyšší cenu, neboť předpokládá vyšší budoucí výnos po uskutečnění převzetí a/nebo kalkuluje s využitím synergií mezi ním a cílovou, resp. přebíranou společností. Lepší a efektivnější využití zdrojů soustředěných v přejímané společnosti by pak i z makroekonomického hlediska mělo přispět k celkovému růstu ekonomiky. Právě v uvedeném je možné spatřovat hlavní argument pro menší regulaci nabídek převzetí, tzv. trhu s kontrolou ve společnostech. Pokud je pro nepřátelského navrhovatele výnosnější společnost zlikvidovat a její aktiva rozdělit či rozprodat, je zřejmé, že v dané ekonomice jich lze lépe využít jinde, a bylo by neefektivní a nesmyslné společnost uměle udržovat při životě. Podle těchto liberálních názorů tak celkové ekonomické prospěšnosti transakce ustupuje především zájem na ochraně minoritních akcionářů společnosti jakož i jejích stakeholders<sup>113</sup>.

Zastánci reglementace naproti tomu argumentují především právě ochranou minoritních akcionářů a jejich důvěry ve fungující kapitálový trh jako základního předpokladu fungování tohoto trhu. Pokud by totiž účastníci kapitálového trhu (investoři) neměli srovnatelné příležitosti (ideálním případem co do příležitostí rovného trhu je tzv. efektivní trh tak, jak byl popsán výše), snadno by důvěru v tento trh pozbyli a své prostředky by na něm neumístili. Cesta k funkčnímu kapitálovému trhu vede obvykle právě přes vyšší regulaci. Tak je tomu zejména v USA a ve Velké Británii. Zde převládá čistý princip nediskriminace mezi

---

<sup>111</sup> Čech/Dědič, str. 488.

<sup>112</sup> Dědič, str. 1836.

<sup>113</sup> Dědič, str. 1836.

akcionáři, a to i za cenu zvýšené nákladnosti nabídek převzetí<sup>114</sup>. To se projevuje kupříkladu tak, že je požadováno, aby protiplnění poskytovaná za účastnické cenné papíry nabyté prostřednictvím nabídky převzetí byla u všech, ať už velkých či malých, majoritních či minoritních, akcionářů cílové společnosti stejná, popř. srovnatelná či stejného charakteru.

Jak již bylo několikrát uvedeno v předchozím textu, úspěšnému převzetí akciové společnosti zpravidla padne za oběť dosavadní management. Tím je management společnosti pod stálou hrozbou snadného a levného (srov. výše tzv. leveraged buyouts) převzetí společnosti motivován k efektivnímu řízení společnosti, což naplňuje zájmy jak akcionářů – shareholders, tak stakeholders, a napomáhá to též efektivnímu využití zdrojů v ekonomice. To odpovídá výše naznačené koncepci market for corporate control. Na druhou stranu je třeba uvést, že stejná hrozba nepřátelského převzetí může způsobit, že se vedení společnosti příliš soustředí na hrozbu převzetí a jeho potenciální navrhovatele a nevěnuje tak dostatečnou pozornost svým každodenním úkolům v oblasti správy a řízení společnosti. Toto by mohlo ospravedlňovat existenci obranných opatření proti nabídkám<sup>115</sup>. Možnost užití obranného opatření proti případné nepřátelské nabídce převzetí totiž členům orgánů společnosti poskytuje jistotu setrvání ve funkcích a mělo by jim tak skýtat kýžený klid pro řízení a správu společnosti<sup>116</sup>. I k tomuto však existuje rub. Existuje zde totiž výše zmiňované nebezpečí, že obranných opatření bude využito výhradně v zájmu managementu společnosti, což je hlavním argumentem pro legislativní zakotvení zásady neutrality řídicích orgánů po dobu nabídky převzetí.

Je tedy zřejmé, že odpověď na otázku, jaká právní úprava nabídek převzetí je vhodná a jaká právní úprava zajistí nejlepší fungování kapitálového trhu jakož i celé ekonomiky, není jednoznačná. Lze přitom nalézt dostatečnou argumentační podporu jak ve prospěch podrobné úpravy nabídek převzetí tak v její neprospěch. To koneckonců dokládají i některé výše uvedené závěry a rozpory. Osobně jsem zastáncem menší regulace ekonomických vztahů, domnívám se však, že za dané situace je nutné jak v české ekonomice, tak i v rámci celé

---

<sup>114</sup> *Dědič*, str. 1836.

<sup>115</sup> K obranným opatřením a mechanismům – srov. dále.

<sup>116</sup> *Dědič*, str. 1836.

Evropské unie, právě vyšší měrou regulace nabídek převzetí dosáhnout efektivnějšího fungování trhu s kontrolou ve společnostech.

## **ODDÍL II. Evropská úprava ve světle americké reglementace**

### **II.1 Směrnice o nabídkách převzetí<sup>117</sup>**

Po dlouhých letech sporů byla v dubnu roku 2004 schválena a posléze publikována v Úředním věstníku EU směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2004/25/ES o nabídkách převzetí. Podle jejího čl. 22 nabyla účinnosti dne 20. května 2004, tj. 20 dní po jejím zveřejnění. Směrnice měla původně skutečně nést označení třináctá, orgány ES však na poslední chvíli pořadové číslo z názvu vypustily. Možná i to pomohlo k tomu, že návrh byl nakonec přijat. Lhůta pro transpozici směrnice uplyne, dle jejího čl. 21 odst. 1, 20. května 2006<sup>118</sup>.

Text směrnice o nabídkách převzetí vyznívá kompromisně<sup>119</sup>. Jak vyplývá z předchozího textu, expertní skupina se ve své Zprávě ztotožnila s řadou argumentů odpůrců návrhu směrnice. Ve Zprávě je totiž především zdůrazňována potřeba eliminace nerovných podmínek pro nabídky převzetí na evropských kapitálových trzích, tedy potřeba zajistit rovné hřiště pro nabídky převzetí v rámci EU. Směrnice proto v duchu obou, podle závěrů expertní skupiny pro vytvoření a existenci rovného hřiště (level playing field), klíčových zásad požaduje, aby o výsledku nabídky rozhodovali pouze akcionáři cílové společnosti, kterým je nabídka adresována (principle of shareholder decision-making), a to pouze za předpokladu současného dodržení proporcionality mezi podílem na základním kapitálu a na hlasovacích právech ve společnosti (principle of proportionality between risk-bearing capital and control)<sup>120</sup>. Ať již jsou výhody a ospravedlňující důvody mechanismů a struktur existujících v právu společností a odchylujících se od obou těchto klíčových principů jakékoliv, je nezbytné aby tyto mechanismy a struktury nemohly mařit popř. nadměrně bránit nabídkám převzetí nebo jejich úspěšné realizaci. V případě nabídky převzetí je možné obecně rozlišovat dvě stádia. První

---

<sup>117</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2004/25/ES o nabídkách převzetí.

<sup>118</sup> Čech/Dědič, str. 487 a násl..

<sup>119</sup> Srov.: Čech/Dědič, str. 490.

<sup>120</sup> Srov.: Čech/Dědič, str. 490.

stádium nabídky začíná v okamžiku kdy je nabídka oznámena. Akcionáři budou následně muset zvážit jak na nabídku reagovat. Otázkou v tomto stádiu může též být, zda uplatnit proti nabídce obranu resp. obranné opatření či nikoliv. Takováto obrana je obecně nazývána jako tzv. post-nabídková obrana (post-bid defence). Druhé stádium začíná po úspěšném ukončení nabídky. Navrhovateli v této fázi může být bráněno ve vykonávání kontroly ve společnosti, a to jak obrannými nástroji post-bid tak bariérami, jež existovaly před oznámením nabídky. Tyto později zmiňované bariéry jsou obecně nazývány jako pre-bid obrany. K zajištění aplikace obou klíčových principů v obou těchto stádiích je nutné, aby v každém stádiu našly uplatnění různé regulatorní přístupy. Přitom je nepochybné, že dosažení kýženého rovného hřiště (level playing field) je možné, pouze pokud budou platit taková pravidla, jež zajistí efektivní aplikaci obou klíčových principů v obou stádiích nabídek převzetí. Zejména druhé stádium se přitom jeví jako poměrně problematictější. Navrhovatel by totiž po úspěšné nabídce převzetí měl být schopen ve společnosti efektivně vykonávat kontrolu. Tomu mohou bránit právě některá smluvní omezení či ustanovení stanov, která byla přijata ještě před uveřejněním nabídky převzetí (tzv. pre-bid defence), a která vytvářejí disproporce mezi účastí akcionáře na rizikovém kapitálu a jeho vlivem na řízení společnosti<sup>121</sup>. Samotná směrnice pak problém rozdílného přístupu jednotlivých úprav k formám obrany proti nabídkám převzetí řeší cestou dočasné systace disproporčních ustanovení ve stanovách či ve smlouvách (čl. 11 směrnice)<sup>122</sup>.

Úprava obsažená ve směrnici je založena na **principu neutrality**, zakotveném v **čl. 9 směrnice**<sup>123</sup>. Od okamžiku, kdy řídicí orgány cílové společnosti obdrží záměr navrhovatele

---

<sup>121</sup> Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues related to takeover bids, ze dne 10. ledna 2002, zejména str. 29 a násl.

<sup>122</sup> Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues related to takeover bids, ze dne 10. ledna 2002, str. 29 a násl.; Čech/Dědič, str. 490 – 491.

<sup>123</sup> Čl. 9 směrnice nese označení: Povinnosti řídicího nebo správního orgánu cílové společnosti, a mj. se v něm uvádí: 1. 1. Členské státy zajistí, aby byla dodržována pravidla stanovená v odstavcích 2 až 5. 2. Během období uvedeného v druhém pododstavci získá řídicí nebo správní orgán cílové společnosti předběžné zmocnění valné hromady akcionářů vydané k tomuto účelu před provedením jakýchkoliv kroků, které by mohly vést ke zmaření nabídky, s výjimkou vyžádání alternativních nabídek, a zejména před vydáním jakýchkoliv akcií, které by mohlo trvale zabránit ovládnutí cílové společnosti předkladatelem nabídky. Toto zmocnění je povinné alespoň od okamžiku, kdy řídicí nebo správní orgán cílové společnosti obdrží údaje o nabídce uvedené v čl. 6 odst. 1 první

učinit nabídku převzetí (obdrží údaje o nabídce uvedené v čl. 6 odst. 1 první větě směrnice), až do okamžiku, kdy je výsledek nabídky zveřejněn nebo nabídka pozbude platnosti, se orgány společnosti musí zdržet jakýchkoliv kroků (zejména se musejí vystríhat takového vydání akcií, které by mohlo trvale zabránit ovládnutí cílové společnosti předkladatelem nabídky), které by mohly vést ke zmaření nabídky, ledaže k nim řídící nebo správní orgán cílové společnosti získá předběžné zmocnění valné hromady akcionářů vydané k tomuto účelu. Bez uvedeného předběžného zmocnění si mohou řídící a správní orgány společnosti pouze vyžádat alternativní nabídky (tzv. zásah bílého rytíře, resp. intervention of a white knight). Uvedené zmocnění však valná hromada nemůže orgánům udělit do zásoby (např. podle německého WpÜG, jež sice ve svém §33 odst. 1 povinnost neutrality – Neutralitätspflicht – obsahuje, v dalších odstavcích je však její význam značně oslaben, jsou tzv. Vorratsbeschlüsse široce možné – srovnej znění §33 odst. 2 WpÜG<sup>124</sup>). Není tedy možné orgány cílové společnosti zmocnit k obranným opatřením, dokud nejsou známy přesné parametry nabídky<sup>125</sup>. Každé rozhodnutí, které není součástí běžné činnosti společnosti a jehož provedení by mohlo vést ke zmaření nabídky, které bylo přijato před oznámením záměru navrhovatele učinit nabídku převzetí, a které nebylo dosud plně provedeno, musí navíc po oznámení záměru učinit nabídku (tedy od okamžiku platnosti principu neutrality) podle čl. 9 odst. 3 schválit nebo potvrdit valná hromada akcionářů. Směrnice navíc umožňuje, aby k získání uvedeného předběžného zmocnění, schválení nebo potvrzení členské státy přijmuly pravidla povolující svolání valné hromady akcionářů ve zkrácené lhůtě za podmínky, že se valná hromada nebude konat do dvou týdnů od podání oznámení. Z uvedeného vyplývá,

---

větě, až do okamžiku, kdy je výsledek nabídky zveřejněn nebo nabídka ztratí platnost. Členské státy mohou požadovat, aby bylo takové zmocnění získáno v dřívější fázi, například jakmile řídící nebo správní orgán cílové společnosti zjistí, že nabídku lze bezprostředně očekávat ... atd..

<sup>124</sup> §33 odst. 2 WpÜG stanoví: Ermächtigt die Hauptversammlung den Vorstand vor dem in Absatz 1 Satz 1 genannten Zeitraum (d.h. Nach Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots bis zur Veröffentlichung des Ergebnisses) zur Vornahme von Handlungen, die in die Zuständigkeit der Hauptversammlung fallen, um den Erfolg von Übernahmeangeboten zu verhindern, sind diese Handlungen in der Ermächtigung der Art nach im Einzelnen zu bestimmen. Die Ermächtigung kann für höchstens 18 Monate erteilt werden. Der Beschluss der Hauptversammlung bedarf einer Mehrheit, die mindestens drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals umfasst... usw.

<sup>125</sup> Čech/Dědič, str. 490 – 491; resp. Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues related to takeover bids, ze dne 10. ledna 2002, str. 27 a násl..



že povinnost neutrality se uplatní až od okamžiku, kdy orgány cílové společnosti obdrží oficiální sdělení navrhovatele o jeho záměru učinit nabídku převzetí<sup>126</sup>. Takováto konstrukce by však byla značně těžkopádná, neboť zásadně nepočítá s tím, že řídicí či správní orgán společnosti se o připravované nabídce převzetí může dozvědět i z jiných informačních zdrojů. Členské státy proto mohou dle čl. 9 odst. 2 směrnice in fine požadovat, aby bylo třeba získat zmocnění k obranným opatřením, resp. k uskutečnění jakýchkoliv kroků, které by mohly nabídku zmařit, již v dřívější fázi, například jakmile řídicí nebo správní orgán cílové společnosti zjistí, že nabídku lze bezprostředně očekávat. Takto je tato povinnost mj. upravena v článku 21.1 britského City Code<sup>127</sup>.

Aby existovala rovnováha mezi omezeními kladenými principem neutrality na post-bid obranná opatření a existencí nejrůznějších pre-bid bariér proti nabídkám převzetí, obsahuje směrnice ve svém čl. 11 veledůležité **pravidlo průlomu (break-through rule)**. Článek 11 směrnice o nabídkách převzetí, nazvaný: Zákaz omezení, tak umožňuje dočasně obnovit soulad mezi podílem akcionáře na základním kapitálu a hlasovacích právech, je-li tento podíl, resp. proporcionalita mezi těmito podíly ve společnosti narušena v důsledku existence disproporčních práv, či naopak omezení hlasovacích práv, jež plynou ze smluvních ujednání, včetně stanov<sup>128</sup>.

Čl. 11 tak především postihuje omezení převoditelnosti cenných papírů, omezení hlasovacích práv a cenné papíry s více hlasovacími právy. Ze směrnice v této souvislosti, a to plně v souladu s doporučeními obsaženými ve Zprávě expertní skupiny, vyplývá pro členské státy především povinnost zajistit, aby vůči předkladateli nabídky ve lhůtě pro její přijetí nebyla použita žádná omezení převodu cenných papírů uvedená ve stanovách cílové společnosti, jakož i ve smluvních ujednáních mezi cílovou společností a držiteli jejích cenných papírů

---

<sup>126</sup> Čech/Dědič, str. 490 – 491.

<sup>127</sup> Článek 21.1 City Code on Takeovers and Mergers doslova uvádí: During the course of an offer, or even before the date of the offer if the board of the offeree company has reason to believe that a bona fide offer might be imminent, the board must not, except in pursuance of a contract entered into earlier, without the approval of the shareholders in general meeting etc..

<sup>128</sup> Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues related to takeover bids, ze dne 10. ledna 2002, str. 29 a násl.; Čech/Dědič, str. 490 – 491.

nebo ve smluvních ujednáních mezi držiteli cenných papírů cílové společnosti, k jejichž uzavření došlo až po přijetí směrnice o nabídkách převzetí, tedy po 21. dubnu 2004. Podle pravidla průlomu obsaženého v čl. 11 směrnice pak na valné hromadě akcionářů, rozhodující o ochranných opatřeních proti navrhovateli, resp. proti nabídce převzetí (srov. čl. 9 směrnice), dochází k dočasnému pozbytí účinnosti (sistaci) veškerých omezení hlasovacích práv uvedených ve stanovách cílové společnosti, jakož i ve smluvních ujednáních mezi cílovou společností a držiteli jejích cenných papírů nebo ve smluvních ujednáních mezi držiteli cenných papírů cílové společnosti navzájem, k jejichž uzavření došlo až po přijetí směrnice, tedy po 21. dubnu 2004. S cennými papíry s vícenásobným hlasovacím právem je na valné hromadě akcionářů, která rozhoduje o obranných opatřeních proti nabídce převzetí, spojen pouze jeden hlas.

Obdobné pravidlo průlomu je koneckonců obsaženo i v čl. 11 odst. 4 směrnice. Pravidlo průlomu obsažené v tomto článku se vztahuje na první valnou hromadu akcionářů po uzavření nabídky, kterou svolal předkladatel nabídky, který po jejím skončení drží nejméně 75% základního kapitálu spojeného s hlasovacími právy (tzv. break-through threshold – hranice průlomu), za účelem změny stanov nebo odvolání či jmenování členů řídicího nebo správního orgánu. Na takovéto valné hromadě nelze použít ani zmiňovaná omezení převodu cenných papírů ani však žádná mimořádná práva akcionářů ohledně jmenování nebo odvolání členů řídicího nebo správního orgánu uvedená ve stanovách cílové společnosti. K tomuto účelu má předkladatel nabídky právo svolat valnou hromadu akcionářů ve zkrácené lhůtě za podmínky, že se nebude konat do dvou týdnů od oznámení. Z uvedeného vyplývá, že na rozdíl od čl. 11 odst. 3 směrnice se toto pravidlo průlomu (čl. 11 odst. 4) vztahuje též na zvláštní práva akcionářů týkající se jmenování či odvolání členů představenstva obsažená ve stanovách cílové společnosti. Jak stanoví směrnice ve čl. 11 odst. 3 a 4, cenné papíry s nimiž je spojeno více hlasovacích práv (multiple-vote securities; Mehrfachstimmrechte) by ovšem, jak pro účely valné hromady jež rozhoduje o obranných opatřeních v souladu s článkem 9, tak pro účely první valné hromady svolané navrhovatelem po ukončení nabídky za účelem změny stanov nebo jmenování a odvolání členů představenstva, měly inkorporovat toliko jeden

hlas<sup>129</sup>. Navzdory existujícím pre-bid bariérám vytvořeným k obraně společnosti by tak předkladatel nabídky, resp. navrhovatel, který dosáhne uvedené hranice průlomu v podílu na základním kapitálu cílové společnosti, měl být schopen jmenovat nové orgány společnosti a změnit její stanovy<sup>130</sup>.

Pokud akcionářům byla takto odňata práva, bude jim podle čl. 11 odst. 5 poskytnuto spravedlivé odškodnění za jakoukoliv ztrátu, kterou tímto utrpěli. Podmínky určování tohoto odškodnění a režim pro jeho výplatu stanoví členské státy. Členským státům se tímto ukládá povinnost upravit způsob a výši náhrady škody vzniklé v důsledku pravidla průlomu. Zpráva expertní skupiny přitom k náhradě škody uvádí, že subjektem, který by měl poskytnout případnou náhradu škody, která vznikla vlastníkům cenných papírů s disproporcími hlasovacími právy nebo zvláštními kontrolními právy v důsledku toho, že navrhovatel dosáhl hranice průlomu (break-through threshold) po obecné nabídce převzetí na všechny cenné papíry společnosti, by v žádném případě neměl být navrhovatel sám. Podle skupiny by totiž ztráta takovýchto zvláštních práv byla důsledkem veřejné volby v rámci EU a členských států, jež se vyslovila pro vytvoření rovného hřiště pro nabídky převzetí. I podle skupiny však mohou existovat výjimečné případy, kde je náhrada škody za ztrátu zvláštních kontrolních práv na místě a držitel těchto práv je navíc schopen vznik konkrétní škody prokázat.

Podle čl. 11 odst. 6 se pravidlo průlomu obsažené v odst. 3 a 4 navíc nevztahuje na cenné papíry, u nichž je omezení hlasovacích práv kompenzováno zvláštními finančními výhodami<sup>131</sup>. A dále pak podle článku 11 odst. 7 směrnice se pravidlo průlomu neuplatní na tzv. zlaté akcie (golden shares), o nichž a jejich souladu se Smlouvou o založení Evropských

---

<sup>129</sup> Srov. čl. 11 Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES ze dne 21. dubna 2004, o nabídkách převzetí.

<sup>130</sup> Srov. zejména: Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues related to takeover bids, ze dne 10. ledna 2002, str. 27 a násl.; *Čech/Dědič*, str. 490 – 491.

<sup>131</sup> Článek 11 odstavec 6 směrnice uvádí: Odstavce 3 a 4 se nepoužijí na cenné papíry v případě, že jsou omezení hlasovacích práv odškodněna zvláštním peněžním prospěchem; Article 11 paragraph 6 of the Directive: Paragraphs 3 and 4 shall not apply to securities where restrictions on voting rights are compensated for by specific pecuniary advantages; Artikel 11 Absatz 6 der Richtlinie: Die Absätze 3 und 4 gelten nicht für Wertpapiere, bei denen die Stimmrechtsbeschränkungen durch besondere finanzielle Vorteile ausgeglichen werden.

společenství (dále jen „Smlouva“) přísluší, rozhodnout Evropskému soudnímu dvoru. Již expertní skupina ve své Zprávě vyjádřila přesvědčení, že i v případě kdy jsou se zlatými akciemi drženy členskými státy spojena zvláštní kontrolní práva, i když Evropský soudní dvůr rozhodne tak, že tyto akcie neporušují ustanovení Římské smlouvy, by tato práva měla být uplatňována v souladu s principy veřejného a nikoliv soukromého práva. Směrnice pak v čl. 11 odst. 7 stanoví, že pravidlo průlomu, jakož i celý článek 11, se neuplatní tam, kde členské státy drží cenné papíry v cílové společnosti, jež svěřují členským státům zvláštní práva, která jsou v souladu se Smlouvou, a dále, že se článek 11 neuplatní na družstva a také na zvláštní práva upravená národním právním řádem, která jsou rovněž v souladu se Smlouvou<sup>132</sup>.

Oba shora popsané a zároveň klíčové články směrnice o nabídkách převzetí, tedy čl. 9 a čl. 11, představují ona, ve Zprávě expertní skupiny zmiňovaná, pravidla jež v evropské úpravě v kontextu nabídek převzetí specifikují oba, pro vytvoření a existenci rovného hřiště (level playing field for takeover bids), klíčové principy – principle of shareholder decision-making a principle of proportionality between risk-bearing capital and control<sup>133</sup>. Aplikace obou principů a z nich vycházejících ustanovení o povinnosti neutrality (čl. 9) a pravidle průlomu (čl. 11) je však ve směrnici výrazně limitována zvláštním kompromisem, který spočívá v právu volby obsaženém v článku 12: Nepovinná ujednání (Article 12 – Optional arrangements; Artikel 12 – Freiwillige Regelungen).

K přijetí úpravy obsažené v článku 12 došlo zejména pod tlakem obav některých států z vlny nepřátelských převzetí společností se sídlem na jejich území<sup>134</sup>. Mezi členské státy, které se cítily v důsledku aplikace principu neutrality nejvíce ohrožené přitom, jak již bylo uvedeno výše, patřilo zejména Německo. Ustanovení čl. 12 členským státům dovoluje, aby si vyhradily právo nepožadovat, aby společnosti se sídlem na jejich území, aplikovaly čl. 9 odst.

---

<sup>132</sup> Srov. čl. 11 Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES ze dne 21. dubna 2004, o nabídkách převzetí.

<sup>133</sup> Skupina ve zprávě uložila specifikovat oba principy v podrobnějších pro členské státy závazných pravidlech. Skupina přitom zkoumala dva možné přístupy pro tvorbu těchto pravidel tj. jednak obecnou aplikaci obou těchto principů a jednak jejich aplikaci toliko v kontextu nabídek převzetí.

<sup>134</sup> Obdobně: Čech/Dědič, str. 490 – 491.

2 a 3 o povinnosti neutrality a/nebo článek 11 o pravidle průlomu. Ze směrnice však i pro tyto státy vyplývá povinnost zaručit společnostem se sídlem na jejich území vratnou možnost použití čl. 9 odst. 2 a 3 nebo článku 11. Případné rozhodnutí společnosti o aplikaci předmětných článků směrnice (tzv. right to opt in) lze tedy kdykoliv změnit a použití ustanovení o povinnosti neutrality a pravidle průlomu znovu vyloučit (tzv. right to opt out). Takovéto rozhodnutí společnosti o tom, že se podřídí pravidlům o povinnosti neutrality a o pravidle průlomu, musí přijmout valná hromada akcionářů v souladu s vnitrostátními právními předpisy členského státu, ve kterém má společnost sídlo, a v souladu s pravidly platnými pro změnu stanov. Směrnice přitom ukládá, aby toto rozhodnutí bylo především sděleno dozorčímu orgánu členského státu, ve kterém má společnost sídlo, jakož i všem dozorčím orgánům členských států, ve kterých jsou cenné papíry přijaty k obchodování na regulovaných trzích nebo ve kterých bylo o takové přijetí požádáno<sup>135</sup>. V režimu směrnice tak pravděpodobně budou existovat jak společnosti, které princip neutrality a pravidlo průlomu aplikují a dodržují, a jejichž případné nepřátelské převzetí bude tedy snazší, tak společnosti, které se uvedeným povinností nepodřídí (a to zejména v důsledku právní úpravy ve státě sídla, která jim to v souladu s čl. 12 odst. 2 směrnice umožní), a jejichž převzetí bude tedy v důsledku široké možnosti užití jak pre-bid tak post-bid obranných mechanismů ztíženo.

Nutno však doplnit, že směrnice zároveň v čl. 12 odst. 3 členským státům umožňuje osvobodit společnosti, které používají čl. 9 odst. 2 a 3 a/nebo článek 11, od používání těchto článků a umožnit jim tak užití obranných opatření proti nabídce převzetí, pokud se stanou předmětem nabídky podané společností, která nepoužívá tato stejná ustanovení, nebo společností, kterou taková společnost přímo či nepřímo ovládá, v souladu s článkem 1 směrnice 83/349/EHS. Každé takovéto obranné opatření však dle čl. 12 odst. 5 vyžaduje zmocnění valné hromady akcionářů cílové společnosti, které musí být uděleno nejdříve osmnáct měsíců před zveřejněním nabídky<sup>136</sup>. V této souvislosti bych rád upozornil na

---

<sup>135</sup> Srov. čl. 12 odst. 1 a 2 Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES ze dne 21. dubna 2004, o nabídkách převzetí.

<sup>136</sup> Ustanovení má nepochybně původ v německé úpravě tzv. obran do zásoby (Vorratsbeschlüsse über Abwehrmaßnahmen) podle §33 odst. 2 WpÜG. Jak dovozuje P. Čech v knize Evropské právo společností, BOVA POLYGON, 2004, str. 491, zástupci Spolkové republiky tak zřejmě chtěli dosáhnout takového efektu,

chybnou formulaci v českém překladu směrnice. Doslovné znění české verze čl. 12 odst. 5 uvádí: „ Každé opatření používané v souladu s odstavcem 3 vyžaduje zmocnění valné hromady akcionářů cílové společnosti, které musí být uděleno nejdříve **osmnáct měsíců po zveřejnění nabídky** v souladu s čl. 6 odst. 1.“ Naproti tomu anglické znění směrnice uvádí: „ Any measure applied in accordance with paragraph 3 shall be subject to the authorisation of the general meeting of shareholders of the offeree company, which must be granted no earlier than **18 months before the bid was made public** in accordance with Article 6(1).“ Z anglického znění tedy vyplývá, že ono zmocnění valné hromady musí být uděleno, což je i logické, nejdříve 18 měsíců **před** a nikoliv tedy až po zveřejnění nabídky! To koneckonců dokládá i německý text směrnice: „ Maßnahmen, die in Anwendung des Absatzes durchgeführt werden sollen, bedürfen der Ermächtigung durch die Hauptversammlung der Aktionäre der Zielgesellschaft, die frühestens **18 Monate vor der Bekanntmachung des Angebots** gemäß Artikel 6 Absatz 1 ergehen darf.“

Čl. 1 směrnice pak vymezuje oblast její působnosti. Směrnice se podle něj vztahuje na nabídky převzetí u cenných papírů společností, které se řídí právem členského státu, pokud jsou všechny nebo některé tyto cenné papíry přijaty k obchodování na regulovaném trhu ve smyslu směrnice 93/22/EHS v jednom nebo více členských státech. Dosah působnosti směrnice však, jak již bylo uvedeno v části 2 této práce, výrazně omezuje ustanovení čl. 2 odst. 1 písm. e) směrnice. Ustanovení směrnice se totiž budou vztahovat pouze na cenné papíry tak, jak jsou vymezeny právě v tomto článku. Cennými papíry ve smyslu „třinácté“ směrnice jsou převoditelné cenné papíry spojené s hlasovacím právem ve společnosti (v anglickém textu směrnice: „securities shall mean transferable securities carrying voting rights in a company“; v německém textu směrnice: „Wertpapiere sind übertragbare Wertpapiere, die Stimmrechte in einer Gesellschaft verleihen“). Z oblasti působnosti směrnice jsou tím vyňaty především akcie bez hlasovacího práva, včetně prioritních akcií, jakož i cenné papíry zastupující akcie, tedy výše zmiňované ADR či GDR<sup>137</sup>. Toto má, jak uvádí P. Čech<sup>138</sup>,

---

aby obrany proti nabídkám činěným německými navrhovateli nebyly tvrdší než ty, které mají k dispozici sami tito navrhovatelé.

<sup>137</sup> Čech/Dědič, str. 491.

<sup>138</sup> Čech/Dědič, str. 492.

zásadní význam pro celou řadu povinností plynoucích ze směrnice. Mj. při aplikaci zásady nediskriminace, jež je zakotvena v čl. 3 odst. 1 písm. a) směrnice, se bude tato zásada vztahovat pouze na vlastníky „cenných papírů“ cílové společnosti ve výše uvedeném smyslu. Obdobně při aplikaci ustanovení čl. 5 odst. 1 směrnice o povinné nabídce převzetí se bude povinnost ovládající osoby učinit nabídku převzetí týkat „pouze“ všech vlastníků „cenných papírů“ cílové společnosti ve smyslu čl. 2 odst. 1 písm. e) směrnice<sup>139</sup>.

## II.2 Úprava ve Spojených státech amerických

Úprava nabídek převzetí na území Spojených států je rozdělena mezi úpravu federální a právní úpravu v kompetenci jednotlivých států unie.

**Federální úprava** je představována především Williams Act, jenž byl přijat v roce 1968 a jenž byl konstruován tak, aby SEC a soudům poskytl pravomoc k řešení problémů, k nimž při nabídkách převzetí dochází. Williams Act si kladl za cíl regulovat především chování navrhovatelů nepřátelských nabídek tak, aby akcionáři nemohli být přinuceni k uspěchanému a neuváženému rozhodnutí kvůli nedostatku informací. Ačkoliv prvotní podnět pro zákonnou úpravu vyšel ze strany řídicích orgánů společností, které se cítily být ohroženy vlnou nabídek převzetí, resp. které byly nabídkami přímo zasaženy, SEC a Kongres zaujali stanovisko, že cílem regulace má být především ochrana drobných akcionářů a investující veřejnosti. Rovněž americké soudy při interpretaci Williams Act zohledňují především skutečnost, zda jejich rozhodnutí povede k ochraně minoritních akcionářů a investující veřejnosti. Williams Act doplnil do Securities Exchange Act (SEA) z roku 1934 několik nových ustanovení. Z těchto ustanovení jsou na nabídky převzetí přímo aplikovatelné §13(d) a §§ 14(d) a (e). Základní požadavky federální úpravy obsažené v ustanoveních Williams Act a v pravidlech přijatých SEC k jejich provedení, které jsou kladeny na nabídky převzetí, je přitom třeba vztáhnout nejen na nabídky, kde navrhovatel je třetí stranou, nýbrž i na nabídky, kde navrhovatelem je sám emitent cenných papírů, resp. sama cílová společnost (podle americké úpravy, na rozdíl od úprav evropských, je totiž nabývání vlastních akcií, cenných papírů

---

<sup>139</sup> Čech/Dědič, str. 492.

zásadně možné a také zcela běžné – patří dokonce mezi standardní instrumenty sloužící jako hojně užívaná obrana proti nabídkám<sup>140</sup>).

Federální úprava je, pokud se jedná o vztah mezi navrhovatelem a řídicím orgánem cílové společnosti, v zásadě neutrální, přičemž vzbuzuje zdání, že přenechává rozhodnutí o ovládnutí společnosti jejím akcionářům. V tomto smyslu existuje také řada ustanovení Williams Act a pravidel SEC, která byla přijata právě z důvodu omezení diskrece řídicího orgánu cílové společnosti při obraně proti nepřátelské nabídce převzetí. Tak například podle Pravidla 14d-5 je statutární orgán cílové společnosti povinen předat navrhovateli seznam akcionářů nebo mu jej alespoň zaslat poštou. Dalším způsobem kontroly statutárního orgánu je Pravidlo 14d-9, jež po každém, včetně cílové společnosti či jejím statutárním orgánem, kdo akcionářům cílové společnosti učiní jakoukoliv výzvu či doporučení týkající se nabídky převzetí, požaduje, aby SEC zaslal či předal formulář Schedule 14D-9. Ve formuláři je pak předmětná společnost mj. povinna uvést, zda probíhají či neprobíhají jednání o obranných opatření – fúze, akvizice, zcizení aktiv, obranné nabídky převzetí, či obranné restrukturalizace. Představenstvo cílové společnosti však do té doby, dokud nedojde k uzavření konkrétní smlouvy, nemá povinnost odtajnit projednávané podmínky obranných transakcí ani subjekty mezi nimiž jsou jednání vedena, pokud má zato, že takovéto oznámení by mohlo ohrozit výsledek jednání. Pravděpodobně nejdůraznější formou regulace obranných opatření stanovením oznamovací povinnosti společnosti, resp. jejích orgánů je Pravidlo 14e-2, které po cílové společnosti požaduje buď (a) veřejné stanovisko k nabídce převzetí – doporučení přijetí či doporučení odmítnutí nabídky, nebo (b) nevyjadřovat žádný názor (de facto zaujmout neutrální postoj), popř. (c) vyjádření, že za současné situace není schopna relevantní stanovisko zaujmout.

---

<sup>140</sup> Obranné nabídky převzetí (defensive tender offers), kde navrhovatelem je sám emitent účastnických cenných papírů, resp. cílová společnost při probíhající nepřátelské nabídce převzetí jsou v USA upraveny především pravidly 13e-1 a 13e-4 (které vydala SEC v roce 1986 spolu s pravidlem 14e-1) a podléhají v zásadě obdobným pravidlům jako nabídky při nichž je navrhovatelem třetí osoba, tedy pravidlům 14D a 14E. Emitent, jež je při uvedené nabídce v pozici navrhovatele má vůči SEC podle 13e-1 rozsáhlou oznamovací povinnost a musí SEC mj. zaslat formulář Schedule 13E-4. Je nutno podotknout, že SEC vícekrát doporučila, aby Kongres nabídky převzetí činěné emitentem, resp. cílovou společností v obraně proti pokusům o nepřátelské převzetí zakázal. Srovnej: Thomas Lee Hazen: *The Law of Securities Regulation*, Hornbook, 3. vydání, 1996, str. 643 a násl..



Úprava na státní úrovni<sup>141</sup> je představována více než 30 různými zákony o nabídkách převzetí. Tyto zákony představují různorodou, neharmonizovanou materii, která byla v jednotlivých státech přijata především jako významný důsledek soutěžení právních řádů jednotlivých států (statute shopping) již v průběhu šedesátých a sedmdesátých let minulého století. Těchto zákonů byly postupně přijaty až tři generace. V případě státní úpravy, na rozdíl od výše popsané úpravy federální, to však nebyla ochrana investorů, co motivovalo zákonodárce k přijímání těchto zákonů. Ve většině případů došlo k přijetí jednotlivých státních zákonů o nabídkách převzetí alespoň zčásti za účelem ochrany stávajícího statutárního orgánu místní cílové společnosti, ale také zaměstnanců místních cílových společností, které by jinak představovaly snadný cíl k převzetí. Pro jejich odstrašující působení na potenciální navrhovatele se těmto zákonům také někdy s oblibou říká tzv. „shark repellent acts“. Státní úprava je tedy, spíše než-li doplněním úpravy federální, překážkou a zábranou zpomalující či dokonce znemožňující realizaci jakékoliv transakce. Federální legislativa ztělesněná ve Williams Act se pokouší nastolit rovnováhu mezi snahou o informovanost a ochranu investorů na jedné straně a obavami z odlivu příliš velkého počtu potenciálních navrhovatelů nabídek převzetí z kapitálového trhu. Velká většina státních úprav naproti tomu zašla příliš daleko v intencích odrazování potenciálních navrhovatelů od participace na trhu s kontrolou ve společnostech. Nejvyšší soud Spojených států však v tomto směru zaujal rázné stanovisko, když v rozsudku *Edgar v. MITE* konstatoval, že pokud jsou omezení kladená na nabídky převzetí státní úpravou příliš velká a pokud se jeví být v rozporu se základním duchem Williams Act, nezbyvá než prohlásit takovéto státní zákony za neplatné pro rozpor s federální právní úpravou, neboť tyto zákony pak kladou na vzájemný obchod mezi státy federace protiústavní břemeno (rozpor s tzv. commerce clause). Ačkoliv existují některé základní společné rysy státních úprav nabídek převzetí, skutečností nadále zůstává značná různorodost úpravy v komplexním měřítku. To má za následek, že splnění všech požadavků celé řady různých státních zákonů představuje pro navrhovatele významnou překážku. Z výše uvedeného je tedy patrné, že zatímco úprava vztahu mezi navrhovatelem a akcionáři cílové společnosti byla v USA přenechána převážně federální

---

<sup>141</sup> Srovnej blíže: Thomas Lee Hazen: *The Law of Securities Regulation*, str. 670 a násl.; Robert B. Thompson: *Takeover Regulation after the Convergence of Corporate Law*; David L. Ratner: *Securities Regulation*, str. 115-119; Cox, Hillman, Langevoort: *Securities Regulation – Cases and materials*, str. 991 a násl..

úpravě, státní úpravy se naopak zaměřují na vztah mezi akcionáři a statutárním orgánem cílové společnosti.

Jak již bylo uvedeno výše, v rozsudku *Edgar v. MITE*, jenž znamenal mj. konec éry první generace státních zákonů o nabídkách převzetí, prohlásil Nejvyšší soud, že zákon přijatý v Illinois byl protiústavní pro rozpor s tzv. commerce clause, neboť jeho úprava měla jednak extraterritoriální účinky a jednak tato úprava především při zohlednění úpravy obsažené ve Williams Act nadměrně omezovala mezistátní obchod. Druhá generace státních zákonů, mající kořeny v rozsudku *Edgar v. MITE*, se dá rozdělit na dvě kategorie. V první a daleko významnější kategorii se zákonné úpravy nabídek převzetí v jednotlivých státech zaměřily na úpravu vnitřních záležitostí a vztahů společnosti. Úprava se tak přesouvala do obchodních zákoníků upravujících jednotlivé formy korporací a dopadala pouze na společnosti založené podle práva předmětného státu, přičemž měla podobu regulace hlasovacích práv osob, které nabyly určité procento emitovaných akcií, spíše než-li podobu administrativních překážek. Tyto zákony byly údajně namířeny především proti donucujícím či nátlakovým aspektům nabídek převzetí, a to především tzv. dvoustupňových nabídek (two-tiered bids). Mezi těmito zákony tak nejčastější podobu regulace chování navrhovatele představovaly tzv. „control share acquisition statutes“, které upíraly hlasovací práva těm navrhovatelům, kteří při nabídce překročili některou ze stanovených hranic podílu na emitovaných akciích (např. 20 %) cílové společnosti, pokud a dokud nebylo akcionářům cílové společnosti jako celku zároveň umožněno učinit nezávislé rozhodnutí o přiznání takovýchto hlasovacích práv navrhovateli na valné hromadě konané v průběhu 50 dnů po dosažení zákonem stanovené hranice. Tento přístup k úpravě, nazývaný též přístup podle státu Indiana (Indiana approach), představující nic jiného než další posílení ochrany proti nepřátelským převzetím, tak pro státní úpravy nabídek převzetí charakteristické, však nenásledovaly některé významné úpravy. Především státy Delaware a New York, tedy dva státy, v nichž má své statutární sídlo, resp. podle jejichž právního řádu byl založen největší počet společností kótovaných na Newyorské burze (NYSE), zvolily úpravu jež sice navrhovatele případné nabídky v nabývání akcií s hlasovacími právy cílové společnosti nijak neomezuje, nicméně mu explicitně zakazuje uskutečnit s cílovou společností po určitou dobu (lhůty jsou v řádu let) po nabídce převzetí fúzi. To má mj. za následek, že navrhovatel nabídky není posléze ani schopen využít aktiv cílové společnosti k zajištění financování nabídky.

Jakoby nad rámec uvedených státních zákonných úprav nabídek převzetí, byla společnostmi na podkladě tradičních ustanovení práva společností v jednotlivých státech federace vytvořena řada obranných opatření proti nabídkám. Spory o tato obranná opatření se pak obecně zaměřily na otázku, zda byl statutární orgán cílové společnosti k těmto opatřením ve světle tzv. „business judgement rule“ oprávněn, nebo zda tato opatření byla primárně motivována především vlastními zájmy statutárního orgánu na setrvání ve funkci. Soudy státu Delaware, v němž k uvedeným sporům docházelo nejčastěji, pak vyvinuly tzv. „proportionality test“, resp. „threshold test“, podle něž museli členové statutárního orgánu cílové společnosti prokázat (tedy unést důkazní břemeno), že (a) měli dostatečné důvody být přesvědčeni o tom, že z důvodu nabytí vlastnictví akcií jinou osobou by existovalo reálné nebezpečí zájmům a efektivnímu fungování společnosti, a že (b) obranné(á) opatření bylo(a) přiměřené(á) předmětné hrozbě. Bylo tomu tak poprvé v případě **Unocal v. Mesa Petroleum**, jež je dodnes rozsudkem, který definuje rozsah soudního přezkumu nabídek převzetí v USA, kdy Nejvyšší soud státu Delaware jednoznačně vyjádřil vůli zakotvit pravidla soudního přezkumu, jež půjdou nad rámec podřízenosti business judgement rule, a jež se budou odvíjet právě od možného střetu zájmů v případě obrany proti nabídce převzetí. Právě kvůli nebezpečí, že představenstvo cílové společnosti může jednat primárně ve svém vlastním zájmu, spíše než-li v zájmu společnosti či jejích akcionářů, bylo třeba zaměřit pozornost na zvýšenou svěřeneckou povinnost představenstva, resp. povinnost péče vůči cílové společnosti, jež jako taková vyžaduje soudní přezkum nabídky převzetí před samotnou aplikací business judgement rule. Soud však zároveň uvedl, že se v žádném případě neztotožňuje s později široce zastávaným názorem, podporovaným mj. uznávanými akademiky Frankem Easterbrookem a Danem Fischelem<sup>142</sup>, aby právní úprava ponechala sledování a kontrolu statutárního orgánu cílové společnosti plně na trhu s kontrolou ve společnostech, s tím, že by úprava měla požadovat pasivitu, resp. neutralitu statutárního orgánu v případě nepřátelské nabídky převzetí. Soud tedy výslovně odmítl princip „pasivity“<sup>143</sup> a opětovně potvrdil právo

---

<sup>142</sup> Frank H. Easterbrook, Daniel R. Fischel: „The Proper Role of Target's Management in Responding to a Tender Offer“, 1981.

<sup>143</sup> Pod tímto v americké literatuře užívaným termínem – „passivity principle“ – je třeba rozumět nic jiného než princip neutrality v té podobě, v jaké se objevuje v britské, ale obecně, koneckonců pod vlivem britské úpravy, též v ostatních evropských úpravách nabídek převzetí.

statutárního orgánu, jednajícího jako zástupce akcionářů, k užití obranných opatření, a to i přes nebezpečí uvedeného konfliktu zájmů. V případě, že obhajoba unese důkazní břemeno a členové statutárního orgánu cílové společnosti prokáží v tzv. „proportionality test“, resp. „threshold test“ či „Unocal test“, že měli jednak dostatečné důvody být přesvědčeni o tom, že z důvodu vlastnictví akcií jinou osobou by existovalo reálné nebezpečí zájmům a efektivnímu fungování společnosti, a zároveň, že obranná opatření byla přiměřená předmětnému nebezpečí, přesouvá se tedy ono důkazní břemeno na žalobce a dochází k uplatnění business judgement rule. Posléze se však v této souvislosti objevila oprávněná polemika. Otázkou totiž je, jak by žalobce mohl své břemeno pod business judgement rule vůbec unést, pokud statutární orgán již předtím podle Unocal testu unese své důkazní břemeno<sup>144</sup>. V opačné situaci, tedy pokud představenstvo své důkazní břemeno podle Unocal testu neunese, však bude mít představenstvo nadále možnost pokusit se prokázat opodstatněnost provedených opatření. Některé průzkumy dokonce poukazovaly na skutečnost, že aplikace uvedených pravidel, resp. „testu“ téměř nikdy nevede k prohlášení obranných opatření za neplatná, a co více, že soudy v samotném státě Delaware po zavedení Unocal testu rozhodovaly stále menší množství sporů ve věci nabídek!

Některá z obranných opatření<sup>145</sup> vyvolala otázky ohledně optimálního nastavení rozhraní mezi státním právem společností a federálním právem cenných papírů. Tak právě v případě Unocal, potvrdil Nejvyšší soud státu Delaware podle tamního práva společností platnost takové proti-nabídky, jež byla cílovou společností učiněna všem akcionářům vyjma navrhovatele. Teprve následně přijala SEC pravidla (za účelem provedení ustanovení §§ 14(d) a 13(e)), podle nichž se musí nabídka vztahovat na všechny vlastníky cenných papírů daného druhu, tedy tzv. „ALL HOLDERS RULES“. Další oblast rozporů mezi státní a federální úpravou se projevila ve vztahu k úpravě hlasovacích práv. I v USA totiž existovala a nadále existuje celá řada společností, které užívají pre-bid obranu proti nepřátelským převzetím v podobě akcií bez hlasovacích práv, akcií s více hlasovacími právy nebo omezení počtu hlasovacích práv připadajících jednomu akcionáři, popř. bránění akcionářům v uplatnění hlasovacích práv po určitou dobu vlastnictví akcií. Tato omezení se dostala do konfliktu

---

<sup>144</sup> Robert B. Thompson: Takeover Regulation after the Convergence of Corporate Law, str. 330.

<sup>145</sup> Srov. dále.

s pravidly newyorské burzy cenných papírů (NYSE), která kotaci takových cenných papírů, jakými jsou akcie bez hlasovacích práv nebo jež se jinak odchyľují od zásady „ONE SHARE, ONE VOTE<sup>146</sup>“, nedovolují. Společnosti kótované na NYSE pak na burzu vyvíjely tlak, aby svá pravidla v tomto ohledu změnila. Burza v reakci nato zaslala SEC návrh úpravy, podle něhož mělo být kótovaným společnostem umožněno, aby emitovaly též cenné papíry nesoucí disproporční hlasovací práva, pokud došlo k jejich schválení statutárním orgánem a „veřejnými“ akcionáři společnosti. SEC však s návrhem NYSE nesouhlasila a raději sama přijala pravidlo, jež po všech burzách v USA, jakož i po trhu NASDAQ<sup>147</sup> požadovalo, aby ukončily registraci všech akcií společností, které učinily jakékoliv kroky či opatření směřující k vyloučení, omezení, nebo disproporčnímu zvýšení či snížení hlasovacích práv připadajících na jednu akcii. Platnost uvedeného pravidla však byla několikrát napadnuta. Konečně v roce 1990 bylo pravidlo soudem zrušeno, jakožto pokus SEC upravovat vnitřní vztahy ve společnosti, tedy užití pravomoci, kterou Kongres SEC nikdy nesvěřil. Jakkoliv uvedené pravidlo již neobsahuje zákonná úprava, hlavní burzovní trhy i NASDAQ následně přijaly jednotná pravidla významně omezující případy, v nichž je možné vydat cenné papíry s disproporčními hlasovacími právy.

### II.3 Problematika rovného hřiště mezi EU a USA<sup>148</sup>

Vedle zkoumání nezbytných předpokladů pro existenci rovného hřiště pro nabídky převzetí v rámci EU, je stále větší pozornost věnována též problematice rovného hřiště mezi EU a USA, tedy tzv. global level playing field. Již v debatách, které nakonec vedly k zamítnutí návrhu směrnice z roku 2001, přitom zazněly argumenty, že návrh směrnice nevytváří, resp. neposkytuje dostatečnou garanci existence globálního rovného hřiště mezi EU a USA. Evropské společnosti by byly striktní aplikací čl. 9 návrhu směrnice kriticky omezeny (koneckonců stejně tomu však bude i při důsledné aplikaci platné 13. směrnice – k tomu viz výše) v možnostech obrany proti nabídkám převzetí, zatímco americké společnosti by mohly za účelem své obrany proti nabídkám převzetí využívat řadu obranných nástrojů. Bývá proto často argumentováno, že americký právní režim představuje model, jež je žádoucí i v Evropě.

---

<sup>146</sup> „Jedna akcie, jeden hlas“.

<sup>147</sup> NASDAQ je tzv. OTC (Over the Counter) trhem na území Spojených států amerických.

<sup>148</sup> Tzv. Global level playing field.

Především je třeba upozornit na skutečnost, že v USA, jak jsem již naznačil výše, neexistuje jednotná úprava aplikovatelná na nabídky převzetí. Právo společností je zde záležitostí úpravy jednotlivých států a tyto úpravy se přitom mezi sebou velmi významně liší. Federální úprava cenných papírů a kapitálového trhu má přitom ve vztahu k možnostem společností bránit se proti nabídkám převzetí pouze omezený význam. Důsledkem toho je skutečnost, že neexistuje dokonce ani jednoznačné rovné hřiště pro nabídky převzetí v rámci USA samotných (lack of clear level playing field within the U.S.). Pravdou je, že řídicí orgány amerických společností mají obecně širokou diskreci zda uplatnit defenzivní nástroje či nikoliv, a to v souladu s tzv. business judgement rule, jež byla v některých státech pro účely nabídek převzetí modifikována – srovnej výše. Může přitom dojít k zapojení nejrůznějších druhů obranných opatření, mj. poison pills, prodej cenných aktiv (crown jewels), greenmail, kontrolní klauzule, zlaté padáky. Představenstvo musí dodržovat neutralitu, resp. se zdržet veškerých jednání, která by mohla vést k zmaření nabídky, pouze pokud se rozhodlo, že společnost je vhodná k prodeji a že je naopak zapotřebí proces, který umožní výběr mezi dvěma nebo více konkurujícími si navrhovateli. V takovém případě pak jedinou povinností představenstva bude zajistit, aby cena placená akcionářům za jejich účastnické cenné papíry byla tou nejvyšší možnou. Mnoho států USA přijalo zákony, které umožňují představenstvu, aby při rozhodování o tom, jak na nabídku reagovat zvažilo též jiné zájmy (s výjimkou zájmů představenstva) než zájmy akcionářů, a dále také zákony, které navrhovateli zakazují zapojit společnost do určitého typu slučování podniků dokud navrhovatel nedosáhne určité hranice podílu na hlasovacích právech spojených s akciemi společnosti. Některé z těchto zákonů byly americkými soudy prohlášeny za protiústavní či za předpisy v rozporu s federálním právním pořádkem, jiné jsou naproti tomu dodržovány a v praxi široce aplikovány. Americká soudní praxe však obecně ukládá významné důkazní břemeno, které spočívá v doložení skutečnosti, že opatření, jež byla učiněna řídicími orgány společnosti jsou v nejlepším zájmu společnosti, a že veškeré povinnosti jež v této souvislosti vznikly mohou sami akcionáři efektivně vymoci.

Hned z několika významných důvodů však není vhodné americký model následovat též v Evropě. Tento názor koneckonců vyjádřila ve své Zprávě rovněž expertní skupina<sup>149</sup>.

Široká diskrece řídicích orgánů amerických společností, zda užít v případě nabídky obranných mechanismů či nikoliv, je totiž v USA uplatňována v právním prostředí a prostředí kapitálového trhu, které se od prostředí evropského význaně liší. Americké řídicí orgány jsou přitom podrobeny daleko většímu tlaku na zvyšování tzv. hodnoty pro akcionáře (shareholder value) než jsou obvykle jejich evropské protějšky. Jsou posuzovány především podle výsledků, jichž dosahují kursy popř. ceny účastnických cenných papírů na kapitálových trzích. Zatímco tak sice mohou navrhovatele „přátelské“ nabídky převzetí jednoduše odmítnout, resp. se posléze pokusit jeho nabídku odvrátit (ač často bezúspěšně), jsou při své činnosti pod neustálým a vysokým tlakem ze strany nižšího managementu společnosti, investičních bank a především institucionálních investorů. Jejich jednání, a to nejen po dobu závaznosti nabídky, ale rovněž v době mimonabídkové, je přitom především v důsledku aplikace zákonných pravidel transparency velmi dobře kontrolovatelné a sledovatelné. Konečně, v USA je zároveň obecně velice snadné uplatnit odpovědnost řídicích orgánů žalobou před soudy. Žaloby na odpovědnost řídicích orgánů jsou v americké praxi práva společností běžným jevem. Ačkoliv v USA tedy platí modifikovaná business judgement rule, riziko či odpovědnost je v případě členů řídicích orgánů amerických společností daleko vyšší než u členů řídicích orgánů společností evropských. Je třeba totiž nezapomínat na skutečnost, že americká jurisdikce je daleko otevřenější vůči všem žalobám tohoto typu a v obecné rovině je také mnohem lépe připravena na nejrůznější soudní řízení v souvislosti s nabídkami převzetí než soudní systémy v Evropě.

Relativně široká možnost rozhodnout o obranném opatření proti nabídce převzetí, daná řídicímu orgánu společnosti, vedla k tomu, že řada nabídek byla zmařena, resp. byla neúspěšná, či nebyla nakonec vůbec učiněna. I přesto je však aktivita na trhu s kontrolou ve společnostech ve Spojených státech, resp. četnost realizace převzetí na amerických kapitálových trzích velmi intenzivní a tvoří neodmyslitelnou součást tamních finančních a ekonomických struktur. Nepřátelské nabídky převzetí (tj. nabídky převzetí, které nebyly

---

<sup>149</sup> Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues related to takeover bids, str. 39 a násl..

odsouhlaseny řídicími orgány cílové společnosti) jsou činěny velmi často, pod tlakem právního systému a kapitálového trhu se přitom v pozdějším stádiu zpravidla stanou nabídkami přátelskými (tj. takovými, při nichž řídicí orgán, resp. představenstvo cílové společnosti nabídku svým akcionářům doporučí nebo přinejmenším ukončí opozici vůči ní).

Jak ukazují statistická data za nedávno uplynulé období, tak i evropské společnosti z velké nabídkové aktivity na amerických kapitálových trzích významně těží.

Přeshraniční fúze a akvizice uskutečněné evropskými společnostmi<sup>150</sup> (zdroj: OECD, 2005)

(Údaje v miliardách amerických dolarů)

Rok	Celkem	Cílové společnosti se sídlem v Evropě		Cílové společnosti se sídlem v USA či Kanadě	
1995	93,4	53,9	57,7%	38,1	40,8%
1996	112,0	48,0	42,9%	53,4	47,7%
1997	158,1	83,9	53,1%	55,4	35,1%
1998	352,1	137,4	39,0%	171,9	48,8%
1999	553,0	282,2	51,0%	203,5	36,8%
2000	725,7	365,2	50,3%	360,5	49,7%
2001	945,3	489,2	51,8%	456,1	48,2%
2002	1123,6	621,3	55,3%	502,3	44,7%
2003	1236,5	634,2	51,4%	601,3	48,6%

V řadě evropských zemí na druhou stranu existují bariéry nabídkám převzetí, které ve svém důsledku umožňují pouze „přátelské“ ovládnutí resp. nabytí kontroly v kótované cílové společnosti.

<sup>150</sup> V tomto textu pochopitelně evropskými společnostmi rozumím společnosti se sídlem v EU, nikoliv tedy tzv. evropskou akciovou společnost – SE (Societas Europea), která koneckonců ani v uvedených letech ještě nemohla existovat! O SE srov. zejména nařízení Rady ES č. 2157/2001 o statutu evropské společnosti, jakož i směrnici Rady ES č. 2001/86/ES, kterou se doplňuje statut evropské společnosti s ohledem na zapojení zaměstnanců.



Existence některých obranných mechanismů proti nabídkám převzetí, které jsou v USA aplikovány, je zapříčiněna především schopností navrhovatelů nabýt kontrolu ve společnosti učiněním nabídky pouze na část akcií, resp. účastnických cenných papírů společnosti (tzv. částečná nabídka – viz níže). Aby tak došlo k ochraně akcionářů před akceptací nabídky pod tlakem, tyto mechanismy nutí navrhovatele k tomu, aby pokud chce vykonávat kontrolu ve společnosti učinil obecnou nabídku převzetí na všechny účastnické cenné papíry. V Evropě, na druhou stranu, existuje ustanovení směrnice o povinné nabídce převzetí, jež požaduje, aby navrhovatel, pokud společnost ovládl, učinil obecnou nabídku převzetí všem akcionářům na jejich veškeré cenné papíry, a to za tzv. spravedlivou cenu (*equitable price*). V systému směrnice tak k dosažení tohoto cíle není třeba existence zvláštních obranných či ochranných mechanismů.

Úprava jež nyní v USA umožňuje užití obrany proti nabídkám převzetí přitom zdaleka není nesporná. Někdo tato pravidla chápe jako výsledek volné soutěže mezi právními řády jednotlivých států a jako výsledek úspěšné lobby podnikatelské obce. Zároveň však existuje významná část ekonomické a právní literatury, jež argumentuje tím, že členům řídicích orgánů by mělo být zcela zakázáno zapojovat se do obranných opatření a akcií, a že konečné rozhodnutí by mělo být učiněno akcionáři samotnými. Důvody pro posledně zmiňovaný názor jsou také shodné s těmi, jež expertní skupina ve Zprávě uvedla, resp. zdůraznila jako důvody pro svá doporučení či návrhy k zajištění principu rozhodování akcionářů a principu proporcionality v kontextu nabídek převzetí.

Ve Zprávě je zejména vyjádřeno přesvědčení, že rozvoje efektivních integrovaných kapitálových trhů v rámci EU bude nejlépe dosaženo aplikací pravidel, která zajišťují plné uplatnění principu rozhodování akcionářů a principu proporcionality mezi podílem na rizikovém kapitálu a podílem na kontrole ve společnosti v kontextu nabídek převzetí. I z pohledu skupiny by tak byla kontroverzní americká „anti-takeover“ pravidla daleko méně přínosná pro rozvoj efektivních integrovaných kapitálových trhů v EU, než-li přístup zakládající se na striktním dodržení předmětných základních principů.

Úprava založená na respektování obou principů obsažená ve „třinácté“ směrnici by dle mého názoru žádné ulehčení akvizičním aktivitám amerických společností na evropském kontinentu

nepřinesla. Tyto by tak ve svých snahách profitovat z evropského vnitřního trhu převzetím evropských společností neměly v žádném směru výhodu, a to ani ve srovnání s podmínkami evropských společností, které se snaží vytěžít z amerického trhu převzetím amerických společností. Především z politických důvodů a zejména pak z obav členských států z příchodu vlny nepřátelských převzetí po implementaci směrnice, které se před jejím schválením hojně při debatách o její podobě objevovaly, obsahuje směrnice ustanovení čl. 12 odst 3, které umožňuje, aby i ty členské státy, které společností v jejich jurisdikcích uložily povinnosti plynoucí z článků 9 (povinnost neutrality) a 11 (pravidlo průlomu), umožnily jejich vynětí z aplikace uvedených pravidel, stanou-li se společnosti z jejich území, nabídkám jinak otevřené, cílem převzetí ze strany navrhovatele, který jim sám nepodléhá, popř. je takovou společností ovládn<sup>151</sup>. To se bude vztahovat mj. i na americké navrhovatele. V důsledku uvedeného, tak výhod z aplikace principů rozhodování akcionářů a proporcionality mezi podílem na rizikovém kapitálu a na kontrole ve společnosti budou moci požívat toliko kótované evropské společnosti, jež činí obecné nabídky převzetí jiným evropským společností a jsou zároveň v plné míře podrobeny režimu článků 9 a 11 směrnice.

### **ODDÍL III. Vybrané problémy úpravy nabídek převzetí**

#### **III.1 Základní principy české a evropské úpravy nabídek převzetí**

V české úpravě nabídek převzetí obsažené v ObchZ má stěžejní význam především ustanovení §183a odst. 10. Zakotvuje základní zásady, ze kterých celá úprava nabídek vychází.

Právě v této části úpravy nabídek převzetí, a to nejen v tuzemské, ale koneckonců i v ostatních evropských úpravách, ať již národních či nadnárodních, „třináctou“ směrnicí nevyjímaje, je nejvíce patrný vliv britské úpravy obsažené v City. Jak již bylo uvedeno výše, City Code, jenž obsahuje rozsáhlou a podrobnou úpravu nabídek převzetí ve svých 38

---

<sup>151</sup> Článek 12 odst. 3: Členské státy mohou za podmínek stanovených vnitrostátními právními předpisy osvobodit společnosti, které používají čl. 9 odst. 2 a 3 a/nebo článek 11, od používání čl. 9 odst. 2 a 3 a/nebo článku 11, pokud se stanou předmětem nabídky podané společností, která nepoužívá tato stejná ustanovení, nebo společností, kterou taková společnost přímo či nepřímo ovládá, v souladu s článkem 1 směrnice 83/349/EHS.

pravidlech, kromě nich zahrnuje též 10 základních principů (doslovné znění obecných principů britského City Code tvoří Přílohu 1 této práce), které odrážejí základní cíle City Code a představují základní vodítko pro interpretaci předmětných pravidel. Jak uvádí P. Čech<sup>152</sup>, obecné principy City Code lze shrnout takto: „1) princip nediskriminace mezi vlastníky účastnických cenných papírů bez ohledu na výši jejich účasti ve společnosti, 2) princip dostatečné a včasné informovanosti adresátů nabídky, 3) princip zachování integrity trhu s účastnickými cennými papíry dotčenými nabídkou, a 4) princip neutrality řídicího orgánu po dobu trvání, resp. závaznosti nabídky“. Důležitý prvek britské regulace přitom tkví právě v její flexibilitě. Té je dosahováno zejména odkazem na základní zásady a z nich vycházející volnou interpretací pravidel<sup>153</sup>.

Zásady obsažené v §183a odst. 10 tvoří jádro české úpravy nabídek převzetí. Představují obecně platné principy úpravy nabídek převzetí, jejichž dodržení je z hlediska cílů platné zákonné úpravy nejvyšší důležitosti. Jsou odrazem základních úvah zákonodárce o podobě úpravy nabídek převzetí. Obsah uvedených základních zásad je pak v jednotlivých ustanoveních §183a a násl. rozveden a detailněji specifikován. Zejména v režimu britského City Code, ale koneckonců i v jiných zahraničních úpravách, přitom základní zásady slouží jako významná pomůcka při výkladu ustanovení zákona. Obdobnou roli by měly tyto základní principy úpravy sehrát i v českém právu a je na ně tedy třeba brát zřetel nejen při výkladu ostatních ustanovení zákona, ale i při jejich aplikaci. To platí jak pro situaci, kdy zákon obsahuje zvláštní úpravu vyjadřující tyto obecné zásady, tak pro situaci, kdy zákon obsah základních zásad nijak nespécifikuje<sup>154</sup>. V případě, že konkrétní ustanovení zákona obsahuje zvláštní úpravu, je však třeba přednostně použít tuto a k aplikaci základních zásad je třeba sáhnout jen jako k subsidiární interpretační pomůcce<sup>155</sup>. Ve srovnávaných zahraničních úpravách nabídek převzetí nalezneme základní zásady zpravidla v jejich úvodu, což především přispívá ke zvýraznění jejich významu<sup>156</sup>. Rovněž evropská úprava obsahuje

<sup>152</sup> Převzato z: *Dědič*, str. 1838 a násl..

<sup>153</sup> *Dědič*, str. 1838 a násl..

<sup>154</sup> *Steinmeyer/Häger*, zejména str. 103.

<sup>155</sup> Obdobně: *Steinmeyer/Häger*, zejména str. 103.

<sup>156</sup> Srovnej např. uvedených 10 obecných zásad, řazených na samotný úvod britského City Code, §3 rakouského ÜbG, §3 německého WpÜG, či článek 3 „třinácté“ směrnice o nabídkách převzetí.

poměrně podrobnou úpravu obecných principů nabídek převzetí. Směrnice o nabídkách převzetí tak ve svém článku 3 odst. 1 pod písmeny a) – f) uvádí jednotlivé základní principy úpravy nabídek převzetí, jež je třeba promítnout do jednotlivých národních úprav<sup>157</sup>. Směrnice navíc v odst. 2 téhož článku uvádí důležité pravidlo pro aplikaci obecných zásad uvedených v odst. 1. Článek 3 odst. 2 stanoví, že s ohledem na zajištění souladu se zásadami stanovenými v odst. 1, členské státy (a) musí zajistit, aby byly dodrženy minimální požadavky stanovené směrnicí; (b) mohou za účelem regulace nabídek dodatečně stanovit přísnější podmínky a přísnější opatření než ty, které jsou upraveny směrnicí. Skutečnost, že členské státy mohou pro regulaci nabídek stanovit přísnější dodatečné podmínky a ustanovení, než jsou podmínky a ustanovení směrnice jen dokládá, že úpravu ve směrnici lze pokládat pouze za základní vodítko, indicii, jakým směrem by jednotlivé právní úpravy na starém kontinentu měly směřovat a bude primárně na nich, nakolik povinnosti vyplývající ze směrnice rozšíří.

Mezi základními zásadami je třeba uvést především **zásadu nediskriminace, resp. zásadu rovného zacházení**. Tuzemská úprava ji vyjadřuje v §183a odst. 10 písm. a) ObchZ tak, že při nabídce převzetí musí být se všemi vlastníky účastnických cenných papírů cílové společnosti, kteří se nacházejí ve stejném právním postavení, zacházeno stejně. Odraz pak toto ustanovení nachází na jiných místech úpravy<sup>158</sup>, a to především v §183a odst. 5 ObchZ,

---

<sup>157</sup> Anglický text čl. 3 odst. 1 směrnice pro srovnání uvádí: For the purpose of implementing this Directive, Member states shall ensure that the following principles are complied with: (a) all holders of the securities of an offeree company of the same class must be afforded equivalent treatment; moreover, if a person acquires control of a company, the other holders of securities must be protected; (b) the holders of the securities of an offeree company must have sufficient time and information to enable them to reach a properly informed decision on the bid; where it advises the holders of securities, the board of the offeree company must give its views on the effects of implementation of the bid on employment, conditions of employment and the locations of the company's places of business; (c) the board of an offeree company must act in the interests of the company as a whole and must not deny the holders of securities the opportunity to decide on the merits of the bid; (d) false markets must not be created in the securities of the offeree company, of the offeror company or of any other company concerned by the bid in such a way that the rise or fall of the prices of the securities becomes artificial and the normal functioning of the markets is distorted; (e) an offeror must announce a bid only after ensuring that he/she can fulfil in full any cash consideration, if such is offered, and after taking all reasonable measures to secure the implementation of any other type of consideration; (f) an offeree company must not be hindered in the conduct of its affairs for longer than is reasonable by a bid for its securities.

<sup>158</sup> *Dědič*, str. 1885.

ve kterém je upravena možnost následné modifikace smluvních podmínek, v případě, že v průběhu závaznosti nabídky dojde ke změně; dále pak v §183a odst. 4 písm. c) ObchZ, jenž po navrhovateli vyžaduje, aby nabídnul za stejný druh cenných papírů stejnou výši protiplnění; v §183a odst. 6 písm. b) ObchZ, obsahujícím pravidlo poměrného uspokojení akceptantů při převisu u částečné nabídky (srov. obdobné pravidlo v americké a britské úpravě nabídek převzetí<sup>159</sup>; německá úprava naproti tomu částečné nabídky převzetí – Teilangebote – v §32 WpÜG zakazuje<sup>160</sup>); v §183a odst. 13 ObchZ, který požaduje promítnutí výhodnější ceny, za kterou navrhovatel po dobu závaznosti nabídky nabyl cenné papíry mimo nabídku, do všech smluv s akceptanty nabídky; a koneckonců také v úpravě povinné nabídky převzetí a její spravedlivé ceny v §§ 183b a 183c ObchZ<sup>161</sup>. Na rozdíl od obecných zákazů diskriminace, tedy obecných zásad rovného zacházení, obsažených v akciovém právu, které se vztahují pouze na vztahy mezi společnostmi (resp. emitentem) a vlastníky cenných papírů, jde v §183a odst. 10 písm. a) obsažená zásada rovného zacházení dále. Vztahuje se rovněž, a to především, na navrhovatele. Ze zásady nediskriminace plynou tak pro navrhovatele rozsáhlé povinnosti s ohledem na rovné zacházení s vlastníky cenných papírů cílové společnosti. Bude pak především na Komisi pro cenné papíry, aby v rámci své dozorové pravomoci dohlížela na dodržování zásady rovného zacházení při nabídkách. Ze zákona však dle mého názoru nevyplývá žádná povinnost rovného zacházení pro adresáty nabídky (vlastníky účastnických cenných papírů), což odpovídá i smyslu uvedeného principu a jeho úkolu v rámci úpravy. Ti mohou své cenné papíry zcizit zcela svobodně. Úprava ve směrnici zásadu nediskriminace obsahuje ve svém čl. 3 odst. 1 písm. a) jež doslova uvádí: „ *Za účelem uplatňování této směrnice členské státy zajistí dodržování těchto zásad: a) všem držitelům cenných papírů cílové společnosti stejného druhu musí být poskytnuto rovnocenné zacházení; kromě toho, pokud některá osoba ovládne společnost, musí být ostatní držitelé cenných papírů chráněni.*” Zásada obsažená ve směrnici bude mít stejný dopad a důsledky jako princip

---

<sup>159</sup> V americké úpravě srovnej především §14(d)(6) SEA a pravidlo SEC 14d-8, jakož i pravidlo SEC 13e-4(f)(3), upravující PRO RATA RULE (viz níže); v britském City Code on Takeovers and Mergers pak zejména pravidlo 36.7, nazvané SCALING DOWN.

<sup>160</sup> §32 WpÜG zní: „ Ein Übernahmeangebot, das sich nur auf einen Teil der Aktien der Zielgesellschaft erstreckt, ist unbeschadet der Vorschrift des §24 unzulässig“.

<sup>161</sup> *Dědič*, str. 1885 – 1886.

nediskriminace v §183a odst. 10 písm. a) ObchZ s tím, že navíc výslovně požaduje ochranu vlastníků cenných papírů cílové společnosti, pokud dojde k jejímu ovládnutí nějakým subjektem. To však implicitně vyplývá i z tuzemského vyjádření zásady. Jak již bylo uvedeno výše, je v této souvislosti velmi důležité vymezení pojmu cenné papíry obsažené v článku 2 odst. 1 písm. e) směrnice, jež ve svých důsledcích z dosahu obligatorní aplikace zásady nediskriminace vyjímá vlastníky cenných papírů, jež nejsou volně převoditelné a/nebo s nimiž není spojeno hlasovací právo ve společnosti. Bude tedy jen na členských státech, zda princip nediskriminace mezi vlastníky účastnických cenných papírů cílové společnosti vztáhnou, jak to mj. činí český zákonodárce, též na vlastníky nepřevoditelných cenných papírů, s nimiž není spojeno hlasovací právo. Není třeba připomínat, že úprava ve směrnici se na rozdíl od tuzemské vztahuje pouze na cenné papíry kótovaných společností.

V mnoha ohledech inspirativní pro evropskou úpravu byly nepochybně i některé zásady obsažené ve federální úpravě nabídek převzetí v USA, které s principem nediskriminace plně korespondují. Na prvním místě je v této souvislosti třeba uvést tzv. pravidlo „všem vlastníkům“ (all holders rule), které požaduje, aby nabídka převzetí byla vždy adresována a byla závazná vůči všem vlastníkům daného druhu cenných papírů (Pravidlo SEC 14d–10(a)(1)). Navrhovateli je dovoleno z dosahu nabídky vyloučit pouze vlastníky cenných papírů v tom státě, v němž je mu zákonem znemožněno učinit nabídku, a to navzdory veškerému úsilí jež ve snaze splnit zákonné požadavky v dobré víře vynaložil (Pravidlo SEC 14d–10(b)(2)). Stejná úprava jest přitom aplikovatelná i na nabídky učiněné emitentem, resp. cílovou společností (Pravidla SEC 13e–4(f)(8)(i) a 13e–4(f)(9)(ii)). Na uvedené „all holders rule“ pak v americké úpravě, v souladu s principem nediskriminace, navazuje tzv. pravidlo „nejlepší ceny“ (best price rule). To vyžaduje, aby nejvyšší cena, kterou navrhovatel zaplatil jednomu z vlastníků cenných papírů společnosti, byla poskytnuta rovněž všem ostatním akceptantům nabídky (§14(d)(7) SEA a Pravidlo SEC 14d–10(a)(2)). Zároveň však úprava umožňuje nabídnout různé druhy protiplnění, které zásadně nemusí mít stejnou hodnotu pokud: 1) vlastníci cenných papírů se mohou svobodně rozhodnout pro jeden z nabízených druhů protiplnění; a 2) nejvyšší hodnota daného druhu protiplnění poskytnutá jednomu z vlastníků cenných papírů bude poskytnuta rovněž každému vlastníku cenných papírů, který si daný druh protiplnění zvolí (Pravidlo SEC 14d–10(c)). V zásadě obdobné platí i pro nabídky učiněné emitentem, resp. cílovou společností (Pravidla SEC 13e–4(f)(8)(ii) a 13e–4(f)(10)).

Jak již jsem naznačil výše, česká úprava po americkém a zejména pak britském vzoru v §183a odst. 6 písm. b) ObchZ převzala zvláštní pravidlo poměrného uspokojení akceptantů při převisu u částečné nabídky. V americké federální úpravě, ale koneckonců i v úpravě české a britské, je pak toto pravidlo „poměrného uspokojení akceptantů“ (pro rata rule) obsaženo proto, že předmětná právní úprava připouští, aby byla nabídka učiněna na méně než na všechny emitované cenné papíry jednoho druhu (tzv. *částečná nabídka* – srov. též dále). Pro případ, že dojde k převisu zájmu o přijetí této částečné nabídky pak „pro rata rule“ vyžaduje, aby navrhovatel poměrně uspokojil akceptanty takovéto nabídky. V amerických podmínkách se přitom ustanovení vztahuje pouze na akceptace nabídky ve lhůtě 10 dní od původního uveřejnění nabídky, popř. oznámení navýšení protiplnění (na podkladě best price rule – srov. výše) (§14(d)(6) SEA). Pravidlo SEC 14d-8 rozšiřuje platnost poměrného uspokojení akceptantů na celou dobu trvání, resp. závaznosti nabídky. Uvedené pravidlo se přitom neuplatní, pokud počet akcií jednoho druhu, nabývaných po dobu uplynulých 12 měsíců, nepřekročí 2% daného druhu. V případě nabídek učiněných emitentem, resp. cílovou společností pak Pravidlo SEC 13e-4(f)(3) navíc stanoví výjimku pro tzv. odd-lot nabídky převzetí (nabídky na velmi malý počet účastnických cenných papírů, zpravidla do 100 kusů) a pro akcie které jsou „nabízeny“ na bázi vše nebo nic.

Jak již bylo naznačeno, povinnost rovného zacházení, tedy dodržování principu nediskriminace, zavazuje nejen navrhovatele, ale též např. cílovou společnost a její orgány<sup>162</sup>. Povinnost rovného zacházení, resp. princip nediskriminace obsahuje obecný imperativ zákazu diskriminace. Zásadně je tak při nabídce převzetí nepřípustné činit jakékoliv rozdíly mezi podmínkami pro uzavření smluv na základě nabídky pro jednotlivé adresáty nabídky. V rozporu s principem nediskriminace jsou tak především takové nabídky, jež výši protiplnění váží na okamžik přijetí nabídky<sup>163</sup>. Jak uvádím rovněž dále ve své práci, v USA existuje řada technik, které v této souvislosti slouží především ke zvyšování tlaku na vlastníky cenných papírů při jejich rozhodování o přijetí nabídky. Tyto techniky by tak v českém právním prostředí byly buď protizákonné či neplatné. Zásadě nediskriminace se tak především přičí z USA známá „Two-Tier-Offer“, tedy dvoustupňová nabídka (srov. dále). Za

---

<sup>162</sup> Dědič, str. 1888.

<sup>163</sup> Shodně: *Steinmeyer/Häger*, zejména str. 104.

neplatné by pak bylo třeba označit rovněž techniky známé pod názvem „Low-Ball-Offer“ či „Planned –Revision“, protože při nich dochází ke zvýšení protiplnění, které tak znamená nevýhodnou změnu dřívějších smluvních podmínek. Ze znění zásady lze dále vyvodit, že rozdíly v zacházení s vlastníky účastnických cenných papírů, podmínkách nabídky, výši protiplnění atp., lze činit pouze s ohledem na různé druhy cenných papírů<sup>164</sup>. V důsledku toho tak může být například protiplnění za prioritní dluhopis vyměřeno jiným způsobem než protiplnění za akcii či vyměnitelný dluhopis. Obdobně však i pro akcie jako takové platí, že pro poskytované protiplnění při nabídce převzetí je rozhodující druh akcie. Na kapitálovém trhu je totiž akciím s hlasovacím právem (kmenovým akciím) většinou přikládána vyšší tržní cena, resp. hodnota než jiným druhům akcií s nimiž hlasovací právo spojeno není (prioritním akciím)<sup>165</sup>. V rámci jednoho druhu cenných papírů však nerovné podmínky (např. v ekonomickém postavení) v žádném případě neospravedlňují nerovné zacházení. V rozporu se zásadou nediskriminace by tak dle mého názoru bylo např. zvýhodňování tuzemských akcionářů či vlastníků zaměstnaneckých akcií. Uvedenému odpovídá rovněž znění směrnice o nabídkách převzetí, která ve svém čl. 3 odst. 1 písm. a) vyjadřujícím zásadu nediskriminace požaduje, aby „...všem držitelům cenných papírů cílové společnosti stejného druhu ...“ bylo „...poskytnuto rovnocenné zacházení...“. Pro uplatnění zásady nediskriminace je rovněž irelevantní velikost balíku akcií jednoho z adresátů nabídky.

Požadavek rovného přístupu adresátů nabídky k informacím, které jsou nezbytné pro posouzení nabídky a rozhodování s plnou znalostí věci se odráží v další zásadě – **zásadě dostatečné a včasné informovanosti adresátů nabídky převzetí.**

Tato je obsažena rovněž v §183a odst. 10, a to v jeho písmeni b), jenž stanoví, že při nabídce převzetí musí být adresátům nabídky v dostatečném čase dostupné dostatečné informace tak, aby se mohli rozhodnout s plnou znalostí věci. Odraz této zásady přitom nalezneme především v §183a odst. 4 ObchZ, jenž upravuje seznam povinných náležitostí nabídky, jakož i v §183a odst. 11 písm. c) a d) ObchZ, který členům představenstva a dozorčí rady cílové společnosti ukládá zpracovat a uveřejnit jejich stanovisko k nabídce. Ze zásady

---

<sup>164</sup> Obdobně: *Steinmeyer/Häger*, zejména str. 105.

<sup>165</sup> Obdobně: *Steinmeyer/Häger*, zejména str. 105.



informovanosti adresátů nabídky pak především plyne povinnost navrhovatele jakož i orgánů cílové společnosti informovat ostatní osoby zúčastněné na nabídce (její adresáty) pravdivě, přesně, srozumitelně a úplně a nezamlčovat před nimi podstatné skutečnosti<sup>166</sup>.

Důležitým cílem zákona je totiž dosažení co možná největší transparency průběhu nabídky převzetí. Zásada dostatečné a včasné informovanosti adresátů nabídky přitom vykazuje několik třecích bodů se zásadou rychlého provedení nabídky, resp. zásadou ochrany cílové společnosti před nadměrným časovým zatěžováním nabídkou. Proto lze v zákoně obsažené lhůty do jisté míry označit za kompromisní řešení mezi požadavky kladenými oběma zásadami na právní úpravu nabídky převzetí.

Zásada dostatečné a včasné informovanosti adresátů nabídky ovšem nalezne zcela odlišného vyjádření ve spojení se zásadou rovného zacházení s adresáty nabídky (srov. výše). Z kombinace obou zásad lze totiž dovodit<sup>167</sup>, že všem vlastníkům účastnických cenných papírů musí být při nabídce převzetí poskytnuty stejné informace (resp. umožněn přístup ke stejným informacím) – jedná se o tzv. povinnost poskytnout vlastníkům cenných papírů srovnatelné informace. To například znamená, že i takové informace, které jsou významné z hlediska nabídky převzetí a jejího přijetí, které jsou navrhovatelem individuálně a neveřejnou cestou sdělovány jednotlivým akcionářům, je po takovémto individuálním sdělení třeba neprodleně zveřejnit. Je zcela logické, že i rozsah poskytovaných informací ať již navrhovatelem či cílovou společností není neomezený. Právní úpravou vyžadovaná plná znalost věci v žádném případě neznamena, že adresátům nabídky musí být známy veškeré informace dostupné ať už navrhovateli či cílové společnosti.

Obdobně i „třináctá“ směrnice obsahuje ve svém článku 3 odst. 1 písm. b) **zásadu dostatečné a včasné informovanosti adresátů nabídky převzetí**<sup>168</sup>, když uvádí, že vlastníci cenných

---

<sup>166</sup> *Dědič*, str. 1889.

<sup>167</sup> K obdobnému závěru dochází např.: *Steinmeyer/Häger*, zejména str. 106; *Dědič*, zejména str. 1889.

<sup>168</sup> „... držitelé cenných papírů cílové společnosti musí mít dostatek času a informací, které jim umožní dojit k řádně informovanému rozhodnutí o nabídce; pokud řídicí nebo správní orgán cílové společnosti informuje držitele cenných papírů, musí vyjádřit své názory na účinky provedení nabídky na zaměstnanost, podmínky zaměstnání a místa podnikání společnosti...“

papírů cílové společnosti musí mít dostatek času a informací tak, aby mohli učinit plně informované rozhodnutí o nabídce; v těch případech, kdy představenstvo vlastníků cenných papírů předává stanovisko k nabídce převzetí musí v něm také vyjádřit své názory na důsledky nabídky z hlediska zaměstnanců, podmínek zaměstnání a umístění podniků společnosti. Ve stejném duchu pak vyznívá i bod 13 preambule směrnice, který mj. vyjadřuje požadavek, aby vlastníci cenných papírů byly v nabídkovém dokumentu plně a správně informovány o podmínkách nabídky.

**§183a odst. 10 písm. c) ukládá** členům představenstva a dozorčí rady cílové společnosti jednat při nabídce převzetí v zájmu všech vlastníků účastnických cenných papírů (tedy shareholders), jakož i v zájmu zaměstnanců a věřitelů (tedy stakeholders). Ustanovení tak v sobě inkorporuje tzv. **povinnost hájení zájmů vlastníků cenných papírů**, jež nachází odraz v principu neutrality. Ze znění zákona je patrné, že je zde prolomena tradiční svěrečnická povinnost, resp. povinnost péče představenstva vůči cílové společnosti – tu v českém ObchZ zakotvují především §§ 194 odst. 5 a 200 odst. 3<sup>169</sup>. Uvedený průlom v povinnosti péče vůči společnosti je podpořen skutečností, že ustanovení o nabídkách převzetí jsou svou povahou speciální<sup>170</sup>. Orgány společnosti by tedy měly, dle mého názoru, od okamžiku kdy se o nabídce převzetí dozvědí, resp. kdy budou mít důvod předpokládat, že bude nabídka převzetí učiněna (srov. též pravidlo 21.1 britského City Code), zachovávat neutralitu nejen v tom smyslu, že jim nebude umožněno realizovat širokou škálu obranných opatření, která se jim jinak nabízejí (viz dále v této práci), ledaže k nim dá souhlas valná hromada v době závaznosti nabídky, nýbrž v důsledku modifikace cílů a zájmů společnosti a jejích orgánů po dobu trvání nabídky také v tom smyslu, že povinnost péče orgánů vůči cílové společnosti (tedy ochrana zájmů cílové společnosti) bude zcela nahrazena jednáním výhradně v zájmu akcionářů, resp. vlastníků účastnických cenných papírů, jakož i stakeholders (věřitelů

---

<sup>169</sup> §194 odst. 5 ObchZ mj. totiž uvádí: „Členové představenstva jsou povinni vykonávat svou působnost s péčí řádného hospodáře a zachovávat mlčenlivost o důvěrných informacích a skutečnostech, jejichž prozrazení třetím osobám by mohlo společnosti způsobit škodu. atd.“; §200 odst. 3 ObchZ zní: „Pro členy dozorčí rady platí obdobně ustanovení §194 odst. 2, 4 až 7 a §196.“

<sup>170</sup> Lex specialis derogat legi generali.

a zaměstnanců). Orgány cílové společnosti<sup>171</sup> tak po dobu nabídky převzetí vystupují jako ochránci zájmů vlastníků účastnických cenných papírů, věřitelů a zaměstnanců společnosti. Zájmy těchto subjektů, ale i zájmy společnosti se ovšem často liší. Tyto zájmy jsou dokonce částečně protichůdné<sup>172</sup>. Konflikt v zájmech se přitom v plné míře projeví právě při nabídce převzetí a ještě výrazněji při rozhodování o jejím osudu! Tento konflikt je pak třeba v souladu s uvedenou zásadou řešit ve prospěch zájmu vlastníků účastnických cenných papírů. Jak je patrné z některých názorů na úpravu nabídek převzetí<sup>173</sup>, je to kolikrát právě ochrana zájmů vlastníků cenných papírů, co stojí v popředí úvah o regulaci nabídek převzetí a jejím způsobu. Pokud totiž dojde k nabídce převzetí, měly by se orgány cílové společnosti zachovat tak, aby samotným akcionářům cílové společnosti byla za jejich cenné papíry nabídnuta nejvyšší cena. Mělo by tedy mj. i častěji docházet ke konkurenčním nabídkám a celý nabídkový proces by měl mít podobu jakési aukce o účastnické cenné papíry cílové společnosti mezi navrhovateli. Proto se zdá být zcela logické, pokud po dobu trvání nabídky ustoupí zájem společnosti zájmu jejích akcionářů. Uvedený způsob úpravy nabídek převzetí – tedy její strukturování tak, aby mohlo častěji docházet a také docházelo k aukci o účastnické cenné papíry, tedy ke konkurenčním nabídkám<sup>174</sup>, při nichž vystupují vedle původního též alternativní navrhovatelé

---

<sup>171</sup> Orgány společnosti mohou nabídku, její průběh a úspěch ovlivnit zejména dvojím způsobem: 1) prostřednictvím stanoviska k nabídce převzetí (srov. zejména §183a odst. 2 a odst. 11 písm. c) a d)); 2) prostřednictvím již zmiňovaných obranných opatření. Blíže o obranných opatřeních na jiném místě této práce. Obchodní zákoník je upravuje především ve svém § 183a odst. 11 písm. b), přičemž orgány společnosti podle něj nemohou činit kroky proti nabídce, pokud k tomu nebyly výslovně zmocněny valnou hromadou. I kdyby tedy zájem cílové společnosti, jejích zaměstnanců nebo věřitelů velel představenstvu zasáhnout, převáží **zájem všech vlastníků** účastnických cenných papírů – dle mého názoru tedy nikoliv, jak uvádí P.Čech v citovaném komentáři (*Dědič*) na str. 1891, především akcionářů s právem hlasovat na valné hromadě společnosti (srov. též princip nediskriminace). Blíže viz *Dědič*, zejména str. 1891.

<sup>172</sup> *Steinmeyer/Häger*, zejména str. 108.

<sup>173</sup> Srov. např.: Cox, Hillman, Langevoort: *Securities Regulation, Cases and Materials*, str. 926.

<sup>174</sup> V českém ObchZ upravuje tzv. konkurenční nabídku převzetí §183f: „Konkurenční nabídkou převzetí je nabídka převzetí učiněná jiným navrhovatelem v době závaznosti původní nabídky převzetí. Pro konkurenční nabídku převzetí se použijí obdobně ustanovení o nabídce převzetí s tím, že cena v konkurenční nabídce musí být alespoň o 2 % vyšší než v původní nabídce převzetí. Jestliže navrhovatel původní nabídky převzetí hodlá v době závaznosti konkurenční nabídky zvýšit cenu původní nabídky, musí ji zvýšit nejméně o 2 % nad cenu uvedenou v konkurenční nabídce převzetí a není oprávněn prodat účastnické cenné papíry, které získal na základě nabídky převzetí, přijetím konkurenční nabídky převzetí.“

– se přitom zdá býti z hlediska zájmu akcionářů nejvhodnější. Obdobně lze uvést, že například podle důvodové zprávy k rakouskému ÜbG, vede v jeho §3 odst. 3 obsažená zásada neutrality dočasně k nahrazení povinnosti péče vůči cílové společnosti obsažené v §70 rakouského akciového zákona (AktG). Jak tato důvodová zpráva uvádí: „...zachování podniku v jeho dosavadní struktuře není samo o sobě právním statkem, tudíž sledování zájmu samotného podniku ustupuje do pozadí. Představenstvu cílové společnosti nepřísluší, aby se bránilo výhodným nabídkám pro akcionáře z důvodu, že lze očekávat ukončení některých podstatných aktivit společnosti po jejím ovládnutí navrhovatelem“<sup>175</sup>. Jak uvádí P.Čech<sup>176</sup>, ustanovením §183a odst. 10 písm. c) český zákonodárce „...jednoznačně vyjádřil přednost zájmů akcionářů před zájmy cílové společnosti...“ po dobu trvání nabídky převzetí, resp. po dobu její závaznosti. Výše uvedené jen koresponduje s klíčovou zásadou pro vytvoření a existenci rovného hřiště pro nabídky převzetí (level playing field for takeover bids) v rámci ES, tedy se zásadou shareholder decision-making. V případě nabídky převzetí je totiž nezbytné, aby definitivní rozhodnutí o nabídce bylo toliko na akcionářích cílové společnosti<sup>177</sup>. O osudu nabídky tak nemůže příslušet rozhodnout ani představenstvu ani dozorčí radě ani jinému orgánu cílové společnosti, leč vlastníkům jejích účastnických cenných papírů<sup>178</sup>. S tím je plně v souladu i stávající znění §183a odst. 11 ObchZ, který zásadu neutrality řídicích orgánů dále demonstrativním výčtem povinností upřesňuje a rozvádí. Členové představenstva a dozorčí rady cílové společnosti jsou podle uvedeného ustanovení mj. povinni, poté co byli seznámeni se záměrem nabídky převzetí a) nepřijímat opatření, která mohou způsobit, že akcionáři nebudou mít příležitost se volně a se znalostí věci rozhodnout o nabídce převzetí; b) až do uveřejnění výsledku nabídky převzetí se zdržet všeho, co by ji mohlo zmařit nebo znesnadnit, zejména nevyužijí pověření k vydání účastnických cenných papírů, jimiž by se zabránilo navrhovateli ovládnout cílovou společnost, ledaže k tomu dala souhlas valná hromada v době závaznosti nabídky převzetí.

---

<sup>175</sup> Uvedený překlad důvodové zprávy k rakouskému ÜbG převzat z: *Dědič*, str. 1891.

<sup>176</sup> *Dědič*, str. 1891.

<sup>177</sup> Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues related to takeover bids, ze dne 10. ledna 2002, str. 27 a násl..

<sup>178</sup> Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues related to takeover bids, ze dne 10. ledna 2002, str. 27 a násl..

Nikoliv nezajímavé je ovšem v této souvislosti to, že princip neutrality je v samotné evropské směrnici formulován poněkud odlišně než je tomu v české, rakouské a britské úpravě. Čl. 3 odst. 1 písm. c) směrnice především uvádí, že statutární orgán cílové společnosti musí jednat v zájmu společnosti jako celku a nesmí vlastníkům cenných papírů (ve smyslu směrnice) odepřít možnost posoudit samostatně nabídku převzetí a rozhodnout o jejím osudu<sup>179</sup>. Povinnost neutrality je pak dále specifikována v čl. 9 směrnice – srov. dále. Je otázkou, do jaké míry je možné najít rozpor mezi ustanovením §183a odst. 10 písm. c), jež hovoří o povinnosti jednat v zájmu všech vlastníků účastnických cenných papírů, jakož i zaměstnanců a věřitelů cílové společnosti, a ustanovením čl. 3 odst. 1 písm. c) směrnice, jež hovoří o povinnosti jednat v zájmu společnosti jako celku při zachování práva akcionářů rozhodovat o nabídce. Navíc např. německý WpÜG uvádí ve svém §3 odst. 3, obdobně jako směrnice, že představenstvo a dozorčí rada cílové společnosti musí jednat v zájmu této cílové společnosti („Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft müssen im Interesse der Zielgesellschaft handeln“). Komentář k WpÜG<sup>180</sup> k tomu pak mj. uvádí, že povinností zakotvenou v §3 odst. 3 německý zákonodárce jednoznačně vyjádřil, že i v samotném průběhu nabídky převzetí resp. po dobu její závaznosti musí být zachovávány obecné povinnosti orgánů cílové společnosti pramenící z práva společností (§§ 76, 93 a 116 německého AktG), tedy zejména povinnost péče vůči společnosti. Jednání představenstva i dozorčí rady tak musí být a neustále je podřízeno zájmům společnosti! Německý zákonodárce tak nenásledoval jiné úpravy ani volání části německé literatury a právní teorie, podle něhož právě po dobu závaznosti nabídky musí ostatní zájmy, včetně zájmy společnosti ustoupit zájmu akcionářů, jež má být jako jediný v průběhu nabídky zohledňován. Zvláštností v německé úpravě je v tomto směru formulace principu neutrality v §33 odst. 1 WpÜG, kde je představenstvu cílové společnosti zásadně zakázáno a to i v zájmu společnosti provádět taková opatření, která mohou zabránit úspěchu nabídky. Podle německé úpravy jsou tak orgány cílové společnosti povinny

---

<sup>179</sup> „...řídící nebo správní orgán cílové společnosti musí jednat v zájmu společnosti jako celku a nesmí držitelům cenných papírů odepřít možnost rozhodovat o podstatě nabídky;“ resp. „...the board of an offeree company must act in the interests of the company as a whole and must not deny the holders of securities the opportunity to decide on the merits of the bid;“ resp. „... Das Leitungs- bzw. Verwaltungsorgan einer Zielgesellschaft muss im Interesse der gesamten Gesellschaft handeln und darf den Inhabern von Wertpapieren nicht die Möglichkeit vorenthalten, das Angebot selbst zu beurteilen.“

<sup>180</sup> *Steinmeyer/Häger*, str. 107.

spravedlivě zohledňovat veškeré, byť i protichůdné, zájmy jež se ve společnosti a jejím podniku střetávají. Vedle zájmů vlastníků účastnických cenných papírů společnosti je tak třeba zohledňovat i zájmy dalších interesentů, tzv. stakeholders, jimiž jsou především zaměstnanci, věřitelé, zákazníci jakož obecné celospolečenské zájmy. Problematické však je, že žádné zákonné ustanovení nekonkretizuje, jak tyto, částečně protichůdné, zájmy v konkrétním případě seřadit a v případě rozporu mezi nimi rozhodnout. Z již uvedeného vyplývá, že s ohledem na protichůdnost zájmů jednotlivých subjektů zúčastněných na nabídce, zejména pak cílové společnosti, jejích akcionářů a členů řídicích orgánů, bude třeba v tomto ohledu usuzovat na obsahový rozpor mezi ustanoveními některých národních právních řádů, včetně českého a naopak např. s výjimkou německého<sup>181</sup>, a směrnice!

**Princip neutrality** je však ve směrnici třeba hledat především v jejím **čl. 9** (srov. výše pojednání o směrnici). Úprava obsažená ve směrnici je založena na **principu neutrality**, zakotveném v **čl. 9 směrnice**<sup>182</sup>. Od okamžiku, kdy řídicí orgány cílové společnosti obdrží záměr navrhovatele učinit nabídku převzetí (obdrží údaje o nabídce uvedené v čl. 6 odst. 1 první větě směrnice), až do okamžiku, kdy je výsledek nabídky zveřejněn nebo nabídka pozbude platnosti, se orgány společnosti musí zdržet jakýchkoliv kroků (zejména se musejí vystríhat takového vydání akcií, které by mohlo trvale zabránit ovládnutí cílové společnosti předkladatelem nabídky), které by mohly vést ke zmaření nabídky, ledaže k nim řídicí nebo

---

<sup>181</sup> Německý WpÜG však zdaleka nenaplnuje ostatní požadavky kladené směrnicí na úpravy nabídek převzetí v členských státech. Je tomu tak především v §33 německého WpÜG, jenž sice zakotvuje kýženou a směrnicí stanovenou zásadu neutrality, nicméně ji v dalších ustanoveních prolamuje natolik, že kromě toho, že orgánům cílové společnosti umožňuje řadu obranných opatření proti nabídkám, zároveň umožňuje přijímat tzv. usnesení valné hromady do zásoby (Vorratsbeschlüsse der Zielgesellschaft).

<sup>182</sup> Čl. 9 směrnice nese označení: Povinnosti řídicího nebo správního orgánu cílové společnosti, a mj. se v něm uvádí: 1. 1. Členské státy zajistí, aby byla dodržována pravidla stanovená v odstavcích 2 až 5. 2. Během období uvedeného v druhém pododstavci získá řídicí nebo správní orgán cílové společnosti předběžné zmocnění valné hromady akcionářů vydané k tomuto účelu před provedením jakýchkoliv kroků, které by mohly vést ke zmaření nabídky, s výjimkou vyžádání alternativních nabídek, a zejména před vydáním jakýchkoliv akcií, které by mohlo trvale zabránit ovládnutí cílové společnosti předkladatelem nabídky. Toto zmocnění je povinné alespoň od okamžiku, kdy řídicí nebo správní orgán cílové společnosti obdrží údaje o nabídce uvedené v čl. 6 odst. 1 první větě, až do okamžiku, kdy je výsledek nabídky zveřejněn nebo nabídka ztratí platnost. Členské státy mohou požadovat, aby bylo takové zmocnění získáno v dřívější fázi, například jakmile řídicí nebo správní orgán cílové společnosti zjistí, že nabídku lze bezprostředně očekávat ... atd..

správní orgán cílové společnosti získá předběžné zmocnění valné hromady akcionářů vydané k tomuto účelu. Bez uvedeného předběžného zmocnění si mohou řídicí a správní orgány společnosti pouze vyžádat alternativní nabídky (tzv. zásah bílého rytíře, resp. intervention of a white knight). Uvedené zmocnění však valná hromada nemůže orgánům udělit do zásoby (např. podle německého WpÜG, který sice ve svém §33 odst. 1 povinnost neutrality – Neutralitätspflicht – obsahuje, v dalších odstavcích je však její význam značně oslaben, jsou tzv. Vorratsbeschlüsse široce možné – srovnej znění §33 odst. 2 WpÜG<sup>183</sup>). Není tedy možné orgány cílové společnosti zmocnit k obranným opatřením, dokud nejsou známy přesné parametry nabídky<sup>184</sup>.

Ve spojení se zásadou rovného zacházení s adresáty nabídky (princip nediskriminace – srov. výše), tedy vlastníky účastnických cenných papírů, pak z § 183a odst. 10 písm. c) vyplývá, že povinnost jednat v zájmu všech vlastníků účastnických cenných papírů zároveň znamená, že členové orgánů cílové společnosti nemohou upřednostnit zájmy pouze některých vlastníků účastnických cenných papírů před jinými<sup>185</sup>.

Z hlediska svého významu v mnoha ohledech stěžejní zásada neutrality má především čelit tomu, čemu se, leč jiným způsobem a jinými prostředky, snaží čelit i americká jurisdikce ve světle výše uvedeného „proportionality test“ a tzv. business judgement rule (srov. oddíl II.), tedy aby orgány cílové společnosti při rozhodování o osudu nabídky či obraně proti ní sledovali svůj vlastní zájem. Již v části pojednávající o ekonomických důsledcích nabídky převzetí bylo naznačeno, že prvním krokem úspěšného navrhovatele nabídky je ve většině případů výměna členů řídicích a správních orgánů cílové společnosti. V zájmu členů orgánů by tedy na rozdíl od společnosti jako celku, vlastníků účastnických cenných papírů, popř.

---

<sup>183</sup> §33 odst. 2 WpÜG stanoví: Ermächtigt die Hauptversammlung den Vorstand vor dem in Absatz 1 Satz 1 genannten Zeitraum (d.h. Nach Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots bis zur Veröffentlichung des Ergebnisses) zur Vornahme von Handlungen, die in die Zuständigkeit der Hauptversammlung fallen, um den Erfolg von Übernahmeangeboten zu verhindern, sind diese Handlungen in der Ermächtigung der Art nach im Einzelnen zu bestimmen. Die Ermächtigung kann für höchstens 18 Monate erteilt werden. Der Beschluss der Hauptversammlung bedarf einer Mehrheit, die mindestens drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals umfasst... usw.

<sup>184</sup> Čech/Dědič, str. 490 – 491.

<sup>185</sup> Obdobně: Steinmeyer/Häger, str. 104 – 110.

stakeholders mohlo být zabránění nabídce, a to čistě jen proto, že mají strach o své další setrvání ve funkcích, o něž by je restrukturalizační kroky ze strany navrhovatele po úspěšné nabídce mohly připravit.

Jak uvádí bod 16 preambule směrnice, aby se dalo předcházet opatřením, jež by mohly zabránit uskutečnění nabídky převzetí, musí dojít k omezení pravomocí statutárního orgánu cílové společnosti, které mu umožňují zapojit se do realizace operací výjimečné povahy, a to tak, aby zároveň nedošlo k nadměrnému bránění cílové společnosti v pokračování v jejích běžných podnikatelských aktivitách. Původ další základní zásady úpravy nabídek převzetí je totiž především možno spojovat se skutečností, že nabídky převzetí jako takové omezují řádný chod společnosti<sup>186</sup>. Nabídky převzetí mohou představovat narušení obchodního chodu společnosti<sup>187</sup>. Jednak je ve spojení s nimi od představenstva a dozorčí rady vyžadováno stanovisko k nabídce<sup>188</sup> a tím dochází k nemalým časovým a materiálním nákladům, jednak je s nabídkami převzetí spojena nejistota ohledně budoucnosti cílové společnosti a jejího

---

<sup>186</sup> Bod 16 preambule směrnice o nabídkách převzetí doslova uvádí: „K zamezení operacím, které by mohly nabídku zmařit, by měly být omezeny pravomoci řídicího nebo správního orgánu cílové společnosti k provádění operací výjimečné povahy, aniž by však byla cílová společnost nepřiměřeně omezována v běžné činnosti.“

<sup>187</sup> Shodně: *Steinmeyer/Häger*, str. 108.

<sup>188</sup> Srov. např. §183a odst. 11 písm. c) a d) ObchZ, podle nějž: „Členové představenstva a dozorčí rady cílové společnosti jsou povinni, poté co byli seznámeni se záměrem nabídky převzetí: c) do 5 pracovních dnů po doručení návrhu nabídky převzetí podle odstavce 4 zpracovat písemné stanovisko k nabídce převzetí, v němž se musí vyjádřit k tomu, zda nabídka převzetí je v souladu se zájmy akcionářů, zaměstnanců a věřitelů společnosti, a své stanovisko věcně zdůvodnit, a d) stanovisko zpracované podle písmena c) předat navrhovateli do 2 pracovních dnů po jeho vyhotovení a uveřejnit je způsobem, jímž se uveřejňuje nabídka převzetí, a to jako součást nabídky převzetí nebo samostatně, nejpozději však současně s uveřejněním nabídky převzetí.“ Obdobně též anglický text čl. 9 odst. 5 směrnice: „The board of the offeree company shall draw up and make public a document setting out its opinion of the bid and the reasons on which it is based, including its views on the effects of implementation of the bid on all the company's interests and specifically employment, and on the offeror's strategic plans for the offeree company and their likely repercussions on employment and the locations of the company's places of business as set out in the offer document in accordance with Article 6(3)(i). ...” Jakož i § 27 německého WpÜG: „Der Vorstand und der Aufsichtsrat der Zielgesellschaft haben eine begründete Stellungnahme zu dem Angebot sowie zu jeder seiner Änderung abzugeben ...“, či pravidlo 25 City Code: „The board of the offeree company must circulate its views on the offer, including any alternative offers, and must at the same time, make known to its shareholders the substance of the advice given to it by the independent advisers appointed pursuant to Rule 3.1 ... etc.”



budoucího obchodně-politického a strategického zaměření a vývoje, což samo o sobě obecně vede k omezení obchodní činnosti společnosti. Navíc, jak bylo uvedeno výše, odpadá při nabídce povinnost orgánů cílové společnosti pečovat o společnost jako řádný hospodář. Princip neutrality totiž mj. znamená nepřipustnost veškerých transakcí mimo rámec běžné činnosti, i v případě, že by se tak dělo na úkor zájmů společnosti<sup>189</sup>. Na základě uvedeného je třeba dobu trvání nabídky v zájmu jak navrhovatele, tak společnosti a vlastníků jejích účastnických cenných papírů, ale koneckonců i kapitálového trhu jako takového omezit na nejkratší možnou dobu. Tento právně-politický požadavek pak nalézá svůj výraz v **zásadě ochrany cílové společnosti před časově nadměrným zatěžováním nabídkou převzetí**.

Zásadě obsažené v §183a odst. 10 písm. d) také odpovídá řada dílčích ustanovení v obchodním zákoníku. Jsou jimi např. stanovení maximální přípustné doby závaznosti nabídky převzetí (§183a odst. 4 písm. e) ObchZ<sup>190</sup>), lhůty pro splnění povinnosti učinit povinnou nabídku převzetí při ovládnutí společnosti, jejíž účastnické cenné papíry jsou kótované (§183b odst. 1<sup>191</sup>), popř. zkrácení lhůt pro rozhodnutí Komise pro cenné papíry (§183e odst. 8 a 9 ObchZ)<sup>192</sup>. Svého vyjádření našla tato zásada též v evropské směrnici o nabídkách převzetí, a to v jejím čl. 3 odst. 1 písm. f)<sup>193</sup>.

---

<sup>189</sup> *Dědič*, str. 1893; *Steinmeyer/Häger*, str. 108.

<sup>190</sup> „Nabídka převzetí musí obsahovat mj. alespoň dobu závaznosti nabídky převzetí, která nesmí být kratší než čtyři týdny a delší než 10 týdnů ode dne jejího uveřejnění v celostátně distribuovaném deníku, ledaže Komise pro cenné papíry na základě odůvodněné žádosti navrhovatele povolí zkrácení této doby.“

<sup>191</sup> „Jsou-li účastnické cenné papíry cílové společnosti kotované, je akcionář, který získá buď sám nebo společně s jinými osobami jedním ve shodě (§66b) podíl na hlasovacích právech, který mu umožňuje ovládnutí společnosti (§ 66a), povinen do 60 dnů ode dne, který následuje po dnu, v němž akcionář tento podíl získá nebo překročí, učinit nabídku převzetí všem vlastníkům účastnických cenných papírů cílové společnosti. Podá-li tento akcionář žádost podle odstavce 8 nebo 11, prodlužuje se tato lhůta o dobu 20 pracovních dnů. Stejnou povinnost má i akcionář a osoby jednající s ním ve shodě, jejichž podíl na účastnických cenných papírech nebo hlasovacích právech získány podle první věty dosáhne nebo překročí hranici dvou třetin a tří čtvrtin hlasovacích práv. Povinnost učinit nabídku převzetí vzniká dnem následujícím po dnu, v němž akcionář podíl, který tuto povinnost zakládá, získá nebo překročí.“

<sup>192</sup> *Dědič*, str. 1893.

<sup>193</sup> „...cílová společnost nesmí být nabídkou svých cenných papírů zdržena ve svém provozu po dobu delší, než je přiměřené.“

Nutno podotknout, že česká úprava obsažená v ObchZ ve srovnání se zahraničními úpravami však neobsahuje některé nástroje, které ochranu posilují<sup>194</sup>. Tak nejvyšší přípustnou dobu závaznosti nabídky prolamuje prodloužení doby závaznosti nabídky v případě změny podmínek, neboť v případě změny podmínek v podobě zvýšení ceny, směnného poměru nebo zvýšení počtu účastnických cenných papírů běží doba závaznosti nabídky převzetí od uveřejnění změn znovu (§183a odst. 5 ObchZ)<sup>195</sup>. Zároveň se v českém ObchZ setkáme s absencí možnosti Komise pro cenné papíry zakázat nadměrné prodloužení nabídky<sup>196</sup>. Náš obchodní zákoník také dosud z inspirativních zahraničních úprav nepřevzal ani úpravu ochranné lhůty, po kterou je navrhovatel neúspěšné nabídky vyloučen z dalšího pokusu o novou nabídku na cenné papíry téže společnosti (srov. především §21 rakouského ÜbG; §26 německého WpÜG; pravidlo 35 City Code)<sup>197</sup>. Česká úprava tak obdobně jako úprava americká (leč v podstatně odlišných podmínkách) neobsahuje obecně žádné omezení pro učinění další, nové nabídky po neúspěchu té původní. Jak uvádí P. Čech, důležitý nástroj ochrany společnosti před dlouhým zatížením nabídkou převzetí představuje také pravidlo nazývané „učin nabídku, nebo zmlkni“ („put up or shut up“), jež navrhovatelům, kteří veřejně oznámili záměr učinit nabídku, ukládá, aby svému prohlášení dostáli ve stanovené lhůtě<sup>198</sup>.

Podle §183a odst. 10 je takto společnost principem neutrality omezena při nabídce převzetí. Výkladem, zejména pak ve spojení s §183a odst. 11 ObchZ, lze nicméně dovodit<sup>199</sup>, že povinnost neutrality a tím i omezení cílové společnosti trvají nejpozději od okamžiku seznámení se záměrem učinit nabídku<sup>200</sup>. Omezení cílové společnosti pak budou zásadně

---

<sup>194</sup> *Dědič*, str. 1893.

<sup>195</sup> Srov.: *Dědič*, str. 1893.

<sup>196</sup> Srov.: *Dědič*, str. 1893.

<sup>197</sup> Srov.: *Dědič*, str. 1893 a 1894.

<sup>198</sup> Srov.: *Dědič*, str. 1894.

<sup>199</sup> Srov.: *Dědič*, str. 1892.

<sup>200</sup> Obdobně ustanovení obsahuje i čl. 9 odst. 2 směrnice, jež vznik povinnosti zásadně váže na podobný okamžik jako náš ObchZ, tj. na okamžik, kdy navrhovatel seznámí členy orgánů cílové společnosti se záměrem nabídku učinit ( „ ...Toto zmocnění je povinné alespoň od okamžiku, kdy řídicí nebo správní orgán cílové společnosti obdrží údaje o nabídce uvedené v čl. 6 odst. 1 první větě, až do okamžiku, kdy je výsledek nabídky zveřejněn nebo nabídka ztratí platnost. Členské státy mohou požadovat, aby bylo takové zmocnění získáno v dřívější fázi, například jakmile řídicí nebo správní orgán cílové společnosti zjistí, že nabídku lze bezprostředně

platit až do okamžiku, do kdy mohou orgány cílové společnosti nabídku převzetí a její případný úspěch či neúspěch ovlivnit (např. v případě tzv. částečných nabídek jsou smlouvy mezi navrhovatelem a vlastníky cenných papírů cílové společnosti uzavírány s časovým odstupem od akceptace nabídky a akceptanti nabídky tak mají možnost své přijetí odvolat)<sup>201</sup>.

Podle §183a odst. 10 písm. e) je navrhovatel při přípravě nabídky převzetí i v průběhu jejího uskutečňování povinen dbát na to, aby nedošlo k využití důvěrných informací a k deformacím kapitálového trhu, a je rovněž povinen pečlivě a úplně zpracovávat a uveřejňovat stanovené informace. **Povinnost navrhovatele dbát na to, aby nedošlo k využití důvěrných informací a k deformacím kapitálového trhu** je klíčová. Obecná úprava nabídek převzetí však její konkretizaci neobsahuje<sup>202</sup>. Tu je možno hledat toliko v úpravě § 183e odst. 1 a 4, které se týkají pouze kótovaných účastnických cenných papírů<sup>203</sup>. Na tomto místě se zcela ztotožňuji s názorem vyjádřeným v knize Dědič, J. a kol.: Obchodní zákoník, Komentář, Polygon, 2002, na straně 1896, že v daném případě je vhodné analogické uplatnění této

---

očekávat.”) Jak je patrné z uvedené citace textu směrnice, Evropská komise nakonec částečně podlehla kritice zástupců Velké Británie, jež tento krok považovali za nedůsledný. P. Čech k tomu v citovaném díle (*Dědič*) mj. uvádí: „ Seznámení se záměrem učinit nabídku předpokládá oficiální sdělení záměru navrhovatelem. To zpravidla těsně předchází uveřejnění nabídky. Nabídky se však připravuje s předstihem několika týdnů i měsíců. Po celou tuto dobu se pak orgán cílové společnosti o připravované nabídce může dozvědět a reagovat opatřením, které přípravu či samotnou nabídku zmaří. Britská úprava tak právě ve světle uvedeného obsahuje v City Code pravidlo 21.1, které ukládá povinnost neutrality od okamžiku, kdy má představenstvo společnosti důvod předpokládat, že bude učiněna nabídka převzetí.“

<sup>201</sup> Srov.: *Dědič*, str. 1893.

<sup>202</sup> Srov.: *Dědič*, str. 1895.

<sup>203</sup> §183e odst. 1 uvádí: „Navrhovatel je povinen učinit opatření, aby zabránil předčasnému a nerovnému šíření informací o svém záměru učinit nabídku převzetí kótovaných cenných papírů nebo o záměrech, které mohou založit jeho povinnost tuto nabídku učinit. Zejména je povinen poučit osoby, které tyto záměry znají, o zákazu využívat důvěrné informace a učinit potřebná organizační opatření k tomu, aby využití těchto informací zabránil, a kontrolovat, zda k jejich využívání nedochází. O přijatých opatřeních a o podezření z využívání důvěrných informací je povinen neprodleně písemně informovat Komisi pro cenné papíry.“ ; §183e odst. 4 uvádí: „Jestliže došlo ke značnému pohybu kursu nebo vznikly dohady anebo spekulace ve vztahu k připravované nabídce převzetí a lze očekávat, že mohou mít vliv na její přípravu nebo na koupi účastnických cenných papírů, je navrhovatel povinen vhodným způsobem uveřejnit informaci o záměru učinit nabídku převzetí nebo o skutečnostech, které založily nebo mohou založit povinnost učinit nabídku převzetí, bez zbytečného odkladu poté, co takovou skutečnost zjistil, a písemně to oznámit představenstvu a dozorčí radě cílové společnosti.“

povinnosti obecně na všechny nabídky převzetí, tedy nejen na ty, jež se týkají kótovaných účastnických cenných papírů<sup>204</sup>. Ustanovení odpovídající této zásadě, obsahující obdobnou povinnost navrhovatele (usilovat o to, aby nedošlo k využití důvěrných informací a k deformacím kapitálového trhu), lze pak nalézt nejen v čl. 3 odst. 1 písm. d) směrnice, nýbrž i v ostatních evropských úpravách (srovnej: General principles of the City Code on Takeovers and Mergers a pravidla 2.1, 2.2 a 20.1 City Code, §3 rakouského ÜbG, §3 německého WpÜG) a úpravě americké obsažené ve Williams Act<sup>205</sup>.

V §183a odst. 10 písm. e) obsažená obecná povinnost navrhovatele dbát na to, aby nedošlo k využití důvěrných informací a k deformacím kapitálového trhu zohledňuje především tu okolnost, že nesprávné a neúplné informace, nepravdivé údaje, jakož i pohyby kursů vyvolané nejružnějšími spekulativními pohnutkami (manipulace s kursem) mohou v souvislosti s nabídkou převzetí vést ke zkreslení a deformacím trhu. To může ovlivnit vlastníky účastnických cenných papírů, resp. adresáty nabídky natolik, že učiní ohledně prodeje svých cenných papírů věcně nesprávné rozhodnutí. Nebezpečí deformace trhu s účastnickými cennými papíry, které jsou předmětem nabídky, přitom hrozí rovněž před uskutečněním nabídky převzetí, kdy může docházet, a zpravidla také dochází, k významným pohybům kursů.

V souvislosti s ochranou trhu před deformacemi je důležité také ustanovení §183a odst. 12, které mj. zakazuje, aby po dobu závaznosti nabídky převzetí navrhovatel jakož i osoby, které

---

<sup>204</sup> *Dědič*, str. 1896.

<sup>205</sup> §14(e) SEA, nazvaný Misstatements in tender offers, v této souvislosti zakazuje podvodné a klamavé jednání, nesprávné vyličení či zkreslení skutečností či zamlčení podstatných skutečností v souvislosti s nabídkou převzetí či žádostí či výzvou k podávání návrhů, nebo v souvislosti s výzvou vlastníků cenných papírů k postupu proti či k podpoře takovéto nabídky, žádosti či výzvy. §14(e) je přitom jediným ustanovením Williams Act, které se uplatní všeobecně a celoplošně a které není limitováno toliko na nabídky převzetí směřující na kótované cenné papíry podle SEA. Ačkoliv Nejvyšší soud Spojených států v rozsudku Piper vs. Chris-Craft Industries, Inc. rozhodl, že §14(e) nezakládá aktivní žalobní legitimaci, resp. soukromé právo žaloby navrhovatele konkurenční nabídky, zůstává plně na akcionářích cílové společnosti či na cílové společnosti samotné, zda své, úpravou jim implicitně svěřené, právo žaloby uplatní. Obdobně jako §14(d) SEA i §14(e) obsahuje zmocnění pro SEC k vydání pravidel pro nabídky převzetí.

s ním jednájí ve shodě smluvně, jinak než na základě učiněné nabídky převzetí, nabývali účastnické cenné papíry cílové společnosti, ledaže to za splnění určitých dalších podmínek či z jiných důležitých důvodů povolila Komise pro cenné papíry, a dále aby zcizovali účastnické cenné papíry cílové společnosti, ledaže to povolila Komise pro cenné papíry, či aby nabývali nebo zcizovali opce na účastnické cenné papíry cílové společnosti a uzavírali smlouvy o budoucích smlouvách na zcizení účastnických cenných papírů. Pokud k tomuto však přesto dojde a navrhovatel nabude nebo zcizí účastnické cenné papíry cílové společnosti nebo opce anebo uzavře smlouvu o uzavření budoucí smlouvy v rozporu s uvedeným ustanovením, nesmí vykonávat po dobu závaznosti nabídky převzetí hlasovací práva spojená s nimi nebo s cennými papíry, jichž se opce týká. Jestliže je cena, za níž navrhovatel nabyl nebo zcizil účastnické cenné papíry cílové společnosti v době závaznosti nabídky převzetí, nebo jejich cena, k níž se váže opce nebo smlouva o uzavření budoucí smlouvy, vyšší než cena uvedená v nabídce převzetí, je navrhovatel povinen zaplatit za cenné papíry, které nabude na základě nabídky převzetí, tuto vyšší cenu.

Na tomto místě je třeba vrátit se též ke dvěma klíčovými principům pro vytvoření a existenci rovného hřiště pro nabídky převzetí v EU (level playing field for takeover bids in the EU). Jde přitom o stěžejní a klíčové principy, které jsou, resp. jejich aplikace je, skutečně předpokladem pro vytvoření jednotného evropského trhu s kontrolou ve společnostech. Je třeba také nezapomínat na skutečnost, že přijetím „třinácté“ směrnice došlo k jejich, byť zatím jen částečnému, promítnutí do evropské úpravy nabídek převzetí. Již expertní skupina ve své zprávě (viz výše) uvedla, že každá evropská úprava práva společností, jež má za cíl vytvoření a existenci rovného hřiště pro nabídky převzetí musí být vedena dvěma principy:

a) Zásada rozhodování akcionářů (shareholder decision-making)

V případě nabídky převzetí musí konečné rozhodnutí o ní být vždy na akcionářích cílové společnosti. Musí to být vždy právě akcionáři cílové společnosti, kdo rozhoduje zda nabídku akceptovat a za jakých podmínek, za jakou cenu. V žádném případě tedy nemůže záležet na představenstvu cílové společnosti a jeho rozhodnutí, zda nabídka převzetí bude úspěšná či nikoliv (princip neutrality). Představenstvo tak nebude moci zmařit či blokovat nabídku a tím akcionářům odejmout jejich základní právo, tedy předmětnou nabídku akceptovat. To však na druhou stranu neznamená, že by představenstvo po dobu závaznosti nabídky ztrácelo

veškerou zodpovědnost a veškeré povinnosti vůči společnosti. Právě vnitřní pohled do záležitostí společnosti a odpovědnost za strategii jakož i každodenní chod společnosti umožňují a zároveň vyžadují, aby představenstvo akcionářům ve věci nabídky převzetí poskytlo radu. Představenstvo by tak mělo především vyjádřit své názory na důsledky nabídky pro společnost a její podnikatelské aktivity jakož i názory na atraktivitu podmínek nabídky pro samotné akcionáře. Jedinou možností jak se může představenstvo cílové společnosti bránit, resp. jak může představenstvo cílové společnosti bránit své akcionáře proti nabídkám, které nepovažuje za dostatečně atraktivní, tak bude možnost a za určitých okolností dokonce povinnost poohlédnout se po alternativním navrhovateli, či navrhovatelích. Ale i v takovém případě bude konečné rozhodnutí o konkurenčních nabídkách spočívat na akcionářích cílové společnosti a představenstvo cílové společnosti nebude moci upřednostňovat jednoho navrhovatele před druhým, např. tím, že vydá akcie, jež prodá jen jednomu z nich. Někdy však v této souvislosti bývá argumentováno tím, že povolení obranných opatření proti nabídkám lze ospravedlnit jejich prospěšností pro samotné akcionáře (oslabení tlaku na akcionáře, aby nabídku přijali; zvýšení ceny resp. hodnoty proti plnění při nabídce) jakož i pro stakeholders společnosti, především jejich zaměstnanců. Takovéto názory jsou však odmítány především s tím, že i když za určitých okolností může obrana představenstva proti nabídkám k těmto pozitivním výsledkům skutečně vést, což však není zdaleka prokazatelné, jakýkoliv režim, který svěřuje rozhodnutí o nabídce či o obranném mechanismu proti ní představenstvu, se sebou nevyhnutelně přináší též nepřijatelné náklady a riziko. Co je však nejpodstatnější, členové statutárního orgánu, resp. manažeři cílové společnosti jsou při nabídce převzetí zpravidla vystaveni významnému konfliktu zájmů. Často jsou to totiž i jejich výsledky a plány, jež jsou předmětem zkoumání a jejich funkce se tak ocitají v ohrožení. Jejich primární zájem tak nezřídka představuje zájem na záchraně jejich pracovní pozice a pověsti, spíše než-li na maximalizaci hodnoty společnosti pro akcionáře – maximalizaci shareholder value.

b) Zásada proporcionality mezi podílem na základním kapitálu a kontrolou (proportionality between risk-bearing capital and control)

Na otevřených kapitálových trzích by hlavní (institucionální) investoři zřejmě preferovali takovou investici, kde by podíl na ekonomickém riziku podnikatelské činnosti společnosti, tedy podíl na jejím základním kapitálu, plně odrážel podíl na kontrolních právech.

Proporcionalita mezi celkovým ekonomickým rizikem a kontrolou znamená, že akcie, s nimiž je spojeno neomezené právo podílet se na zisku společnosti a na jejím likvidačním zůstatku, a pouze tyto akcie by měly zpravidla nést hlasovací práva ve společnosti. Se všemi takovými akciemi by tak hlasovací práva měla být spojena poměrně k jejich rizikovosti. Držitelé práv podílu na zisku a na likvidačním zůstatku mají nejlepší předpoklady pro to, aby rozhodovali o záležitostech společnosti, neboť to budou především právě oni, kdo ponese veškeré důsledky těchto rozhodnutí. Do té míry do jaké se akcionář podílí na rizikovém, resp. základním kapitálu společnosti, by se tedy měl podílet i na rozhodování o záležitostech společnosti, řízení jejího podniku a jejích podnikatelských aktivitách. Vlastník většinového podílu na rizikovém, resp. základním kapitálu společnosti by tedy měl být schopen ve společnosti vykonávat kontrolu. Kapitálové a kontrolní struktury, jež ve společnosti některým akcionářům umožňují uplatnění disproporčních hlasovacích práv, by neměly být schopny působit tak, aby zmařily jinak úspěšnou nabídku převzetí (break-through rule)<sup>206</sup>. Koncept rizikového kapitálu jež je v tomto kontextu zpravidla užíván se však zcela neshoduje s pojmem základní kapitál tak jak užíván ve druhé evropské směrnici o obchodních společnostech. Rizikový kapitál tak mj. např. nezahrnuje klasickou formu prioritních akcií. Pravděpodobně i z tohoto důvodu je také směrnice o nabídkách převzetí ve svém čl. 11 odst. 6 z aplikace uvedeného pravidla průlomů výslovně vyjímá.

Směrnice o nabídkách převzetí kromě zakotvení základních, resp. obecných principů úpravy přináší také další, velmi významný prvek regulace kapitálového trhu a nabídek převzetí. Jedná se o tzv. **pravidla transparency** (údaje o společnostech jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu). Ustanovení čl. 10, které bude třeba rovněž implementovat do české úpravy, ukládá členským státům, aby zajistily, že společnosti uvedené v čl. 1 odst. 1, tedy takové společnosti, jejichž cenné papíry ve smyslu čl. 2 odst. 1 písm. e) směrnice jsou registrované na regulovaných trzích v EU, budou pravidelně zveřejňovat podrobné údaje ohledně jejich struktur řízení a správy (corporate governance) a dalších skutečností, které mohou ovlivnit nabídku převzetí takovéto společnosti a její úspěch. Pravidla transparency se přitom, spíše než-li pouze do úpravy nabídek převzetí, řadí do

---

<sup>206</sup> Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues related to takeover bids, ze dne 10. ledna 2002, str. 29 a násl..

obecné úpravy oznamovací povinnosti subjektů kapitálového trhu<sup>207</sup>. Uvedená informační povinnost (duty to disclose) přitom představuje obecné pravidlo, které má především za cíl vytvoření integrovaného kapitálového trhu v rámci celé EU<sup>208</sup>. Již expertní skupina v této souvislosti především zdůraznila, že velké množství ze specifických struktur ve společnostech (company specific structures) se nejenže odchyluje od obou klíčových principů – principle of shareholder decision-making a principle of proportionality between risk-bearing capital and control – v kontextu nabídek převzetí, ale zároveň se jedná o přednabídkové struktury (pre-bid structures), které i v obecné rovině vedou ke koncentraci kontrolních práv v rukou představenstva a/nebo minoritních akcionářů. Je tedy zřejmé, že směrnice uvedenou úpravou sleduje zakotvení obecné a permanentní informační či oznamovací povinnosti pro kótované společnosti ohledně jejich kapitálových a kontrolních struktur. Tato informační povinnost je přitom nezbytná pro ochranu investorů, neboť jim částečně umožní správně posoudit a ocenit hodnotu a rizika jejich investic. Jak vyplývá koneckonců i ze závěrů teorie efektivních trhů, jsou kapitálové trhy schopny správně posoudit efektivitu společností, které mají rozdílné kapitálové a kontrolní struktury, toliko na bázi úplné informovanosti, resp. plné transparency. V podrobnostech viz Zpráva expertní skupiny<sup>209</sup>. Samotná směrnice, vycházejíc mj. ze závěrů expertní skupiny, ve svém čl. 10 odst. 1 vymezuje minimální rozsah detailní informační povinnosti o struktuře corporate governance v kótovaných společnostech<sup>210</sup>. Jedná se např. o podrobné informace o jejich kapitálové struktuře s určením různých druhů akcií a práv a povinností s těmito akciemi spojenými a s určením podílu na základním kapitálu jež tyto druhy představují; dále pak informace o omezeních převoditelnosti cenných papírů; informace o významných přímých a nepřímých vlastnictvích akcií (včetně nepřímého vlastnictví prostřednictvím pyramidových struktur a vzájemného vlastnictví akcií) ve smyslu čl. 85 směrnice 2001/34/ES; také se jedná o informace o vlastnicích cenných papírů se zvláštními hlasovacími, resp. kontrolními právy; o podrobné informace o omezeních hlasovacích práv,

---

<sup>207</sup> Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues related to takeover bids, ze dne 10. ledna 2002, str. 29 a násl..

<sup>208</sup> Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues related to takeover bids, ze dne 10. ledna 2002, str. 29 a násl..

<sup>209</sup> Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues related to takeover bids, ze dne 10. ledna 2002, str. 23 - 26.

<sup>210</sup> Srov. čl. 10 odst. 1 směrnice o nabídkách převzetí.



jakými jsou omezení hlasovacích práv akcionářů držících určité procento či počet hlasů, časová omezení pro výkon hlasovacího práva, či o systémech v nichž jsou práva finanční povahy spojená s cennými papíry oddělena od držby cenných papírů; dále pak o jakýchkoli dohodách uzavřených mezi akcionáři, které jsou společnosti známy a které mohou mít za následek omezení převoditelnosti cenných papírů a/nebo hlasovacích práv; jakož i o pravidlech upravujících jmenování a výměnu členů představenstva a změnu stanov společnosti; a také o pravomoci představenstva, především pravomoci vydávat a zpětně odkupovat akcie; či o jakýchkoliv dohodách, resp. smlouvách mezi společností a členy jejího statutárního orgánu či jejími zaměstnanci, které jim zaručují odstupné v případě jejich odchodu ze společnosti v důsledku nabídky převzetí (tzv. zlaté padáky). Veškeré informace musí být uveřejněny ve výroční zprávě společnosti (čl. 10 odst. 2 směrnice). Kromě uveřejnění v rámci výroční zprávy společnosti, by statutární orgán měl na valné hromadě, jež schvaluje účetní závěrku, přednést vysvětlující zprávu k uvedeným strukturám (čl. 10 odst. 3 směrnice).

### III.2 Povinná nabídka převzetí

Veřejná nabídka převzetí představuje zvláštní formu akvizice společnosti v podobě tzv. „share deal“, tedy akciové transakce. Zásadně může dojít k převzetí společnosti i jinými způsoby, jako je tomu prostřednictvím tzv. „asset deal“, tedy odkupu jednotlivých majetkových součástí, resp. aktiv společnosti, popř. koupě celého podniku společnosti (smlouva o prodeji podniku), nebo prostřednictvím přeměn společností, zejména pak fúzí. Tzv. „asset deal“ však se sebou zpravidla přináší větší daňovou náročnost, neboť musí dojít i k odkrytí případných existujících tichých rezerv společnosti, zatímco přeměny společností, a to především zmiňované fúze, jsou sice z daňového hlediska bez komplikací, ale pro své uskutečnění předpokládají usnesení valné hromady cílové společnosti vyjadřující souhlas kvalifikované většiny, zpravidla  $\frac{3}{4}$  akcionářů. Tyto alternativy k veřejné nabídce převzetí tak zpravidla předpokládají přinejmenším faktickou součinnost ze strany představenstva cílové společnosti. U nabídky převzetí tomu však tak být nemusí – blíže viz dále v této práci.

Jak již bylo uvedeno v části 2 této práce, nabídkou převzetí je třeba především rozumět veřejný návrh smlouvy o koupi cenných papírů, s nimiž je spojeno právo účasti na akciové společnosti („cílové společnosti“), jenž je určen vlastníkům těchto cenných papírů.

Navrhovatel v nabídce převzetí projevuje vůli nabýt účastnické cenné papíry cílové společnosti („účastnické cenné papíry“) v rozsahu, který mu umožní ovládnutí společnosti nebo který zvýší jeho vliv v jím ovládané společnosti, proti zaplacení jejich kupní ceny nebo výměnou za jiné cenné papíry, a to nejde-li o povinnou nabídku převzetí.<sup>211</sup>

Z uvedeného lze tedy usuzovat na skutečnost, že **mezi dobrovolnou a povinnou nabídkou**, jež jsou si jinak svou povahou a průběhem do značné míry blízké, budou existovat jisté a to dosti podstatné rozdíly, které vedou k tomu, že se jejich právní úpravy liší. Jak uvádí **§183b odst. 1 ObchZ** : „**Jsou-li účastnické cenné papíry cílové společnosti kótované**, je akcionář, který získá buď sám nebo společně s jinými osobami jednáním ve shodě (§66b) **podíl** na hlasovacích právech, který mu **umožňuje ovládnutí společnosti** (§ 66a), povinen **do 60 dnů** (při podání žádosti Komisi pro cenné papíry je tato lhůta prodloužena až o 20 pracovních dnů) ode dne, který následuje po dnu, v němž akcionář tento podíl získá nebo překročí, **učinit nabídku převzetí všem vlastníkům** účastnických cenných papírů cílové společnosti.“ Ustanovení dále uvádí: „**Stejnou povinnost** má i akcionář a osoby jednající s ním ve shodě, jejichž **podíl** na účastnických cenných papírech nebo hlasovacích právech získaný podle první věty dosáhne nebo překročí hranici **dvou třetin a tří čtvrtin hlasovacích práv**. Povinnost učinit nabídku převzetí vzniká dnem následujícím po dnu, v němž akcionář podíl, který tuto povinnost zakládá, získá nebo překročí.“ Úprava v obchodním zákoníku je obsažena jak v §183b, tak v §183c, přičemž se jedná obdobně jako v zahraničních právních řádech o jednu z nejdůležitějších úprav v oblasti nabídek převzetí. Podstatný rozdíl v právní konstrukci mezi nabídkou převzetí (či chcete-li mezi dobrovolnou nabídkou) a povinnou nabídkou spočívá především v samotném důvodu pro její uskutečnění, tedy v tom, zda a proč konkrétní nabídku (dobrovolnou či povinnou) učinit. Zatímco dobrovolná nabídka převzetí je plně projevem autonomní vůle navrhovatele, je učinění povinné nabídky záležitostí zákonné povinnosti. Navíc je vhodné při odlišení dobrovolné a povinné nabídky zohlednit i rozdílné postavení navrhovatele v rámci cílové společnosti. Zatímco dobrovolnou nabídku převzetí činí zpravidla ten, kdo dosud ve společnosti nezastává kontrolní postavení, resp. kdo cílovou společnost dosud neovládá (nemusí tomu tak být nutně – srov. znění §183a odst.1 „... který zvýší jeho vliv v jím ovládané společnosti, nejde-li o povinnou nabídku převzetí podle § 183b ...“), tak

---

<sup>211</sup> §183a odst. 1 zákona č. 513/1991 Sb., Obchodní zákoník, v platném znění.

naproti tomu povinná nabídka toto kontrolní postavení jejího navrhovatele ve společnosti implicitně vyžaduje, resp. předpokládá. Naproti tomu se však vzájemně oba druhy nabídek převzetí svým průběhem odlišují pouze marginálně. I z tohoto důvodu je povinnosti učinit povinnou nabídku převzetí při ovládnutí společnosti zproštěna ta osoba, resp. skupina osob, která nabyla kontrolu ve společnosti, resp. společnost ovládla prostřednictvím nepodmíněné a neomezené (srov. §183a odst. 3)<sup>212</sup> nabídky převzetí<sup>213</sup>.

§183b a §183c tak obsahují obdobně jako jiné evropské úpravy nabídek převzetí<sup>214</sup> – srovnej zejména pravidlo 9 britského City Code („Mandatory offer“), §35 a násl. německého WpÜG a §22 a násl. rakouského ÜbG („Pflichtangebot“) – úpravu, která se především použije v případě, že navrhovatel ovládne cílovou společnost jiným způsobem než prostřednictvím veřejné nabídky převzetí. Předpisy upravující povinné nabídky jsou přitom systematicky podřazovány jak právu kapitálového trhu tak předpisům koncernového práva. Na jednu stranu by totiž mělo být investorům po změně kontroly v kótované společnosti, resp. po jejím ovládnutí, umožněno nabývat cenné papíry za stejných či srovnatelných podmínek jaké by zde byly pokud by k ovládnutí cílové společnosti nedošlo. Na druhou stranu by ostatní akcionáři cílové společnosti měli mít možnost získat přiměřenou finanční kompenzaci za to, že v důsledku začlenění společnosti do koncernu resp. jejím ovládnutím došlo k další ztrátě jejich vlivu. Zásadně pak převažuje blízkost úpravy ke koncernovému právu.

---

<sup>212</sup> §183a odst. 3 zní: „Není-li dále stanoveno jinak, může nabídka převzetí obsahovat omezení nejvyšším počtem účastnických cenných papírů, na něž se vztahuje, nebo podmínku spočívající v tom, že počet účastnických cenných papírů obsažený v oznámení nebo oznámeních o přijetí nabídky převzetí dosáhne alespoň počtu účastnických cenných papírů v něm uvedených. Ustanovení odstavce 1 věty druhé tím není dotčeno.“

<sup>213</sup> Srov.: § 183b odst. 15: „Povinnost učinit nabídku převzetí nevzniká, pokud akcionář sám nebo společně s osobami, s nimiž jedná ve shodě, ovládl společnost na základě nepodmíněné a neomezené nabídky převzetí učiněné v souladu s tímto zákonem a za cenu stanovenou podle § 183c odst. 3.“; §35 odst. 3 WpÜG: „Wird die Kontrolle über die Zielgesellschaft auf Grund eines Übernahmeangebots erworben, besteht keine Verpflichtung nach Absatz 1 Satz 1 und Absatz 2 Satz 1.“

<sup>214</sup> Za zmínku v této souvislosti stojí, že úprava nabídek převzetí v USA reglementaci povinné nabídky neobsahuje a nikdy neobsahovala! To má dalekosáhlé důsledky mj. pro konstrukci celé americké úpravy, jež se musí, resp. musela potýkat především s fenoménem tzv. dvoustupňových nabídek – two-tiered offers, jež na evropském kontinentu nejsou ve světle existence povinnosti učinit při ovládnutí společnosti nabídku všem akcionářům za tzv. spravedlivou cenu myslitelné. Srov. též dále v této práci.

Byla to novela obchodního zákoníku provedená zákonem č. 370/2000 Sb. která zásadním způsobem zpřísnila nabídkovou povinnost obsaženou v §183b odst. 1. Zatímco před uvedenou novelou postihovala tato povinnost začleněná do obchodního zákoníku zákonem č. 142/1996 Sb. (povinnost učinit veřejný návrh smlouvy) akcionáře, který sám nebo jednáním ve shodě získal možnost vykonávat hlasovací práva v rozsahu jedné poloviny, dvou třetin či tří čtvrtin, novela z roku 2000 tuto povinnost uložila již při získání podílu na hlasovacích právech, který umožňuje ovládnutí společnosti, tedy dle platné dikce §66a (srov. výše) již při získání podílu umožňujícího fakticky nebo právně vykonávat přímo či nepřímou rozhodující vliv na řízení nebo provozování podniku společnosti. Vzhledem k zákonným domněnkám v §66a vzniká v praxi nabídková povinnost již při podílu 40% a v některých případech dokonce ještě menším. Uvedené ustanovení má především sloužit ochraně menšinových akcionářů a ke vzniku nabídkové povinnosti tedy zásadně postačí, že některý z akcionářů má možnost rozhodující vliv na společnost vykonávat, což je samo o sobě hrozbou pro menšinové akcionáře, bez ohledu na to, zda tento akcionář rozhodující vliv skutečně vykonává. Akcionář, který získá podíl na účastnických cenných papírech, popřípadě hlasovacích právech v rozsahu dvou třetin a tří čtvrtin hlasovacích práv, získává tím možnost rozhodovat o společnosti v rozsahu spojeném se získanými právy – jeho vliv pak je takový, že může, pokud stanovy neurčí jinak, např. rozhodnout o změně druhu či formy akcií, o omezení převoditelnosti akcií či zrušení jejich registrace, o vyloučení či omezení přednostního práva akcionářů (tříčtvrtinová většina) či může, rovněž pokud stanovy nestanoví jinak, např. rozhodnout o zvýšení a snížení základního kapitálu, o změně stanov, o zrušení společnosti (dvoutřetinová většina). Získání takového postavení pak mnohdy vede ke snížení kursu kótovaných účastnických cenných papírů společnosti a rovněž vždy k podstatnému snížení vlivu ostatních akcionářů na řízení společnosti. Obchodní zákoník mj. proto nabídkovou povinnost předepisuje takovému akcionáři.

Je nezbytné připomenout, že úprava nabídek převzetí v českém obchodním zákoníku se vztahuje nejen toliko na kótované cenné papíry, nýbrž na veškeré účastnické cenné papíry i nekótovaných cílových (resp. akciových) společností. Naproti tomu v zahraničí je tomu většinou tak, že úprava dopadá toliko na kótované společnosti, tedy na společnosti, jejichž účastnické cenné papíry, nikoliv však nutně všechny, postačí pouze jejich část, byly přijaty

k obchodování na regulovaném trhu. V případě povinných nabídek však, jak vyplývá ze znění §183b odst. 1, český zákonodárce povinnost učinit nabídku výslovně omezuje na společnosti jejichž účastnické cenné papíry jsou kótované. Zásadně tedy pro aplikaci uvedeného ustanovení, obdobně jako je tomu v případě aplikace např. německého WpÜG či jiných zahraničních úprav, či v případě „třinácté“ směrnice<sup>215</sup>, postačí, pokud dojde k přijetí k obchodování na regulovaném trhu pouze části účastnických cenných papírů cílové společnosti<sup>216</sup>.

Z hlediska aplikace úpravy je důležité zejména hledisko, z něhož je na reglementaci povinné nabídky nahlíženo. Určení právní povahy nabídkové povinnosti nabývá na významu především v souvislosti s otázkou vůči komu tato povinnost existuje, především však kdo se takovéto povinnosti, pokud to je nutné i soudně, může domáhat. Pokud budeme povinnost učinit povinnou nabídku považovat ryze za součást práva kapitálového trhu a tedy spíše za úpravu veřejnoprávního rázu, potom by tato povinnost nebyla vymahatelná jednotlivými akcionáři, resp. vlastníky účastnických cenných papírů cílové společnosti. Pokud by se naproti tomu v případě povinné nabídky jednalo primárně o úpravu koncernového práva a povinnost učinit nabídku by tak byla soukromoprávní povinností vůči ostatním akcionářům cílové společnosti, bylo by myslitelné, že rub této povinnosti představuje individuální nárok každého akcionáře vůči tomu akcionáři či těm akcionářům kteří společnost ovládli na učinění nabídky za přiměřené protiplnění ohledně cenných papírů společnosti. Posouzení právní povahy nabídkové povinnosti je třeba činit v souladu se smyslem a účelem úpravy, zejména pak v souladu s ochranným účelem normy.

---

<sup>215</sup> Srov. znění směrnice: „... cenných papírů společností, které se řídí právem členského státu, pokud jsou všechny nebo některé tyto cenné papíry přijaty k obchodování na regulovaném trhu ve smyslu směrnice 93/22/EHS v jednom nebo více členských státech ...“; „... securities of a company as referred to in Article 1(1) – the securities of companies governed by the laws of Member States, where all or some of those securities are admitted to trading on a regulated market within the meaning of Directive 93/22/EEC in one or more Member States ...”.

<sup>216</sup> Srov. Např. §7 odst. 1 věta 1 německého BörsZulV, jež připouští, aby byla k obchodování přijata pouze část cenných papírů společnosti. Obdobný závěr lze učinit rovněž z §44 a násl. zákona č. 264/2004 Sb. o podnikání na kapitálovém trhu.

Pokud bychom na nabídkovou povinnost nahlíželi jako na **nástroj ochrany investic a investorů**, je nasnadě zmínit skutečnost, že jí je především přičítána preventivní funkce. Tato povinnost totiž především předchází a brání tomu, aby potenciální navrhovatel byl schopen nabýt v cílové společnosti kontrolní vliv prostřednictvím neveřejných, částečných nabídek, čímž by mohl dosáhnout toho, aby v důsledku poklesu kursu cenných papírů cílové společnosti, jenž je zpravidla s ovládnutím společnosti a tvorbou koncernu spojen, došlo ke zhoršení majetkového postavení těch vlastníků účastnických cenných papírů, kteří byli z těchto neveřejných částečných nabídek vyňati (neměli v jejich rámci možnost své cenné papíry zcizit, popř. neměli možnost učinit dostatečně informované a svobodné rozhodnutí)<sup>217</sup>. Tento průběh ovládnutí společnosti prostřednictvím neveřejných, resp. soukromých nabídek, transakcí a jednotlivě dojednaných kupních a směnných smluv není sice regulací ať už v ObchZ, tak i v jiných evropských úpravách, vyloučen<sup>218</sup>, potenciální navrhovatel, resp. osoba jež takto ovládnutí společnosti usiluje, musí však již v předstihu zohlednit skutečnost, že bude muset následně učinit povinnou nabídku ostatním akcionářům<sup>219</sup>, resp. vlastníkům účastnických cenných papírů cílové společnosti, a to při poskytnutí přiměřeného protiplnění, které je poskytováno v podobě tzv. spravedlivé ceny, při jejímž stanovení jsou především

---

<sup>217</sup> Srov. rovněž pojednání o nabídce převzetí v právním systému USA (případ *Wellman v. Dickinson*).

<sup>218</sup> Jak vyplývá zejména z pojednání o *Wellman test*, je v americké praxi pod pojem „tender offer“ dle tamní úpravy nabídek převzetí třeba podřadit v řadě případů rovněž takovéto, zdánlivě individuální transakce, a to za předpokladu, že jsou u nich dána, byť i jen částečně, nikoliv tedy nutně bezvýjimečně a kumulativně, tzv. *Wellmanova kritéria* – srov. výše.

<sup>219</sup> Např. podle již zmiňovaného §32 ve spojení s §35 a §39 WpÜG je v německé úpravě možné z povinné nabídky vyjmout vlastníky jiných účastnických cenných papírů cílové společnosti, než-li akcií. Povinnost tedy dle této úpravy vzniká jen vůči akcionářům cílové společnosti. Česká úprava je naproti tomu důslednější a vyžaduje *expressis verbis* učinění nabídky převzetí všem vlastníkům účastnických cenných papírů cílové společnosti. Je však vhodné uvést, že německá úprava je smysluplnější, pokud se jedná o cenné papíry, jež nabytí akcií umožňují, jako je tomu v případě vyměnitelných dluhopisů či opčních listů. Jinak by totiž navrhovatel byl nucen učinit dvojí nabídku převzetí: musel by tak nabídku učinit jednak stávajícímu vlastníku akcie a zároveň tomu jež vlastní opci, resp. cenný papír umožňující nabytí této akcie. Neboť tyto cenné papíry zásadně nezpůsobují započítávání hlasů, může dojít k jejich vynětí z nabídky převzetí. Něco jiného však platí pro certifikáty zastupující akcie a zatímní listy, popř. pro *Depositary Receipts*. V prvním případě totiž dosud žádné akcie neexistují, tudíž se nabídka převzetí nutně musí vztahovat jen a pouze na zatímní listy. Pokud se jedná o *Depositary Receipts* je pouze v některých případech vhodné, aby byla nabídka adresována jejich vlastníkům, jakožto ekonomickým kvazivlastníkům akcií a nikoliv tedy předmětné depozitní bance, jež je vydala.

zohledněny právě předchozí koupě či směny cenných papírů. Ve smyslu „třinácté“ směrnice je totiž spravedlivou cenou třeba především rozumět nejvyšší cenu, kterou navrhovatel, nebo osoby jednající s navrhovatelem ve shodě, zaplatil za tytéž cenné papíry v období šesti až dvanácti měsíců předcházejícím nabídce (blíže viz dále). Pro potenciálního navrhovatele je proto z ekonomického hlediska často cesta ovládnutí společnosti prostřednictvím dobrovolné nabídky smysluplnější, pokud však není v konkrétním případě dán jeden z důvodů vynětí z nabídkové povinnosti (srov. např. §183b odst. 3, 8 a 11 ObchZ, či §37 WpÜG). Individuální investor tak naproti tomu již nemusí při učinění investičního rozhodnutí zohledňovat, zda společnosti na níž se chce majetkově podílet v budoucnu hrozí, že bude nově začleněna do koncernu, či že v ní přinejmenším dojde ke změně v osobě ji ovládající, čímž by mohlo dojít k znehodnocení jeho investice a zhoršení jeho majetkového postavení prostřednictvím poklesu kursu akcií. Obecně vzato, tak nabídková povinnost z tohoto pohledu vede k posílení důvěry investiční veřejnosti ve funkčnost kapitálového trhu. S ohledem na svou preventivní funkci pak popsaná nabídková povinnost stojí přednostně ve veřejném zájmu.

Pokud bychom na nabídkovou povinnost naopak nahlíželi spíše jako na **nástroj ochrany akcionářů ve fázi tvorby koncernu**, došli bychom k odlišným závěrům. Zejména v německé či rakouské literatuře je přitom nabídkové povinnosti přednostně připisován zájem na kontrole nad utvářením koncernů spíše než-li uvedený zájem na ochraně investic. Ustanovení o povinné nabídce převzetí tak doplňují úpravu koncernového práva, která zpravidla, jako je tomu i v případě české úpravy, obsahuje pouze ochranu mimostojících (rozuměj: neutvářejících s předmětnou společností koncern) společníků, resp. v případě akciové společnosti jejích mimostojících akcionářů, teprve ve fázi po vytvoření koncernu. Ačkoliv podle české úpravy (obdobný závěr však lze učinit i pro úpravu německou – srov. §35 odst. 2 WpÜG) obsažené v §183b a §183c ObchZ závisí její aplikace na získání podílu na hlasovacích právech, který umožňuje ovládnutí společnosti ve smyslu § 66a ObchZ, nachází se v daném případě „navrhovatel“ stále ještě ve fázi utváření koncernu, neboť nově získaná hlasovací práva nemůže zásadně vykonávat do té doby, než učiní povinnou nabídku. Nabídková povinnost kromě toho zahrnuje rovněž případy, v nichž dojde ke změně kontroly ve společnosti, resp. ke změně v osobě ji ovládající, tzn. cílová společnost, která již do nějakého koncernu začleněna je, bude začleněna do koncernu jiného akcionáře. Takovýto krok pak koneckonců povede ke změně (podnikatelských) cílů společnosti, což se zpravidla

dotkne i práv mimostojících akcionářů. Nabídková povinnost tak především slouží k ochraně menšinových akcionářů v cílové společnosti. Akumulací hlasovacích práv na straně navrhovatele bude možnost minoritních akcionářů ovlivňovat směřování společnosti dále omezena. Především v uvedeném spočívající znehodnocení s akcií spojených majetkových a správních práv by mělo být kompenzováno možností vystoupení ze společnosti při poskytnutí přiměřeného protiplnění, čímž zároveň dojde i k vyrovnání hrozící majetkové újmy.

Podle mého názoru, jakkoliv se v něm přikláním spíše k pohledu na povinnou nabídku jakožto na **nástroj ochrany investic a investorů**, se ustanovení o povinné nabídce obsažená v ObchZ z povahy věci vztahují pouze na tu část cenných papírů, jež jsou kótované, tedy přijaté k obchodování na regulovaném trhu. Pokud by tomu tak nebylo, ztrácela by podmínka přijetí k obchodování na regulovaném trhu zcela smysl. Pokud by např. došlo k ovládnutí cílové společnosti, resp. k nabytí kontrolní účasti v ní pouze nabytím té části účastnických cenných papírů cílové společnosti, jež nebyly k obchodování na regulovaném trhu přijaty, vznikla by přesto tomuto subjektu, resp. osobám jednajícím s ním ve shodě povinnost učinit povinnou nabídku převzetí. Povinnost učinit nabídku převzetí by se ovšem měla vztahovat pouze na kótované cenné papíry cílové společnosti. Pro uvedený závěr navíc hovoří jak zmiňované zahraniční úpravy tak znění §183b odst. 7 jež výslovně na povinné nabídky vyžaduje aplikaci § 183e, tedy ustanovení upravujícího zvláštnosti postupu při nabídce převzetí týkající se kótovaných účastnických cenných papírů. Jsem tedy toho názoru, že formulace ustanovení §183b odst. 1 je matoucí, ne-li chybná, neboť může navodit interpretační nesnáze – srov. znění „...jsou-li účastnické cenné papíry cílové společnosti kótované, je akcionář, který získá buď sám nebo společně s jinými osobami jednáním ve shodě (§ 66b) podíl na hlasovacích právech, který mu umožňuje ovládnutí společnosti povinen ... učinit nabídku převzetí všem vlastníkům účastnických cenných papírů cílové společnosti...“. Především považuji za chybné formulace „jsou-li účastnické cenné papíry cílové společnosti kótované“ a „nabídku převzetí všem vlastníkům“, neboť z první není zcela zřejmé, zda kótované musí být všechny či pouze část cenných papírů a druhá navozuje dojem, že se nabídka má vztahovat nejen na kótované cenné papíry, nýbrž na všechny cenné papíry cílové společnosti (což by bylo naopak v souladu s pohledem na povinnou nabídku jakožto na **nástroj ochrany akcionářů ve fázi tvorby koncernu**), neboť má být *expressis verbis* učiněna všem vlastníkům.



Jak již jsem uvedl, v USA není povinná nabídka převzetí upravena vůbec, což znamená, že ovládnutí tamní cílové společnosti nemá v žádném případě za následek povinnost učinit ostatním akcionářům nabídku převzetí. Americká úprava tak zejména proto musí řešit problém existence tzv. dvoustupňových nabídek, při nichž částečnou nabídku převzetí v podobě v níž je přípustná obvykle následuje (nucený) odkup zbylých akcií, tzv. squeeze-out, a to při neexistenci úpravy povinné nabídky vyžadující implicitně poskytnutí spravedlivé ceny, zásadně za cenu nižší!<sup>220</sup> Na rozdíl od reglementace v USA však jiné úpravy, zejména ty evropské, nabídkovou povinnost obsahují.

Ve Velké Británii je jedním z nejdůležitějších pravidel obsažených v City Code právě pravidlo 9, obsahující úpravu povinné nabídky převzetí. Povinnou nabídku přitom zakotvuje již princip 10, obsažený v obecných zásadách City Code on Takeovers and Mergers<sup>221</sup>. Pravidlo 9 britského City Code stanoví, že nabude-li navrhovatel či jakákoliv osoba jednající s ním ve shodě akcie společnosti představující 30 a více procent hlasovacích práv ve společnosti, je navrhovatel povinen učinit peněžitou nabídku převzetí cílové společnosti, a to za nejvyšší cenu již navrhovatel či osoba jednající s ním ve shodě zaplatil za akcie cílové společnosti po dobu uplynulých 12 měsíců. Důvodem úpravy obsažené v tomto pravidle je skutečnost, že Panel je přesvědčen o tom, že vlastnictví 30 a více procent, ač neposkytuje právní kontrolu, poskytuje vlastníku tohoto podílu na hlasovacích právech ve společnosti efektivní kontrolu nad záležitostmi této společnosti. Podle Panelu by dokonce bylo hrubě nesprávné pokud by měli akcionáři zůstat vlastníky účastnických cenných papírů společnosti, jež má zcela jiný management, řízení a cíle a jež se dokonce mohla stát méně atraktivní jak pro její akcionáře tak pro trh, zcela bez možnosti své akcie prodat. V souladu s uvedenou hypotézou, zastává tedy Panel názor, že nabytí uvedeného 30 procentního a vyššího podílu na hlasovacích právech jest třeba považovati za změnu v kontrole ve společnosti a že zbývajícím akcionářům má býti poskytnuta příležitost své akcie prodat. Jako i v jiných případech, i zde je

---

<sup>220</sup> Blíže k problematice dvoustupňové nabídky v dalším textu.

<sup>221</sup> „Where control of a company is acquired by a person, or persons acting in concert, a general offer to all other shareholders is normally required; a similar obligation may arise if control is consolidated. Where an acquisition is contemplated as a result of which a person may incur such an obligation, he must before making the acquisition, ensure that he can and will continue to be able to implement such an offer.“

základním účelem úpravy dosáhnout rovného zacházení se všemi akcionáři. Povinnost učinit povinnou nabídku podle pravidla 9 může představovat závažné negativní důsledky pro neopatrného a ukvapeného navrhovatele. Nejenže je navrhovatel podle City Code povinen učinit nabídku na všechny akcie (s výjimkou některých druhů akcií bez hlasovacích práv) cílové společnosti (a to ať již to skutečně bylo či nebylo jeho původním závěrem), ale City Code zároveň významně omezuje lhůty a podmínky, za nichž tak navrhovatel může učinit. Asi nejdůležitější je pravidlo stanovící, že povinná nabídka může být podmíněna pouze tak, že počet účastnických cenných papírů obsažený v oznámení nebo oznámeních o přijetí nabídky převzetí dosáhne alespoň 50% účastnických cenných papírů, resp. hlasovacích práv v cílové společnosti. Omezení navrhovatele tak spočívá především v tom, že minimální úroveň akceptací může být v konkrétním případě nižší, než kterou by navrhovatel chtěl skutečně dosáhnout. Navíc v důsledku aplikace uvedeného pravidla na povinnou nabídku její navrhovatel ztratí ochranu, resp. možnost užití dalších podmínek, jež by mohly nabídku limitovat.

Povinnost učinit nabídku podle pravidla 9 se také uplatní, pokud osoba vlastní sama, popř. společně s osobami jednajícími s ní ve shodě, 30% až 50% podíl na hlasovacích právech společnosti a pokud zároveň došlo k nárůstu tohoto podílu na hlasovacích právech. Z účelu ustanovení pravidla 9 vyplývá, že bude záležet především na Panelu, aby posoudil, zda osoby jednají vzájemně ve shodě či nikoliv. Obecně vzato, bude velice náročné postupovat tak, aby nezáměrně nedošlo ke vzniku povinnosti učinit nabídku podle pravidla 9. V případě pochybností, zda konkrétní jednání zakládá uvedenou povinnost, je vhodné konzultovat celou problematiku již v rané fázi s Panelem. Zprostit se povinnosti učinit povinnou nabídku je přitom v souladu s článkem 9 za určitých podmínek a na základě rozhodnutí Panelu zásadně možné. Pokud například navrhovatel nezáměrně nabude 30 či více procent hlasovacích práv v cílové společnosti, bude mu v takovém případě kupř. uloženo, aby svůj podíl na hlasovacích právech odprodal tak, aby tento klesnul pod hranici uvedených 30 procent.

**Německá úprava** obsahuje úpravu povinnosti učinit nabídku převzetí především v §35 a násl. WpÜG. Nabude-li určitý subjekt přímo či nepřímo kontrolu v cílové společnosti, musí tuto skutečnost neprodleně, nejpozději však do 7 kalendářních dnů, uveřejnit, spolu s uvedením výše svého podílu na hlasovacích právech. Lhůta pro uveřejnění začíná běžet od okamžiku,

kdy navrhovatel věděl nebo podle okolností musel vědět, že v cílové společnosti nabytí kontrolu (společnost ovládl). Kontrolou je pak podle WpÜG třeba rozumět vlastnictví nejméně 30 % hlasovacích práv ve společnosti.

Navrhovatel podle §35 odst. 2 WpÜG musí ve lhůtě 4 týdnů po zveřejnění nabytí kontroly v cílové společnosti zaslat Spolkovému úřadu pro dohled nad kapitálovým trhem (Bundesaufsichtsamt) nabídkový dokument a uveřejnit v souladu s ustanoveními WpÜG povinnou nabídku převzetí.

V této souvislosti je vhodné vrátit se k německé úpravě komanditní společnosti na akcie (akciové komandity) – KGaA. Podle převažujícího názoru (tzv. herrschende Meinung) není v komanditní společnosti na akcie možné nabytí prostřednictvím koupě či směny účastnických cenných papírů kontrolu a proto ani právní domněnka nabytí kontroly, resp. ovládnutí společnosti obsažená v § 29 odst. 2 WpÜG může být jen obtížně aplikována na cílové společnosti této právní formy. Nabytí podílu na hlasovacích právech ve výši 30% prostřednictvím získání odpovídajícího množství akcií komanditní společnosti na akcie tak samo o sobě nevede ke vzniku povinností podle §35 odst. 1 a 2 WpÜG. V případě KGaA je tak třeba dosažení kontrolního postavení ve společnosti posuzovat odchylně od případu akciové společnosti, neboť chod a obchodní vedení společnosti ovlivňují především její komplementáři. Z uvedeného mj. vyplývá, že v případě KGaA lze zároveň hovořit toliko o nabídkách na nabytí účastnických cenných papírů (Angebote zum Erwerb von Wertpapieren), nikoliv však už o nabídkách převzetí (Übernahmeangebote), tedy o nabídkách jež jsou spojeny s nabytím kontrolního podílu na hlasovacích právech (30% a více) resp. s ovládnutím společnosti. Systematika německého WpÜG je v tomto ohledu velmi dobře propracovaná (srov. výše).

Německá úprava výslovně z uvedené nabídkové povinnosti vyjímá vlastní akcie cílové společnosti, akcie cílové společnosti jež vlastní společnost, která je cílovou společností ovládaná či v níž má cílová společnost většinový podíl, a také akcie cílové společnosti vlastněné třetí osobou avšak na účet cílové společnosti či na účet na cílové společnosti závislého subjektu či na účet společnosti v níž má většinový podíl cílová společnost. Kromě toho pak WpÜG obdobně jako obchodní zákoník z nabídkové povinnosti vyjímá ty případy,

kdy k nabytí kontroly v cílové společnosti došlo na základě dobrovolné veřejné nabídky převzetí.

Srovnatelnou povinnost jakou nyní obsahuje WpÜG obsahoval rovněž článek 16 Übernahmekodex (Kodex nabídek převzetí, který byl po britském vzoru úpravou na principu samoregulace, v SRN platil do konce roku 2001) a obsahují ji i další právní úpravy jiných evropských států. Např. Rakouská úprava v §22 a násl. ÜbG a rovněž belgická úprava vyžadují učinění povinné nabídky, pokud akcionář nabude kontrolní balík akcií ve veřejné společnosti, tj. takové jejíž účastnické cenné papíry jsou kótované. Obdobně i francouzská, italská a španělská úprava obsahují nabídkovou povinnost pro akcionáře s vyšším podílem na hlasovacích právech.

**Směrnice o nabídkách převzetí**, vycházejíc především ze Zprávy expertní skupiny, podrobně upravuje tzv. spravedlivou cenu placenou při povinných nabídkách převzetí<sup>222</sup> – equitable price. Podle směrnice o nabídkách převzetí má tak fyzická či právnická osoba, jež sama nebo prostřednictvím osob jednajících s ní ve shodě nabude cenné papíry, jež jí, spolu s dalšími jí nebo osobou jednající s ní ve shodě již vlastněnými cennými papíry, přímo nebo nepřímo poskytují hlasovací práva ve společnosti představující kontrolu nad touto společností, v souladu s pravidly stanovenými podle směrnice členskými státy, povinnost učinit povinnou nabídku převzetí jako prostředek ochrany minoritních akcionářů společnosti. Směrnice však zároveň z povinnosti učinit nabídku převzetí stanovené v čl. 5 odst. 1 výslovně v odst. 2 tohoto článku vyjímá ty subjekty, které kontrolu ve společnosti nabyly na základě dobrovolné nabídky učiněné v souladu se směrnicí všem vlastníkům cenných papírů na všechny jimi vlastněné cenné papíry. Procento hlasovacích práv jež ve smyslu ustanovení čl.

---

<sup>222</sup> Směrnice především ve svém čl. 5 odst. 1 uvádí co je pod povinnou nabídkou třeba rozumět a stanoví základní parametry aplikace úpravy: „Pokud fyzická či právnická osoba v důsledku toho, že je sama nebo prostřednictvím osob jednajících s ní ve shodě nabude, drží cenné papíry společnosti uvedené v čl. 1 odst. 1, které, po přičtení ke stávající držbě takových cenných papírů této osoby a k držbám cenných papírů osob jednajících ve shodě s ní, této osobě přímo či nepřímo dávají zvláštní procento hlasovacích práv v této společnosti, a tím jí zajišťují ovládnutí této společnosti, zajistí členské státy, aby byla tato osoba povinna učinit nabídku jako prostředek ochrany menšinových akcionářů společnosti. Taková nabídka je co nejdříve adresována všem držitelům těchto cenných papírů na všechny cenné papíry v jejich držení za spravedlivou cenu definovanou v odstavci 4.”

5 odst. 1 představuje kontrolu ve společnosti a způsob výpočtu tohoto procenta stanoví v souladu s čl. 5 odst. 3 členský stát EU v němž má společnost své sídlo. Na rozdíl od ustanovení §183c odst. 3 – 5 ObchZ, směrnice o nabídkách převzetí vymezuje tzv. equitable price, tedy spravedlivou cenu placenou při povinných nabídkách, zásadně jako prémiovou cenu, tedy nejvyšší cenu, která byla za cenné papíry v určitém období zaplacená, což si mj. vyžádá změnu předmětných ustanovení ObchZ<sup>223</sup>. Spravedlivou cenou ve smyslu čl. 5 odst. 4 směrnice je totiž třeba především rozumět nejvyšší cenu, kterou navrhovatel, nebo osoby jednající s navrhovatelem ve shodě, zaplatil za tytéž cenné papíry v období, jehož přesnou délku určí národní právo členských států jako období nejméně šesti měsíců a nejvíce dvanáct měsíců před nabídkou – tzv. „the highest price paid rule“. Pokud po dobu závaznosti nabídky navrhovatel nebo kterákoliv osoba jednající s ním ve shodě koupí cenné papíry za cenu vyšší, než je cena nabídky, musí pak navrhovatel, resp. předkladatel nabídky svou nabídku zvýšit tak, aby nebyla nižší než nejvyšší cena zaplacená za takto nabyté cenné papíry. Za předpokladu, že budou zohledněny obecné principy nabídek převzetí, jak jsou stanoveny v čl. 3 odst. 1 směrnice, však členské státy mohou zmocnit své orgány dozoru, aby minimální cenu nabídky, zjištěnou uvedeným postupem, za jasně určených okolností a v souladu s jasně určenými kritérii upravily směrem dolů či nahoru<sup>224</sup>. Každé rozhodnutí dozorčího orgánu o úpravě spravedlivé ceny však musí být vždy odůvodněno a zveřejněno.

---

<sup>223</sup> §183c odst. 3 uvádí: „Cena nebo směnný poměr, uvedené v povinné nabídce převzetí musí být přiměřené hodnotě účastnických cenných papírů. Při stanovení ceny pro účely povinné nabídky převzetí při ovládnutí společnosti se přihlédne k váženému průměru z cen, za něž byly uskutečněny obchody těmito cennými papíry v době 6 měsíců před vznikem povinnosti učinit nabídku převzetí, které byly evidovány osobou oprávněnou k vedení centrální evidence cenných papírů podle odstavce 4 (dále jen "průměrná cena"). Jestliže akcionář nebo osoba jednající s ním ve shodě nabyla v posledních 6 měsících cenné papíry, které jsou předmětem nabídky převzetí, za cenu vyšší, než je průměrná cena (dále jen "prémiová cena"), nesmí být cena navrhovaná v nabídce převzetí nižší než prémiová cena snižená až o 15 %, jestliže stanovy tuto odchylku nevyklučují nebo nezpřisňují. Takto snižená prémiová cena nesmí být nižší než průměrná cena.“ §183c odst. 5 pak stanoví: „Přiměřenost ceny nebo směnného poměru cenných papírů při povinné nabídce převzetí musí být doložena posudkem znalce. Přestože cena v povinné nabídce převzetí nebyla přiměřená, je smlouva platná. Ten, kdo takovou nabídku převzetí přijal, je oprávněn domáhat se doplacení rozdílu mezi cenou uvedenou v nabídce převzetí a přiměřenou cenou. Soudní rozhodnutí, jímž se přiznává právo na doplacení tohoto rozdílu, je co do základu přiznaného práva pro navrhovatele závazné i vůči ostatním osobám, které nabídku převzetí přijaly.“

<sup>224</sup> Za tímto účelem mohou členské státy vypracovat seznam okolností, za kterých lze nejvyšší cenu upravit směrem nahoru nebo dolů, například pokud byla nejvyšší cena stanovena dohodou mezi kupujícím a

Požadavek, aby při povinné nabídce byla nabídnuta tzv. spravedlivá cena je přitom s ohledem na potřebu dosažení adekvátní ochrany minoritních akcionářů v tomto kontextu požadavkem nejvyšší důležitosti! Povinná nabídka učiněná za cenu jež není tzv. spravedlivou cenou, resp. která je nižší než tato cena by tuto ochranu minoritním akcionářům neposkytla, neboť by minoritním akcionářům odeprěla možnost prodat své cenné papíry za rovných podmínek. Absence povinnosti nabídnout při povinné nabídce spravedlivou cenu může minoritní akcionáře rovněž vést k tomu, aby své cenné papíry prodali v dobrovolné leč částečné nabídce učiněné za cenu, kterou by jen ztěžilo bylo možno považovat za cenu spravedlivou. Skutečnost, že takovýto požadavek – požadavek spravedlivé ceny v kontextu klasických dobrovolných nabídek převzetí chybí, lze na rozdíl od jeho absence v kontextu povinných nabídek, ospravedlnit tím, že v jejich případě je možno ponechat posouzení adekvátnosti nabídkové ceny na kapitálovém trhu. Čl. 5 odst. 5 směrnice zakotvuje v kontextu povinných nabídek převzetí veledůležitou zásadu likvidity protiplnění. Nabízí-li navrhovatel za akcie cílové společnosti jiné cenné papíry, potom v případě, že tyto cenné papíry nejsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, je povinen nabídnout peněžní částku alespoň jako alternativu. Totéž platí i tehdy, nabyli-li navrhovatel, nebo osoba jednající s ním ve shodě, ve lhůtě alespoň tří měsíců před nabídkou či po dobu závaznosti nabídky více než 5% předmětných cenných papírů proti penězům (princip nediskriminace v otázce druhu nabízeného protiplnění). **Existence nabídkové povinnosti** v právních úpravách nabídek převzetí na evropském kontinentu, a především pak harmonizace jejích základních pravidel ve společné evropské směrnici, je dle mého názoru krok správným směrem, jež se sebou přináší stabilitu a jistotu pro investory a zároveň kýženou ochranu minoritních akcionářů. Je přitom třeba nezapomínat na skutečnost, že i v případě úpravy povinné nabídky hraje důležitou úlohu především její vyváženost. Proto stanovení lhůt a jejich dodržování, způsob určení a modifikace spravedlivé ceny, jakož i další aspekty úpravy je třeba hodnotit ve světle dosažení

---

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

jak jejich ekonomických cílů tak naplnění obou právně-politických cílů úpravy – ochrany investorů a ochrany minoritních akcionářů.

### III.3 Průběh nabídky, částečná a konkurenční nabídka převzetí

Nabídka převzetí, kterou je především možno považovat za veřejný návrh smlouvy o koupi či směně cenných papírů, s nimiž je spojeno právo účasti na cílové společnosti, určený vlastníkům těchto cenných papírů, jež má navrhovateli umožnit ovládnutí společnosti, popř. zvýšit jeho vliv v jím ovládané společnosti, se rozpadá do několika stádií.

Zásadně se přitom rozlišují dvě základní nabídkové fáze: fáze pre-bid a fáze post-bid. Ve fázi před učiněním nabídky (pre-bid) přitom platí obdobně jako ve fázi po jejím učinění (post-bid) určitá pravidla jež mají vliv na její průběh, popř. i trvání. Učiněním nabídky, tedy pomyslnou hranicí mezi fázemi pre-bid (přednabídková fáze) a post-bid (fáze po učinění nabídky), je její uveřejnění tak, jak je upraveno např. v českém obchodním zákoníku zejména v §183a odst. 2, 3 a 4. Pro řadu zákonných či obdobných ustanovení, ale především pak obecných zásad úpravy nabídek převzetí, včetně na evropském kontinentu rozšířeného principu neutrality, však platí, že se uplatní nikoliv až od okamžiku uveřejnění nabídky (tedy až ve fázi post-bid), nýbrž již v okamžiku, kdy byli členové orgánu společnosti seznámeni se záměrem navrhovatele (již ve fázi pre-bid). Je tomu tak mj. i podle „třinácté“ směrnice jež rovněž např. ve svém čl. 9 odst. 2 v návaznosti na čl. 6 odst. 1 ukládá, aby členské státy přijaly takovou úpravu, kde se uvedený princip neutrality uplatní již od okamžiku, kdy představenstvo cílové společnosti obdrží oznámení o rozhodnutí navrhovatele učinit nabídku převzetí, a to až do okamžiku uveřejnění výsledků nabídky, resp. do uplynutí závaznosti nabídky např. v důsledku jejího neúspěchu. Členskými státy však bude umožněno, aby se tak jak je tomu např. v britské úpravě v City Code (srovnej pravidlo 21.1) princip neutrality řídicích orgánů (představenstva a dozorčí rady, resp. správní rady) cílové společnosti uplatnil od dřívějšího okamžiku, kupř. od něhož má představenstvo cílové společnosti důvod předpokládat, že nabídka převzetí bude učiněna. Je tomu tak mj. proto, že to nemusí být pouze oficiální sdělení záměru navrhovatele učinit nabídku tak jak je předpokládáno a požadováno v čl. 6 odst.1 směrnice či v §183a odst. 11 ve vazbě na §183a odst. 2 ObchZ, které zároveň zpravidla těsně předchází uveřejnění nabídky. Nabídka se totiž připravuje s předstihem několika měsíců a orgány cílové společnosti se mohou o její přípravě dozvědět i neoficiální cestou (např. na

podkladě souboru indicií, které vedou představenstvo k závěru, že bude nabídka pravděpodobně učiněna) a tak případně reagovat opatřením, jež přípravu a uskutečnění nabídky zmaří. V této práci budu, a to při vědomí výše uvedených nedostatků takovéto konstrukce, za fázi pre-bid zásadně považovat dobu do uveřejnění nabídky převzetí a fáze post-bid bude zásadně začínat až učiněním samotné nabídky (uveřejněním nabídkového dokumentu)<sup>225</sup>, nikoliv tedy již oznámením záměru učinit nabídku převzetí navrhovatelem.

Pro možnost srovnání některých odlišností v průběhu nabídky převzetí podle české, německé, americké a britské úpravy se pokusím v této části práce stručně naznačit, jak tyto právní řády průběh nabídky upravují. V dalším se pak zaměřím na částečnou a konkurenční nabídku převzetí, jež s ohledem na jejich významné dopady v souvislosti se samotným průběhem nabídky převzetí vyžadují zvláštní pozornost.

Předně je však třeba upozornit na skutečnost, že v právní reglementaci nabídky převzetí týkající se společností jejichž cenné papíry jsou kótované hraje takřka ve všech právních rádech důležitou úlohu tzv. oznamovací povinnost (disclosure duty, resp. duty to disclose, či Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht), jež se však často řadí k tzv. obecným pravidlům transparency na kapitálovém trhu, tedy k materii práva kapitálového trhu, jež má svou relevanci nejen v případě nabídky převzetí.

Tak pro americkou federální úpravu nabídek převzetí je východiskem právě oznamovací povinnost obsažená v §13(d) Securities Exchange Act (SEA), nazvaném Filing of statement, jenž byl součástí novelizace provedené Williams Act v roce 1968. Ustanovení §13(d) se vztahuje na nabývání cenných papírů podrobených registračním a oznamovacím povinností, resp. na nabývání cenných papírů kótovaných podle SEA, nejen na volném trhu, ale i v rámci soukromě sjednaných obchodů. Podle §13(d) SEA pak každý subjekt, který získá, ať již přímo či nepřímo, více než 5% podíl jednoho druhu účastnických cenných papírů

---

<sup>225</sup> Zajímavé je v tomto ohledu znění §12 rakouského ÜbG, jenž předsunuje okamžik, od kterého může valná hromada vyslovit souhlas s nabídkou, k okamžiku uveřejnění záměru navrhovatele učinit nabídku. Lze však rovněž namítnout, že v inkriminované době, tedy mezi uveřejněním záměru a uveřejněním samotné nabídky vlastníci účastnických cenných papírů obvykle neznají podmínky nabídky, nemohou tedy s plnou znalostí věci posoudit, nakolik je v jejich zájmu se nabídce bránit a jen stěží lze tedy hovořit o fázi post-bid.



společnosti kótovaných v souladu s §12 SEA, je o tomto do 10 dnů po dosažení uvedené 5 procentní hranice povinen informovat SEC, relevantní burzy, resp. organizátory kapitálového trhu, jakož i emitenta předmětných cenných papírů. V oznámení zaslaném komisi<sup>226</sup> přitom nabyvatel musí především uvést: a) svou identitu a zázemí, b) zdroj financování transakcí, c) důvod, z jakého cenné papíry nabývá, a to včetně plánů či návrhů týkajících se výkonu kontroly ve společnosti, d) počet jím vlastněných cenných papírů, e) jakékoliv relevantní smlouvy, dohody či ujednání týkající se nabývaných cenných papírů. Oznamovací povinnost přitom podle americké úpravy nezakládá jen samotné nabytí cenných papírů, nýbrž i vytvoření skupiny či koncernu za účelem výkonu kontroly. Účelem úpravy v §13(d) je vytvoření systému, v němž by jak investoři, resp. vlastníci kótovaných účastnických cenných, tak řídicí orgán, představenstvo či management cílové společnosti byli v předstihu informováni o potenciálně hrozícím pokusu převzetí<sup>227</sup>. I tak však americká úprava v tomto ohledu není zdaleka důsledná. Nabyvatel cenných papírů má k dispozici celých deset dnů mezi překročením 5% prahu a datem realizace oznamovací povinnosti. Tato desetidenní lhůta pak otevírá prostor pro utajené nabytí dalších akcií, resp. cenných papírů cílové společnosti, což umožňuje nabytí podstatně většího než-li 5% podílu, a to dříve než je o tomto nutné informovat SEC a společnost. Jako takový má tedy tento „systém včasného varování“ (early warning mechanism) své nedostatky. I přes snahy o nápravu však zůstává desetidenní mezera stále nezacelena.

---

<sup>226</sup> Pro oznámení zasílaná podle §13(d) existuje tzv. Schedule 13D. Osoba, popř. skupina osob musí v oznámení především uvést informace o své identitě, svých zaměstnancích, statutárních orgánech, o hlavních obchodních, jakož i finančních ujednáních, která byla v souvislosti s financováním nákupů cenných papírů uzavřena. Schedule 13D dále musí obsahovat prohlášení budoucích záměrů nabyvatele. Nabyvatel tak kupříkladu musí oznámit, zda se dá očekávat, že v budoucnu dojde k veřejné nabídce převzetí (public tender offer), statutární fúzi (statutory merger), sloučení (consolidation) nebo k jiné z forem fúzí společností či jejich kombinaci. Nabyvatel však samozřejmě může také uvést, pokud tomu tak ve skutečnosti bylo, že transakce byla uskutečněna čistě z investičně-spekulativních motivů.

<sup>227</sup> Na rozdíl od §13(d), jenž se zaměřuje jak na operace na volném trhu, tak na soukromě sjednané obchody, jsou ustanovení §§ 14(d), (e) a (f) SEA namířeny přímo na úpravu nabídek převzetí (tender offers). Jak již jsem zmínil na jiném místě této práce, termín nabídka převzetí v zákoně není nikde definován, což vyvolalo vlnu soudních sporů a kvalifikace nabídky převzetí byla nakonec ponechána na SEC jež nabídku popsala v tzv. Wellmanových faktorech.

Obdobné oznamovací povinnosti, jež se zpravidla liší pouze procentními prahy pro vznik povinnosti, obsahují i další úpravy (srov. např. britskou úpravu oznamovací povinnosti obsaženou v Companies Act z roku 1985, či úpravu německou v §21 WpHG - Wertpapierhandelsgesetz). Česká úprava pak v §122 ZPKT (toto ustanovení do platnosti zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu (ZPKT) obsahoval dnes již zrušený §183d ObchZ) stanoví povinnost oznamování podílu na hlasovacích právech. Osoba, jež dosáhne popř. překročí podíl na všech hlasovacích právech emitenta (tedy v kontextu nabídek převzetí cílové společnosti) se sídlem v České republice, jehož akcie jsou přijaté k obchodování na oficiálním (tedy na regulovaném) trhu v České republice nebo v jiném členském státě EU ve výši 3%, je-li základní kapitál emitenta vyšší než 100 000 000 Kč, 5%, 10 %, 15%, 20%, 25%, 30%, 40%, 50% nebo 75%, nebo sníží svůj podíl na hlasovacích právech pod tyto hranice, tak podle tohoto ustanovení má povinnost tuto skutečnost oznámit emitentovi a Komisi pro cenné papíry. Uvedená oznamovací povinnost má u kótovaných společností sloužit právě jako jakýsi systém prvního varování, tedy jejím účelem je především upozornit na skutečnost, že určitý subjekt nabývá popř. zcizuje účasti na společnosti, což může mj. odrážet i potenciální hrozbu převzetí společnosti či možnost učinění nabídky v blízké budoucnosti.

Co se týče způsobů převzetí či ovládnutí společnosti v jednotlivých jurisdikcích, za zmínku určitě stojí, že zatímco ve Velké Británii je nejčastějším způsobem (metodou) dobrovolná nabídka převzetí, při níž může navrhovatel nabídnout koupi či směnu všech nebo i části (partial offer) akcií cílové společnosti, tak v Německu je nejfrekventovanějším způsobem převzetí (ovládnutí) kótované společnosti nákup jednoho popř. více balíčků akcií cílové společnosti v rámci individuálních transakcí s jednotlivými akcionáři, přičemž dobrovolná nabídka převzetí zde představuje spíše možnou alternativu. V SRN jsou běžným fenoménem jak smlouvy o prodeji podniku (asset deal) tak fúze společností. Britským specifíkem jsou pak tzv. „schemes of arrangement“, které jsou soudními postupy pro ukládání sankcí na něž však nelze aplikovat veškerá pravidla týkající se nabídek převzetí. Ve Velké Británii však stejně jako v SRN existuje nabídková povinnost, která ukládá každému, kdo jakkoliv nabude 30 a více procent hlasovacích práv v cílové společnosti, aby učinil ostatním akcionářům povinnou nabídku převzetí. Obdobnou povinnost v USA nenajdeme. V USA je pak nejobvyklejším způsobem ovládnutí společnosti v případě transakcí, kde protiplněním jsou peněžní

prostředky, právě veřejná nabídka převzetí (public tender offer). V případě, že protiplnění představují cenné papíry, resp. akcie je nejobvyklejším způsobem převzetí fúze, při níž dvě existující společnosti splynou, popř. dojde ke sloučení cílové společnosti s dceřinnou společností navrhovatele, a cenné papíry cílové společnosti jsou přeměněny na právo na zaplacení protiplnění. Běžné v USA jsou rovněž tzv. exchange offers, při nichž jsou akcie navrhovatele směňovány za akcie cílové společnosti.

Typický průběh dobrovolné peněžité nabídky převzetí ve **Velké Británii** lze vystihnout a popsat jen velmi obtížně. Rozmanitost transakcí jež režimu nabídek převzetí podléhají je takřka bezbřehá. Je však třeba téměř vždy vycházet z určitého schématu či časového harmonogramu průběhu nabídky jež právní reglementace obsažená v City Code ukládá. City Code předně připouští, a po jeho vzoru tak činí drtivá většina všech evropských úprav (srov. základní zásady nabídek převzetí), že učinění nabídky převzetí může potenciálně narušit běžné obchodní aktivity cílové společnosti a cílová společnost by tak nabídkou převzetí mohla být zatěžována po neúměrně dlouhou dobu. Úprava tak z těchto důvodů stanoví časová omezení, jež působí po celou dobu průběhu nabídky, jakož i v jejích jednotlivých stádiích. Tato pravidla přitom musí být zakomponována v nabídkovém dokumentu jakožto smluvní podmínky nabídky. Předně se bude jednat o podmínku akceptace nabídky, která je hlavním faktorem ovlivňujícím úspěch či neúspěch nabídky. Jde tedy o to, zda nabídka bude přijata dostatečným počtem vlastníků účastnických cenných papírů tak, aby navrhovatel jím dosáhl požadovanou míru kontroly. Navrhovatel proto musí podmínit úspěch každé nabídky převzetí požadavkem na dosažení minimálního počtu (nejnižší hranice) akceptací. Podle pravidla 10 City Code přitom minimální povolená podmínka akceptace vyžaduje přijetí nabídky ohledně účastnických cenných papírů představujících nejméně 50% hlasovacích práv ve společnosti. Pokud pak nedojde, jak je uvedeno i níže, k dosažení této úrovně během 60 dní ode dne uveřejnění, resp. zaslání nabídkového dokumentu akcionářům cílové společnosti, musí být nabídka ukončena, ledaže Panel povolí její trvání. V britské úpravě obdobně jako v úpravě tuzemské může být nabídka převzetí omezena dalšími podmínkami. Tyto mohou zahrnovat například získání souhlasu akcionářů navrhovatele s nabídkou či získání souhlasu orgánu dozoru či regulatorního orgánu s nabídkou. Panel však zpravidla nepovolí takové podmínky, jež jsou ryze subjektivního rázu, tedy především takové, které rozhodnutí o tom, zda v nabídce pokračovat či nikoliv nechávají plně v rukou navrhovatele (pravidlo 13 City Code).

Obecně platí, že nabídka převzetí je připravována dlouhou dobu před jejím oznámením a jejím následným uveřejněním. Ve fázi příprav nabídky (před oznámením pevného záměru<sup>228</sup> učinit nabídku) tak navrhovatel činí kroky směřující k realizaci nabídky, zejména připravuje oznámení v tisku, nabídkové dokumenty, jakož i další podkladové materiály a dokumentaci potřebné pro nabídku převzetí, včetně určení osob zodpovědných za nabídku a její průběh, resp. úspěch. Dnem oznámení („Day of announcement“) nabídky resp. pevného záměru nabídku převzetí specifikované cílové společnosti učinit počíná dle pravidla 30.1 City Code běžet 28 denní lhůta, během níž musí navrhovatel nabídku převzetí (nabídkové dokumenty) zaslat akcionářům, resp. vlastníkům účastnických cenných papírů cílové společnosti, tedy nabídku uveřejnit. V praxi k tomuto zaslání (uveřejnění nabídky) dochází ve velkém předstihu před uplynutím uvedené lhůty. Uveřejněním nabídky převzetí, resp. zasláním nabídkového dokumentu počínají běžet další významné lhůty, které mají vliv na průběh nabídky a její úspěch, jakož i na délku jejího trvání. Především tak ve lhůtě 14 dnů od zaslání nabídkového dokumentu musí být akcionářům cílové společnosti sděleno písemné stanovisko orgánů společnosti k nabídce. Dle pravidla 30.2 City Code je představenstvo cílové společnosti jejím akcionářům povinno písemnou cestou bez zbytečného odkladu, nejpozději však do 14 dnů od uveřejnění nabídkového dokumentu, poskytnout své stanovisko ohledně nabídky, písemnou reakci na nabídku. Pokud se jedná o nabídku, jež byla orgánem cílové společnosti akcionářům doporučena, bude stanovisko orgánů cílové společnosti zpravidla obsaženo již v nabídkovém dokumentu, bude nedílnou součástí nabídky. Od okamžiku uveřejnění počíná rovněž běžet nejkratší lhůta trvání nabídky. Teprve 21. den po jejím uveřejnění tak může být nabídka ukončena. Je tomu tak především v souladu s pravidlem 31.1 City Code, jež výslovně požaduje, aby nabídka byla závazná (open for acceptances) nejméně po dobu 21 dnů od jejího uveřejnění. Podle britské úpravy však neexistuje žádná povinnost ukládající nabídku prodloužit po uplynutí této lhůty, pokud do té doby nebyly dodrženy veškeré podmínky stanovené v nabídce (pravidlo 31.3). Pokud však přesto dojde k prodloužení doby závaznosti

---

<sup>228</sup> City Code rozlišuje mezi pevným záměrem učinit nabídku (firm intention to make an offer) a oznámením možné nabídky (announcement of a possible offer), přičemž s nimi spojuje rozdílné následky. Pokud je tak oznámen pevný záměr nabídku učinit je navrhovatel zásadně povinen postupovat dále a předmětnou nabídku uveřejnit. V případě pouhého oznámení možné nabídky navrhovatel tuto povinnost naopak zásadně nemá. – srov. Pravidla 2.4 a 2.5 City Code.

nabídky, musí být zároveň uvedeno datum jejího ukončení (pravidlo 31.2). V případě dalšího trvání nabídky tak musí být 22. den po jejím uveřejnění do 8.00 hodin ráno oznámeny výsledky nabídky a zároveň (a) nabídka má být prohlášena za nepodmíněnou z hlediska počtu jejích přijetí (unconditional as to acceptances) a/nebo (b) závaznost nabídky má být prodloužena. Po 42. dnu od uveřejnění nabídky převzetí, resp. 21 dnů po datu, k němuž mohla být nejprve ukončena závaznost nabídky, resp. nabídka mohla uplynout, pak dle pravidla 34 City Code mohou akcionáři od smluv uzavřených na základě akceptace nabídky odstoupit (mohou odstoupit od svých akceptací), pokud k tomuto datu není nabídka prohlášena za nepodmíněnou z hlediska počtu jejích přijetí (not declared unconditional as to acceptances), tedy pokud je nabídka stále podmíněna počtem jejích přijetí. Podle pravidla 32.1 platí, že změnu (revizi) nabídky může navrhovatel učinit nejpozději 46. den po jejím uveřejnění. Pokud totiž dojde k revizi nabídky, potom musí tato trvat nejméně 14 dní po zaslání změněného, upraveného nabídkového dokumentu. Neboť ke splnění podmínky minimální akceptace nabídky musí dojít ve lhůtě 60 dní od uveřejnění nabídky, znamená to, že nabídka nemůže být upravována po 46. dnu její závaznosti. Ke splnění podmínky minimální akceptace nabídky musí v souladu s již uvedeným dojít ve lhůtě 60 dní, pokud tomu tak nebude, uplyne v souladu s pravidlem 31.6 závaznost nabídky, jinými slovy nabídka nebude dále pokračovat. 60. den je tak zároveň posledním dnem v němž může být nabídka prohlášena za nepodmíněnou z hlediska počtu jejích přijetí. 60. den, po 13.00 hodině již přitom není možné nadále volně odstupovat od smluv uzavřených na základě akceptace nabídky, přičemž do 17.00 hodin je třeba učinit oznámení, zda došlo ke splnění podmínky akceptace nabídky či nikoliv. Pokud došlo 60. den k prohlášení nabídky za nepodmíněnou z hlediska jejích akceptací, musí dojít nejpozději 81. den (tj. do 21 dnů po jejím prohlášení za nepodmíněnou z hlediska akceptací) po jejím uveřejnění ke splnění všech ostatních podmínek obsažených v nabídce, tedy nabídka musí být prohlášena za zcela nepodmíněnou (podle pravidla 31.7 musí být veškeré podmínky nabídky splněny či odvolány během 21 dnů po dni, kdy nabídka byla prohlášena za nepodmíněnou co do přijetí, tj. 60. den po uveřejnění popř. dříve). Během 14 dní po prohlášení nabídky za nepodmíněnou ve všech ohledech (prohlášení za zcela nepodmíněnou) pak musí být akceptantům (akcionářům cílové společnosti, kteří nabídku přijali) poukázáno protiplnění, tedy v případě tohoto prohlášení v 81. den po uveřejnění se tak musí stát nejpozději v 95. den.

Popsané přibližné schéma průběhu nabídky se může za určitých okolností lišit. Je logické, že navrhovatel bude zpravidla usilovat o to, aby nabídka byla závazná tak dlouho, jak jen to bude možné. Navrhovatel se však může naopak i zavázat k tomu, že nabídka nebude po určitém datu prodloužena, pokud bude stále platit podmínka minimální akceptace nabídky. V případě, že se v průběhu závaznosti původní nabídky převzetí objeví konkurenční nabídka převzetí, tak v důsledku toho, jak vyplývá z pravidla 31.6 City Code, přestane platit původní výše naznačený časový rozvrh nabídky. V takovém případě budou totiž jak původní tak nový, konkurenční navrhovatel podrobeni harmonogramu konkurenční nabídky.

Regulace průběhu dobrovolné peněžité nabídky převzetí v SRN se v mnohém popsané britské úpravě blíží, mezi samotným hypotetickým průběhem nabídky na britských ostrovech a ve Spolkové republice lze však zároveň nalézt řadu rozdílných prvků.

Předně zákon (WpÜG) vyžaduje, aby nejméně s předstihem 46 dní před uveřejněním nabídky (viz dále) došlo k oznámení záměru resp. rozhodnutí navrhovatele učinit nabídku převzetí orgánům cílové společnosti, jakož i orgánům relevantních organizátorů regulovaných trhů (je nutné si totiž především uvědomit, že úprava obsažená ve WpÜG se vztahuje jen a pouze na společnosti jejichž účastnické cenné papíry, byť toliko jejich část, byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu na území členského státu ES) a Spolkovému úřadu pro dohled nad obchodem s cennými papíry (Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel), a zároveň k uveřejnění rozhodnutí nabídku učinit v alespoň jednom celostátně distribuovaném deníku či elektronickém informačním systému. Dále je nezbytné, aby nejpozději 16 dní před uveřejněním nabídky došlo k zaslání nabídkového dokumentu (Angebotsunterlage) Spolkovému úřadu pro dohled nad obchodem s cennými papíry (Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel, dále jen „BAWe“). V zásadě má navrhovatel po veřejném oznámení rozhodnutí učinit nabídku převzetí na zaslání nabídkového dokumentu Spolkovému úřadu pro dohled nad obchodem s cennými papíry 4 týdny. V případě přeshraniční transakce může Spolkový úřad na žádost navrhovatele tuto lhůtu prodloužit až o 4 týdny. Nejpozději 2 dny před uveřejněním nabídky resp. nabídkového dokumentu (Angebotsunterlage) pak musí dojít k odsouhlasení tohoto Spolkovým úřadem pro dohled nad obchodem s cennými papíry (BAWe). Ještě před samotným uveřejněním nabídky musí navrhovatel prokázat, že disponuje dostatečnými finančními prostředky pro financování nabídky, v případě peněžité nabídky se

dokonce vyžaduje, aby navrhovatel schopnost financovat nabídku prokázal potvrzením vystaveným mu společností poskytující investiční služby (tuzemskou terminologií nejspíše obchodníkem s cennými papíry). Pokud pak Spolkový úřad (BAWe) uveřejnění nabídky převzetí, resp. nabídkového dokumentu (Angebotsunterlage) povolí, popř. pokud marně uplyne lhůta 10 pracovních dní ode dne, kdy BAWe nabídkový dokument od navrhovatele obdrží a v této lhůtě se k němu nevyjádří<sup>229</sup>: (a) dojde bez zbytečného odkladu<sup>230</sup> k uveřejnění nabídkového dokumentu, tedy k počátku závaznosti nabídky jako takové; (b) bude dále publikováno oznámení, že nabídkový dokument byl uveřejněn na internetu a v celostátně distribuovaném deníku, jež je určen pro svolání valné hromady cílové společnosti; (c) musí být BAWe zaslán důkazní materiál o tom, že došlo k uveřejnění nabídkového dokumentu; a (d) nabídka převzetí, resp. nabídkový dokument bude zaslán rovněž představenstvu a dozorčí radě cílové společnosti. Podle německé úpravy musí být nabídka převzetí závazná nejméně po dobu čtyř týdnů a nejdéle 10 týdnů (srov. §16 odst. 1 WpÜG). Podmínka nejdelší doby závaznosti nabídky (10 týdnů) však neplatí na rozdíl od podmínky minimální délky závaznosti nabídky (4 týdny) absolutně a může být prodloužena jak vlivem změny stávající nabídky podle §21 WpÜG, tak v důsledku existence konkurenční nabídky podle §22 WpÜG. Z uvedeného vyplývají především dvě důležité skutečnosti: Nejdříve 28. den po uveřejnění nabídky, pokud zároveň nedojde ke změně či k úpravě nabídky, může být ukončena závaznost nabídky. Dále pak, že posledním možným dnem pro změnu nabídky, jak to zároveň stanoví §21 WpÜG, je poslední pracovní den před uplynutím závaznosti nabídky. Ke změně nabídky podle uvedeného ustanovení WpÜG může dojít v tom smyslu, že dojde k navýšení protiplnění (nabídkové ceny), k nabídnutí alternativního plnění (formy protiplnění), ke snížení minimální podmínky akceptace nabídky, nebo k upuštění od dalších (jiných než akceptačních) podmínek nabídky<sup>231</sup>. Pokud tedy např. měla nabídka trvat nejkratší možnou dobu – 28 dní, je

---

<sup>229</sup> Pokud BAWe zastává názor, že nabídkový dokument (Angebotsunterlage) ve své původní resp. stávající podobě nenaplní veškeré zákonné požadavky, může navrhovateli poskytnout dodatečnou lhůtu 5 pracovních dní za účelem provedení nezbytných změn. Za zmínku v této souvislosti stojí, že ode dne účinnosti nové úpravy v SRN (WpÜG), tedy od 1. ledna 2002, došlo k uvedenému prodloužení lhůty u převážné většiny nabídek převzetí, resp. nabídkových dokumentů (Angebotsunterlage).

<sup>230</sup> Pro tisk nabídkového dokumentu je povolena dvoudenní lhůta.

<sup>231</sup> „Der Bieter kann bis zu einem Werktag vor Ablauf der Annahmefrist 1. die Gegenleistung erhöhen, 2. wahlweise eine andere Gegenleistung anbieten, 3. den Mindestanteil oder die Mindestzahl der Wertpapiere oder

posledním dnem kdy může dojít ke změně nabídky převzetí zásadně 27. den od jejího uveřejnění. V případě změny nabídky se pak doba závaznosti nabídky prodlouží o 14 dní (srov.: §21 odst. 5 WpÜG). Pokud budeme předpokládat, že závaznost nabídky byla v nabídkovém dokumentu omezena na uvedenou nejkratší možnou dobu (28 dní) a že nedošlo v jejím průběhu ke změně nabídky, budou 31. den po jejím uveřejnění sečteny její akceptace a výsledek bude zveřejněn. Po ukončení závaznosti nabídky převzetí (Übernahmeangebot) pak ještě následuje dodatečná lhůta pro přijetí (akceptaci) nabídky (weitere Annahmefrist, clean-up period) těmi akcionáři cílové společnosti, kteří nabídku nepřijali, která trvá 14 dnů ode dne uveřejnění výsledků nabídky (srov. §16 odst. 2 WpÜG). Toto však neplatí pro případ nabídky převzetí (Übernahmeangebot), kde navrhovatel úspěch nabídky podmínil určitým minimálním počtem akceptací nabídky resp. nabytím určitého počtu akcií a kde tohoto akceptačního prahu nebylo po uplynutí závaznosti nabídky dosaženo. Pokud byla nabídka, resp. doba její závaznosti v nabídkovém dokumentu omezena na uvedenou nejkratší možnou dobu (28 dní) a pokud byla nabídka změněna v poslední možný den tj. 27. den po jejím uveřejnění, dojde k ukončení závaznosti nabídky právě 41. den po jejím uveřejnění. Posledním zákonem aprobovaným dnem pro ukončení závaznosti nabídky je pak 70. den (lhůta závaznosti nabídky nesmí přesáhnout 10 týdnů - §16 odst. 1 WpÜG ) ode dne uveřejnění nabídky. Uvedené však platí toliko pro případ, že v průběhu posledních dvou týdnů (změna nabídky totiž dle §21 odst. 5 WpÜG znamená prodloužení doby závaznosti nabídky o dva týdny) nedošlo ke změně nabídky převzetí. Pokud však v poslední možný termín pro změnu nabídky, tj. 69. den po jejím uveřejnění a jeden pracovní den před ukončením její závaznosti, skutečně navrhovatel provede změnu v nabídce, tak se nabídka prodlouží o dalších čtrnáct dní s tím, že její závaznost v takovém případě uplyne 83. den po uveřejnění nabídkového dokumentu. V případě nejzazšího možného termínu ukončení závaznosti nabídky 70., či v případě její změny (§21 WpÜG) až 83., den po jejím uveřejnění platí mutatis mutandis to, co bylo uvedeno výše o sčítání akceptací nabídky a zveřejnění jejích výsledků (počtu akceptací) jakož i o dodatečné době či lhůtě pro přijetí (akceptaci) nabídky (weitere Annahmefrist, clean-up period).

---

den Mindestanteil der Stimmrechte, von dessen Erwerb der Bieter die Wirksamkeit seines Angebots abhängig gemacht hat, verringern oder 4. auf Bedingungen verzichten...“



Průběh nabídky v SRN je však takto upraven pouze pro případ, že se v průběhu nabídky neobjeví konkurenční nabídka převzetí. Ta se sebou, stejně jako v případě britského City Code, přináší změny v průběhu nabídky především v podobě změn ve lhůtách aplikovaných na původní nabídku převzetí<sup>232</sup>.

**Ve Spojených státech amerických** je zákonnou úpravou (Williams Act) průběh nabídky regulován ve srovnání s ostatními právními řády relativně méně podrobně. Pro klasickou dobrovolnou, a nutno uvést „přátelskou“, peněžitou nabídku převzetí („friendly cash tender offer“) platí jednoduchá pravidla, která jen velmi nepatrně limitují její průběh. Situace je samozřejmě poněkud odlišná v případě, že se orgány cílové společnosti postaví do opozice proti nabídce, potom nejenže, jako je tomu v USA v případě „přátelských“ nabídek běžné, nedojde v předstihu před uveřejněním nabídky k podpisu smlouvy o fúzi (merger agreement), ale zároveň dojde buď k úplné eliminaci nabídky a jejímu neúspěchu nebo bude její trvání v důsledku obranných opatření podstatně prodlouženo. Předně je nutné si uvědomit, že ještě před nabídkou (jejím uveřejněním) může navrhovatel nabýt dostatečně velký podíl v cílové společnosti. Platí zde sice jednak oznamovací povinnost podle §13d SEA (srov. výše) a zároveň oznamovací povinnost podle Hart-Scott Rodino Antitrust Improvements Act (HSR), ale sama tato povinnost aktivity navrhovatele jednak nijak neomezuje a zároveň obě úpravy mu umožňují nabýt větší balík akcií (v případě §13d SEA je navrhovatel sice povinen po překročení hranice 5% notifikovat komisi a cílovou společnost, má však k dispozici celých deset dnů mezi překročením uvedeného prahu a datem realizace oznamovací povinnosti, což mu otevírá prostor pro utajené nabytí dalších akcií, resp. cenných papírů cílové společnosti v daleko větším rozsahu než-li 5%, v případě HSR pak může navrhovatel, ještě před uveřejněním nabídky, nakoupit akcie cílové společnosti až do hodnoty 50 milionů US dolarů bez toho, aby zaslal v souladu s HSR oznamovací formulář), aniž by to bylo neprodleně oznámeno. Podle americké úpravy pak od okamžiku oznámení nabídky nemůže navrhovatel ani osoby jednající s ním ve shodě nabývat akcie cílové společnosti jinak než na základě nabídky převzetí (obdobně §183a odst. 12 ObchZ). V případě přátelské nabídky převzetí

---

<sup>232</sup> §22 odst. 2 WpÜG mj. stanoví: „Läuft im Falle konkurrierender Angebote die Annahmefrist für das Angebot vor Ablauf der Annahmefrist für das konkurrierende Angebot ab, bestimmt sich der Ablauf der Annahmefrist für das Angebot nach dem Ablauf der Annahmefrist für das konkurrierende Angebot. Dies gilt auch, falls das konkurrierende Angebot geändert oder untersagt wird oder gegen Rechtsvorschriften verstößt.“

zpravidla dochází již před jejím uveřejněním (nejméně s pětidenním předstihem) k podpisu zmiňované smlouvy o fúzi, jež stanoví podmínky doporučené (rozuměj: orgány cílové společnosti doporučené) nabídky a zároveň dojde k oznámení záměru učinit nabídku v tisku. Posléze pak musí dojít ke kompletaci a dokončení příprav nabídky resp. nabídkových dokumentů. V okamžiku začátku nabídky, resp. doby její závaznosti dochází pak jednak k uveřejnění novinové zprávy s nabídkou, jednak zaslání předmětných formulářů Schedule TO a Schedule 14D-9 americké Komisi pro cenné papíry (SEC) jakož i oznamovacích formulářů podle HSR a především zaslání nabídky akcionářům, vlastníkům účastnických cenných papírů společnosti<sup>233</sup>. Ustanovení §14(f) SEA pak požaduje, aby navrhovatel příslušné formuláře zasílané SEC uveřejnil, a s nimi rovněž jména těch osob, které má v plánu po úspěšné nabídce zvolit členy představenstva, resp. řídicího orgánu, cílové společnosti. Povinnost uveřejnění se vztahuje též na veškeré smlouvy, které ovlivní složení řídicích orgánů při ovládnutí společnosti na základě nabídky převzetí. Z hlediska průběhu pak úprava nabídky převzetí na federální úrovni obsahuje jediné omezení spočívající ve stanovené minimální lhůtě závaznosti nabídky. Nabídka převzetí (tender offer) tak musí trvat, resp. její závaznost může uplynout nejdříve ke konci 19. dne ode dne následujícího po dni jejího uveřejnění (nabídka musí být závazná nejméně po dobu 20 dní včetně dne jejího

---

<sup>233</sup> §14(d) SEA, nazvaný Tender offer procedures, především požaduje, aby subjekt, který hodlá učinit nabídku převzetí ohledně kótovaných účastnických cenných papírů společnosti, tuto skutečnost oznámil SEC a zároveň jí zaslal veškerá vyžádání, inzeráty, návrhy a veškeré jiné podklady a dokumentaci užívané v souvislosti s nabídkou převzetí, a to ještě před samotným rozesláním, distribucí nabídkové dokumentace. Navrhovatel navíc musí SEC zaslat rozsáhlý formulář Schedule 14D-1, v němž je povinen oznámit obdobné informace jako v Schedule 13D na základě oznamovací povinnosti podle §13(d). Obdobnou povinnost má i ten, kdo takovou nabídku podporuje, ale i ten kdo naopak proti takovéto nabídce převzetí vystupuje. §14(d) obsahuje též hmotněprávní ustanovení. Ačkoliv na první pohled tato ustanovení vypadají všedně, ve skutečnosti zakládají skutečný rámec, který předurčuje rychlost průběhu nabídky, jakož i pravděpodobnost výskytu konkurenční nabídky a eventuelní možnost nabídkové války. Nejdůležitějšími jsou přitom ustanovení §14(d)(5), které akcionářům zaručuje právo odstoupit od smlouvy o koupi akcií uzavřené buď v průběhu prvních sedmi dnů nabídky nebo po šedesátém dni po jejím začátku, ustanovení §14(d)(6), které požaduje poměrné uspokojení akceptantů nabídky při převisu zájmu o přijetí nabídky po dobu prvních 10 dní *částečné nabídky*, a dále také §14(d)(7), zakotvující pravidlo nejlepší ceny pro všechny vlastníky účastnických cenných papírů. Kromě uvedeného obsahuje §14(d) speciální zmocnění pro SEC ke stanovení dalších pravidel pro nabídky převzetí.

uveřejnění)<sup>234</sup>. Nabídka převzetí přitom může být navrhovatelem kdykoliv v jejím průběhu jednostranně prodloužena či vypovězena, tedy ukončena! Americká úprava však zároveň všem adresátům nabídky přiznává právo na odstoupení od již uzavřených smluv o prodeji cenných papírů. V případě cenných papírů, ohledně nichž došlo k akceptaci nabídky a k uzavření smlouvy o jejich koupi, lze od této smlouvy odstoupit kdykoliv v průběhu prvních sedmi dní trvání nabídky převzetí a kdykoliv po 60 dnech od data zahájení původní nabídky převzetí (§14(d)(5) SEA). Pokud došlo k akceptaci nabídky a k uzavření smlouvy o koupi cenných papírů, lze od této smlouvy odstoupit kdykoliv v průběhu trvání nabídky převzetí (Pravidlo SEC 14d-7). Pokud se pak jedná o nabídku učiněnou emitentem, resp. cílovou společností je u cenných papírů, ohledně nichž došlo k akceptaci nabídky a k uzavření smlouvy o jejich koupi možné od této smlouvy odstoupit: (i) kdykoliv po dobu trvání nabídky, resp. po dobu její závaznosti; a (ii) po 40 dnech od začátku nabídky pokud „nabízené“ cenné papíry nebyly přijaty (Pravidlo SEC 13e-4(f)(2)).

---

<sup>234</sup> Pravidlo SEC 14e-1(a) požaduje, **aby nabídka převzetí trvala**, resp. aby doba závaznosti nabídky trvala, **nejméně 20 pracovních dnů**. Změna, která nastane v nabízeném protiplnění, či množství „poptávaných“ cenných papírů, popř. ve výši odměny makléře, povede k prodloužení doby závaznosti nabídky převzetí o dalších 10 pracovních dnů od data oznámení takovéto změny. Výjimkou jsou další akceptace, které však v souhrnu nepřekročí 2% jednoho druhu akcií, k jejichž nabytí nabídka převzetí směřovala (Pravidlo SEC 14e-1(b)). Oznámení o jakýchkoliv změnách v obsahu podmínek nabídky musí být učiněna způsobem vhodným pro informování vlastníků cenných papírů o takovéto změně. SEC přitom toto pravidlo vykládá tak, že materiální změna si vyžádá prodloužení trvání nabídky o nejméně 5 pracovních dnů od data oznámení změny a 10 pracovních dnů pokud změna představuje změnu v hodnotě či druhu, resp. povaze protiplnění nebo množství „poptávaných“ cenných papírů (Pravidlo SEC 14d-4(c)). V případě, že navrhovatelem nabídky je sám emitent, resp. cílová společnost platí rovněž požadavek, **aby závaznost nabídky převzetí trvala nejméně 20 pracovních dnů** (Pravidlo SEC 13e-4(f)(1)(i)). Změna, která v takovém případě nastane v nabízeném protiplnění, či v množství „poptávaných“ cenných papírů, popř. ve výši odměny makléře povede k prodloužení nabídky, resp. doby její závaznosti, o dalších 10 pracovních dnů od data oznámení takovéto změny. Výjimkou jsou další akceptace, jež však v souhrnu nepřekročí 2% jednoho druhu akcií k jejichž nabytí nabídka převzetí směřovala (Pravidlo SEC 13e-4(f)(1)(ii)). Rovněž i oznámení o obsahové změně v informacích zasílaných vlastníků cenných papírů musí být učiněna způsobem, jež je vhodný pro informování vlastníků cenných papírů o takovéto změně (Pravidlo SEC 13e-4(e)(2)).

**Tuzemská úprava průběhu nabídky převzetí** navazuje především na shora popsanou úpravu britskou, ale vykazuje i řadu shodných prvků s mladší úpravou německou. Předně je si však třeba uvědomit, že česká úprava obsahuje ve skutečnosti dvě úpravy průběhu nabídky. První, ta obecnější a méně podrobná, se vztahuje na veškeré nabídky převzetí jakékoli cílové společnosti. Druhá úprava průběhu nabídky převzetí pak uvedenou obecnou doplňuje o další pravidla a vztahuje se toliko na postup při nabídce převzetí týkající se kótovaných účastnických cenných papírů. Vzhledem k potřebě srovnatelnosti s ostatními úpravami se pokusím v krátkosti naznačit limity kladené na průběh nabídky převzetí týkající se kótovaných účastnických cenných papírů obchodním zákoníkem.

Navrhovatel je především povinen neprodleně oznámit představenstvu a dozorčí radě cílové společnosti, že jeho příslušné orgány přijaly rozhodnutí o záměru učinit nabídku převzetí, a jde-li o povinnou nabídku převzetí, že tato povinnost vznikla. Navrhovatel je zároveň povinen bez zbytečného odkladu Komisi pro cenné papíry písemně oznámit rozhodnutí o záměru učinit nabídku převzetí nebo vznik povinnosti učinit nabídku převzetí. Informaci o přijetí rozhodnutí o záměru učinit nabídku převzetí je povinen vhodným způsobem uveřejnit, přičemž po schválení jeho příslušnými orgány musí doručit návrh nabídky převzetí představenstvu a dozorčí radě cílové společnosti. Navrhovatel je zejména z důvodu ochrany kapitálového trhu povinen vhodným způsobem uveřejnit informaci o záměru učinit nabídku převzetí v případě, že došlo ke značnému pohybu kursu nebo vznikly dohady anebo spekulace ve vztahu k připravované nabídce převzetí a lze očekávat, že mohou mít vliv na její přípravu nebo na koupi účastnických cenných papírů. Obecně přitom platí, že navrhovatel je povinen učinit opatření, aby zabránil předčasnému a nerovnému šíření informací o svém záměru učinit nabídku převzetí kótovaných cenných papírů nebo o záměrech, které mohou založit jeho povinnost tuto nabídku učinit a že každá nabídka převzetí musí být zpracována a uveřejněna tak, aby se její adresáti mohli včas a řádně rozhodnout s plnou znalostí věci.

Nabídku převzetí týkající se kótovaných cenných papírů lze uveřejnit jen se souhlasem Komise pro cenné papíry (předběžný dozor Komise pro cenné papíry). Navrhovatel přitom může učinit nabídku převzetí až po předání stanoviska představenstva cílové společnosti, ledaže nebylo doručeno včas a jen jestliže má nebo v době splatnosti ceny bude mít k dispozici dostatečné prostředky na zaplacení ceny účastnických cenných papírů nabývaných

na základě nabídky převzetí. Komise pro cenné papíry je mj. především oprávněna požadovat, aby navrhovatel prokázal původ a dostatek zdrojů pro splnění závazků, jež mohou vzniknout z nabídky převzetí, popřípadě aby složil na účet u banky zálohu za podmínek a ve výši stanovené Komisí pro cenné papíry. Jestliže navrhovatel tomuto požadavku nevyhoví, Komise pro cenné papíry může nabídku převzetí zakázat. Navrhovatel musí nabídku převzetí předložit Komisi pro cenné papíry do 5 dnů od uveřejnění informace o přijetí rozhodnutí o záměru ji učinit, popřípadě od udělení souhlasu k nabídce převzetí příslušným státním orgánem a požádat o její souhlas s obsahem nabídky převzetí. Je-li k nabídce převzetí potřebný souhlas jiného státního orgánu, je navrhovatel zásadně povinen předložit i rozhodnutí, jímž byl potřebný souhlas udělen. Komise pro cenné papíry může do osmi pracovních dnů od předložení nabídky převzetí uložit navrhovateli, aby ve stanovené lhůtě změnil buď navrhovanou cenu nebo směnný poměr akcií s ohledem na obvykle používaná kritéria ocenění a zvláštnosti cílové společnosti, nebo minimální počet účastnických cenných papírů, jehož dosažení je podmínkou uzavření smlouvy, nebo druh a počet cenných papírů nabízených ke směně. Jestliže pak Komise pro cenné papíry neodešle navrhovateli v této lhůtě své stanovisko k obsahu nabídky převzetí, popřípadě v této lhůtě neudělí požadovaný souhlas s nabytím účastnických cenných papírů cílové společnosti anebo nabídku převzetí nezakáže, platí, že s nabídkou převzetí souhlasí. Své stanovisko může Komise pro cenné papíry v uvedené lhůtě rovněž libovolně doplňovat nebo měnit. Ve stejné lhůtě může Komise pro cenné papíry oznámit navrhovateli, že lhůtu podle předchozí věty z důležitých důvodů prodlužuje, avšak nejdéle o dalších pět pracovních dnů. Komise pro cenné papíry může nabídku převzetí zakázat jednak v uvedené osmidenní lhůtě, a to v případě, je-li v rozporu s právními předpisy, nebo též do 3 pracovních dnů ode dne, kdy marně uplynula lhůta pro její změnu, anebo pokud provedená změna neodpovídá změně uložené.

Navrhovatel je v souladu s platnou úpravou průběhu nabídky povinen uveřejnit nabídku převzetí, včetně posudku znalce, nejpozději do 15 pracovních dnů ode dne udělení souhlasu. Uloží-li však Komise pro cenné papíry navrhovateli, aby změnil nabídku převzetí nebo aby prokázal původ a dostatek peněžních prostředků na splnění závazků nebo aby složil zálohu, prodlužuje se zákonem stanovená lhůta pro splnění povinnosti učinit nabídku převzetí o lhůtu, kterou stanoví Komise pro cenné papíry pro splnění uložené povinnosti.

Nabídku převzetí navrhovatel uveřejní způsobem určeným zákonem a stanovami pro svolání valné hromady cílové společnosti a nejméně v jednom celostátně distribuovaném deníku, nesvolává-li se tímto způsobem valná hromada. Nabídku převzetí lze však po jejím uveřejnění odvolat nebo změnit, jen je-li to v ní výslovně uvedeno a jen ze závažných důvodů. Nejde-li o zvýšení ceny či směnného poměru nebo zlepšení jiných podmínek prodeje pro zájemce, lze nabídku změnit či odvolat jen do doby, kdy bylo navrhovateli doručeno první oznámení o přijetí nabídky převzetí. V případě zvýšení ceny nebo směnného poměru se stejným způsobem mění ceny nebo směnný poměr i ve smlouvách, které již byly na základě nabídky převzetí uzavřeny. V případě zvýšení ceny, směnného poměru nebo zvýšení počtu účastnických cenných papírů běží doba závaznosti nabídky převzetí od uveřejnění změn znovu. Dobu závaznosti nabídky je přitom možno zásadně stanovit jako lhůtu, která nesmí být kratší než čtyři týdny a delší než 10 týdnů ode dne uveřejnění nabídky převzetí v celostátně distribuovaném deníku. Komise pro cenné papíry však může na základě odůvodněné žádosti navrhovatele povolit zkrácení této doby.

Po dobu závaznosti nabídky převzetí navrhovatel ani osoby, které s ním jednají ve shodě, nesmějí smluvně, jinak než na základě učiněné nabídky převzetí, nabývat účastnické cenné papíry cílové společnosti. Komise pro cenné papíry může však ve specifických případech povolit výjimky<sup>235</sup>. Tento zákaz se objevuje rovněž v americké úpravě (srov. výše). Na druhou stranu jiné evropské úpravy řeší implementaci principu nediskriminace a principu ochrany transparentního trhu bez deformací (o principech úpravy viz výše), kterou má toto ustanovení především za cíl, odlišným způsobem. Český zákaz nabývat po dobu závaznosti nabídky účastnické cenné papíry cílové společnosti jinak než na jejím základě se stanovením kazuistických výjimek a s poměrně rozsáhlou diskreční pravomocí Komise působí přitom velmi těžkopádně. Jak v této souvislosti uvádí P.Čech<sup>236</sup>: „Těžkopádnost zvolené konstrukce ilustruje fakt, že okruh výjimek musel být již doplněn a že Komise díky širokému zmocnění pravděpodobně povolí výjimky další.“ V pravidle 16 City Code, pod jeho vlivem rovněž i v §16 rakouského ÜbG, jakož i v §31 německého WpÜG, se přitom princip rovného zacházení projevuje výhradně v zákazu po dobu závaznosti nabídky uzavírat smlouvy za výhodnějších

---

<sup>235</sup> Srov. §183a odst. 12 ObchZ.

<sup>236</sup> *Dědič*, str. 1912.

podmínek ve srovnání s těmi obsaženými v nabídkovém dokumentu<sup>237</sup>. Je přitom ve všech případech irelevantní, jestli k uzavření smlouvy za lepších podmínek došlo na základě nabídky nebo mimo ni. Zákazy tak pokrývají i dohody s některými akceptanty nabídky, které mimo nabídku individuálně vylepšují konkrétní kontraktační podmínky<sup>238</sup>. Vlastníci účastnických cenných papírů by tak nemohli nabídku akceptovat a zároveň uzavřít s navrhovatelem takové separátní smluvní ujednání podle něž budou některé podmínky upravené v nabídce na individuální bázi modifikovány<sup>239</sup>. Uvedené zahraniční úpravy především z praktických důvodů tedy uzavírání smluv o koupi účastnických cenných papírů mimo rámec nabídky nezakazují. V praxi se totiž často vyskytují případy, kdy je individuální uzavření smlouvy po dobu závaznosti nabídky dokonce nezbytné<sup>240</sup>. Jak britská, tak i rakouská a německá úprava zásadu nediskriminace implementují tak, že případná výhodnější cena či směnný poměr pro některého vlastníka účastnických cenných papírů odpovídajícím způsobem změni i ceny a směnné poměry ve všech smlouvách uzavřených na základě nabídky převzetí<sup>241</sup>. Jak přitom uvádí P. Čech, jde rakouská úprava ještě dál (srov. §16 odst. 2 ÚbG), když zlepšení podmínek nabídky pro všechny její adresáty a tudíž i akceptanty opírá o skutečnost, že navrhovatel či osoba jednající s ním ve shodě byt' i jen učiní jakýkoliv úkon směřující k nabytí účastnických cenných papírů za lepších podmínek. Není přitom rozhodné, zda adresát návrh akceptuje a zda vůbec dojde k uzavření smlouvy mezi ním a navrhovatelem za výhodnějších podmínek<sup>242</sup>.

Po uplynutí závaznosti nabídky je pak navrhovatel především povinen bez zbytečného odkladu uveřejnit výsledky nabídky převzetí, a to stejným způsobem jímž došlo k uveřejnění samotné nabídky a zaslat o tom písemnou zprávu představenstvu a dozorčí radě cílové společnosti. Pokud pak byla nabídka omezena určitými podmínkami (kupř. podmínka minimální akceptace), je navrhovatel povinen oznámit splnění nebo nesplnění podmínky anebo potvrdit přijetí nabídky převzetí způsobem a ve lhůtě v ní uvedené, nejdéle však do

---

<sup>237</sup> Srov. rovněž: *Steinmeyer/Häger*, zejména str. 357 a násl..

<sup>238</sup> *Steinmeyer/Häger*, zejména str. 357 a násl..

<sup>239</sup> *Steinmeyer/Häger*, zejména str. 357 a násl..

<sup>240</sup> *Steinmeyer/Häger*, zejména str. 357 a násl..

<sup>241</sup> *Steinmeyer/Häger*, zejména str. 357 a násl..

<sup>242</sup> *Dědič*, str. 1914.

jednoho měsíce po uplynutí doby její závaznosti, jinak se považuje podmínka za splněnou nebo přijetí návrhu za potvrzené.

Pokud se k uzavření smlouvy na základě nabídky, nejčastěji vlivem existence omezení či podmínky nabídky (např. pokud se jedná o tzv. částečnou nabídku), vyžaduje doručení potvrzení navrhovatele o uzavření této smlouvy, nesmí navrhovatel uzavření smlouvy potvrdit ještě před uplynutím doby závaznosti nabídky převzetí.

Na rozdíl od některých zahraničních právních řádů<sup>243</sup> **připouští obchodní zákoník částečnou nabídku převzetí**. Zvýšená cena při nabídce převzetí mající podobu bonusu placeného nad kurs cenných papírů je projevem existence tzv. ceny za kontrolu ve společnosti, resp. za ovládnutí společnosti, s předpokladem jejíž existence kalkuluje mj. i prof. Kraakman<sup>244</sup>. Cena

---

<sup>243</sup> Odmítání konceptu částečné nabídky (partial offer resp. Teilangebot) v zahraničí není jednoznačné. Zatímco německá úprava částečné nabídky, jak již jsem však uvedl výše toliko částečné nabídky na akcie, v §32 WpÜG výslovně zakazuje („Ein Übernahmeangebot, das sich nur auf einen Teil der Aktien der Zielgesellschaft erstreckt, ist unbeschadet der Vorschrift des § 24 unzulässig“), tak britská úprava je v pravidle 36.1 City Code podmiňuje souhlasem Panelu („The Panel’s consent is required for any partial offer. In the case of an offer which could not result in the offeror holding shares carrying 30% or more of the voting rights of a company, consent will normally be granted.“). Navíc, podle pravidla 36.5 City Code, Panel částečnou nabídku jež dává možnost ovládnout společnost odsouhlasí jen tehdy, pokud nabídku schválí akcionáři, kteří disponují více než 50% hlasovacích práv cílové společnosti. Navrhovatel spolu s osobami jednajícími s ním ve shodě je z hlasování vyloučen. Aby navrhovatel či osoby jednající s ním ve shodě nemohli ustanovení o částečných nabídkách v City Code obejít tím, že učiní částečnou nabídku převzetí těsně pod prahem ovládnutí a chybějící podíl nabudou následně mimo její rámec, zakazuje těmto osobám City Code v pravidle 36.3, aby nabývaly účastnické cenné papíry cílové společnosti po dobu závaznosti nabídky převzetí a dále po dobu 12 měsíců od uplynutí nabídky. Ještě kladněji se k částečným nabídkám staví rakouský ÚbG, jež je připouští a v §20 pouze zakotvuje povinnost poměrného uspokojení akceptantů při převisu akceptací nabídky nad hranici stanovenou navrhovatelem. Rakouská úprava má tak v tomto ohledu nejbližší americké federální úpravě obsažené zejména v §14(d)(6) SEA, jež stanoví pro případ, že je nabídka činěna na méně než na všechny emitované cenné papíry jednoho druhu (tzv. *částečná nabídka*) a pokud dojde k převisu zájmu o přijetí této částečné nabídky, že navrhovatel musí poměrně uspokojit akceptanty takovéto nabídky (PRO RATA RULE). Úpravu PRO RATA RULE obsahuje v obdobné podobě koneckonců též Pravidlo 36.7 britského City Code (SCALING DOWN).

<sup>244</sup> Srov. zejména: Kraakman: Taking discounts seriously: The implications of „Discounted“ Share Prices as an Acquisition Motive, 1988; Cox, Hillman, Langevoort: Securities Regulation: Cases and Materials, str. 944 a násl..



za ovládnutí společnosti tak vyjadřuje buď okolnost, že účastnické cenné papíry cílové společnosti jsou podhodnoceny, nebo že navrhovatel po úspěchu nabídky bude moci realizovat synergie, které mu umožní dosahovat lepších hospodářských výsledků. Zejména pak ve společnostech, v nichž existuje rozptýlená akcionářská struktura („dispersed ownership structure“) je tato dodatečná cena za kontrolu obsažena v ceně každé akcie a potenciálně, tedy pro případ převzetí společnosti, náleží každému akcionáři. Z uvedeného však zároveň vyplývá, že vlastníci účastnických cenných papírů tuto zvýšenou cenu obsahující cenu za kontrolu ve společnosti obdrží jen tehdy, bude-li nabídka učiněna všem vlastníkům cenných papírů, resp. akcionářům. V případě, že tedy navrhovatel onu zvýšenou cenu, kterou pro něj kontrola ve společnosti znamená, nevyplatí všem akcionářům, může ji poskytnout, resp. nabídnout jen vlastníkům těch akcií, resp. účastnických cenných papírů, na něž svou nabídku vztáhnul. Zpravidla však velkou část ceny za ovládnutí společnosti sám zadrží a výrazně se tím pro něj celá akvizice zlevní!<sup>245</sup> Je zřejmé, že uvedená výplata vyšší ceny pouze některým akcionářům na úkor ostatních jde hrubě v rozporu se zásadou nediskriminace!<sup>246</sup>

Existence, resp. přípustnost částečné nabídky navíc sama o sobě ještě dále zvyšuje, kolikrát již tak enormní tlak na akcionáře, aby nabídku akceptovali. Ten z akcionářů, který nabídku nepřijme, tak za své cenné papíry neobdrží vyšší cenu obsahující bonus za ovládnutí společnosti. Pokud je pak v uvedeném případě zájem o přijetí nabídky mezi akcionáři vysoký, snižuje se v důsledku postupu cestou částečné nabídky také nabídková cena. K úspěchu nabídky v takových případech postačí nižší cena, než jaké by dříve či později dosáhl trh působením nabídky a poptávky (srov. níže popsany příklad). Po úspěchu nabídky pak zpravidla dojde, na rozdíl od situace v době jejího oznámení, k poklesu kursu resp. cen účastnických cenných papírů cílové společnosti, především akcií<sup>247</sup>. Dochází pak často k tomu, že stávající akcionáři raději nabídku akceptují a své cenné papíry zcizí za nižší cenu. Společnost se totiž už nachází v rukou nového subjektu, který ji sám popř. spolu s osobami

---

<sup>245</sup> Srov. zejména: Kraakman: Taking discounts seriously: The implications of „Discounted“ Share Prices as an Acquisition Motive, 1988; Cox, Hillman, Langevoort: Securities Regulation: Cases and Materials, str. 944 a násl..

<sup>246</sup> Obdobně: *Dědič*, str. 1855.

<sup>247</sup> Cox, Hillman, Langevoort: Securities Regulation: Cases and Materials, str. 944 a násl..

jednajícími s ním ve shodě ovládl. Např. v USA, kde je částečná nabídka přípustná, po ní zpravidla následuje návrh na odkup zbylých akcií, a to při neexistenci úpravy povinné nabídky vyžadující implicitně poskytnutí spravedlivé ceny, zásadně za cenu nižší – jedná se o již zmiňovanou two-tiered bid či two-step takeover, tedy **tzv. dvoustupňovou nabídku**<sup>248</sup>. Úspěchu částečných nabídek a nabídek převzetí obecně tak jako významný činitel napomáhá vysoký tlak na akcionáře cílové společnosti<sup>249</sup>. Akcionáři se nacházejí v situaci, jež by se dala charakterizovat jako forma vězňova dilematu (prisoner's dilemma), tak jak tuto teorii známe zejména z teorie veřejných financí a teorie veřejné volby<sup>250</sup>, v níž jednání v individuálním zájmu každého z akcionářů vede k celkovému výsledku, jež je horší než paretooptimální, resp. paretoefektivní. Dochází tak k akceptaci i těch nabídek, které by jinak pro nízkou cenu akcionáři nikdy nepřijali. Budou se totiž obávat toho, aby tuto nabídku neakceptovali jiní. Pokud by k tomu totiž došlo, zbylí akcionáři by za své akcie dostali ještě méně (srov. níže uvedený příklad). Situace by však mohla být jiná, pokud by adresáti nabídky měli více času a prostředků na koordinovaný postup. Pokud je tedy doba závaznosti nabídky dostatečně krátká, mají potom adresáti nabídky na domluvení společného postupu a koordinaci reakcí na nabídku velmi málo času<sup>251</sup>.

Jak ukazují **zkušenosti** zejména z USA, k tak rychlým změnám a vzniku a vývoji nových metod a technik nedošlo pravděpodobně v žádné jiné oblasti než na trhu s kontrolou ve společnostech (the market for corporate control). Nepřátelské nabídky byly takřka vždy „hrami strategie a momentu překvapení“, které tak vyžadovaly trvalou inovaci. Po proběhnutí první vlně převzetí, z níž se akcionáři poučili a seznámili se s nejčastějšími záměry navrhovatelů, pak navrhovatelé za účelem zlepšení své pozice omezili nabídky převzetí jak v čase tak co do množství a začali v případě nabídek postupovat v souladu s tezí „kdo dřív přijde, ten dřív mele“ (first-come, first served basis). Navrhovatelé pokračovali ve vývoji dalších nástrojů, jež byly a jsou s to vyvinout na akcionáře cílové společnosti tlak, aby

---

<sup>248</sup> Srov. zejména: Kraakman: Taking discounts seriously: The implications of „Discounted“ Share Prices as an Acquisition Motive, 1988; Cox, Hillman, Langevoort: Securities Regulation: Cases and Materials, str. 944 a násl..

<sup>249</sup> Cox, Hillman, Langevoort: Securities Regulation: Cases and Materials, str. 944 a násl..

<sup>250</sup> Srov. blíže: Hamerníková, Kubátová: Veřejné finance, Eurolex Bohemia, Praha 2004.

<sup>251</sup> Cox, Hillman, Langevoort: Securities Regulation: Cases and Materials, str. 944 a násl..

nabídku akceptovali. Nabídkové dokumenty (popř. podklady nabídky) tak zpravidla uváděly, že navrhovatel v případě úspěchu své nabídky bude rovněž jinými způsoby usilovat o nabytí 100% akcií (podílu na základním kapitálu), resp. 100% účastnických cenných papírů a hlasovacích práv ve společnosti. Bylo tomu přinejmenším ve společnostech inkorporovaných podle práva, v této práci v souvislosti s americkou úpravou již vícekrát zmiňovaného, státu Delaware, jenž s určitou nadsázkou představoval jakousi „laboratoř“ právní reglementace v USA, kde investoři brzy pocítili na vlastní kůži, že posléze může dojít k jejich vytěsnění ze společnosti (nucenému odkupu jejich cenných papírů), a to nejčastěji cestou fúze. K uvedené fúzi pak nejčastěji docházelo v obdobích, kdy cenné papíry společnosti byly obchodovány za historicky nejnižší cenu, za kterou byli zpravidla podle investorů (a jejich žalob) zodpovědní členové statutárního orgánu cílové společnosti, kteří uvedených nejnižších cen měli dosahovat manipulací s kursem. V sedmdesátých letech minulého století již uvedená a popsaná dvoustupňová nabídka představovala v USA běžnou praxi. Akcionáři cílových společností se tak nacházeli v situacích, jež jsem již výše charakterizoval jako formu vězňova dilematu (prisoner's dilemma), v níž jednání v individuálním zájmu každého z akcionářů vede k celkovému výsledku, jež je horší než paretooptimální, resp. paretoefektivní. Akcionáři musí při nepřátelské dvoustupňové nabídce především brát v potaz, že akceptace uvedené nabídky jim přinese často jen průměrnou cenu za jednu akcii, jež je výrazně pod úrovní cen v případě klasické nabídky převzetí, přičemž naopak odmítnutí akceptace dvoustupňové nabídky vystaví akcionáře cílové společnosti riziku nuceného odkoupení jejich akcií za cenu ještě nižší! Obecně vzato, akcionáři cílové společnosti nepřátelské nabídky vítají jako příležitost pro výhodnou směnu resp. prodej svých cenných papírů, neboť cena při nabídce převzetí se obvykle pohybuje vysoko nad tržní cenou, resp. kursem před oznámením nabídky. Zároveň však akcionáři cílové společnosti musí zohlednit již zmiňovanou skutečnost, že za zbylé cenné papíry v rámci fúze uskutečněné ve druhém stupni nabídky, při níž dojde k jejich nucenému odkupu (second-step takeover merger), jim bude obvykle poskytnuta nižší cena.

Pro ilustraci problému koordinace postupu, jemuž zpravidla v případě uvedené dvoustupňové nabídky akcionáři cílové společnosti čelí, uvádím následující příklad:

Předpokládejme, že došlo k oznámení nepřátelské nabídky převzetí za záměrně nižší cenu, již samotní akcionáři cílové společnosti považují za neadekvátní. Uvažujme tedy například

peněžní nabídku převzetí (tedy veřejný návrh smlouvy o koupi účastnických cenných papírů atd.) za cenu EUR 40 za akcii, učiněnou na polovinu emitovaných akcií cílové společnosti v situaci, kdy cena, resp. kurs akcií společnosti na trhu před nabídkou byla EUR 30. Dále předpokládejme, že i kdyby nedošlo k akceptaci nabídky a nabídka by tak neuspěla, akcie cílové společnosti by vlivem oznámení nabídky a zveřejnění informace o ceně akcií pro navrhovatele dosáhly stálého růstu ceny až na úroveň EUR 37 za akcii. Konečně předpokládejme, že navrhovatel oznámil, že tato transakce bude mít podobu typické dvoustupňové nabídky (two-step takeover), při níž navrhovatel vyplatí za 50% akcií adresátů, jež nabídku akceptovali, uvedenou nabídkovou cenu a ohledně zbývajících akcií bude postupovat tak, že je buď smění za dluhové cenné papíry v hodnotě EUR 30 v poměru 1:1 v průběhu fúze navrhovatele s cílovou společností, nebo je jinak dodatečně smění v obdobném poměru. Pokud je pak doba závaznosti nabídky typicky krátká a počet akcionářů cílové společnosti je velký nebudou mít akcionáři téměř žádnou reálnou šanci mezi sebou komunikovat a dosáhnout rozhodnutí ohledně společného postupu, který by byl v nejlepším zájmu jich všech. Pokud by k takovému rozhodnutí mohli dospět, pravděpodobně by se dohodli na společném postupu nabídku převzetí odmítnout a ponechat si své akcie, popř. cenné papíry jež dosáhnou ceny EUR 37, raději než prodat polovinu eventuálně více akcií, v kterémžto případě by obdrželi průměrnou cenu jen EUR 35 za jednu akcii. Uvedené věžňovo dilema se dá na tomto případě velmi dobře znázornit. Pro zjednodušení nyní předpokládejme, že navrhovatel již určitý počet akcií cílové společnosti vlastní a že jejich zbývajících část je rovnoměrně rozdělena mezi akcionáře A, a akcionáře B, kteří mezi sebou nemohou komunikovat. Z hlediska akcionáře A znamená rozhodnutí nabídku neakceptovat, že si ponechá akcie jejichž předpokládaná cena dosáhne až EUR 37, to ovšem za předpokladu, že akcionář B se rozhodne stejně a rovněž nabídku neakceptuje. Naopak, pokud se akcionář A nabídku rozhodne neakceptovat, ale akcionář B ji přijme, bude cena akcií akcionáře A představovat výše uvedených EUR 30 placených v průběhu fúze navrhovatele s cílovou společností. Pokud se však A rozhodne nabídku akceptovat, může prodejem svých akcií získat až EUR 40 za akcii, a to za předpokladu, že akcionář B nabídku neakceptuje. Pokud však akcionář A nabídku akceptuje a akcionář B rovněž, získá A (stejně jako B) prodejem akcií EUR 35, předpokládáme-li, že každý z nich bude ohledně své akceptace nabídky uspokojen pouze do poloviny (50%) a zbývajících polovina bude směněna za dluhové instrumenty v hodnotě EUR 30 za akcii. Za těchto okolností se akcionář A může bránit pro

něj nejhoršímu výsledku celé transakce, a zároveň se pokusit dosáhnout nejvyšší možné ceny, pouze akceptací nabídky! Ale i akcionář B se nachází v identické situaci charakterizované stejnou volbou. Jejich nezávislá a oddělená rozhodnutí nabídku akceptovat tak povedou k ceně EUR 35 za akcii pro každého z nich, což je méně než předpokládaných EUR 37 v případě odmítnutí, jichž by bylo možno dosáhnout koordinovaným postupem obou!

Uvedený příklad ilustruje pouze jednu ze situací, kterou mohou dvoustupňové nabídky navodit. Je z něj však dostatečně zřejmé, jak důležitou roli při nabídkách převzetí hraje informovanost a nediskriminace jejích adresátů, jakož i stanovení minimální doby trvání nabídky. Konečně uvedené dokládá i to, jak nebezpečné mohou nabídky převzetí (zejména dvoustupňové) z hlediska optimalizace kapitálového výnosu pro vlastníky účastnických cenných papírů být.

I přes přípustnost částečné nabídky v českém právu, ale i v jiných evropských právních řádech, je problém tzv. dvoustupňové nabídky mj. vyřešen úpravou povinné nabídky převzetí (srov. výše část 9 této práce), tedy úpravou nabídkové povinnosti při ovládnutí společnosti za tzv. spravedlivou cenu. Tím dochází k omezení možného tlaku na akcionáře při částečné nabídce, neboť její navrhovatel bude mít tak jako tak následně povinnost učinit nabídku za spravedlivou cenu, kterou již např. podle tuzemské úpravy v §183b odst. 1 ObchZ bude muset adresovat všem vlastníkům (podle mého názoru kótovaných) účastnických cenných papírů cílové společnosti. Právě v uvedeném je tedy možné spatřovat další významnou funkci nabídkové povinnosti ve smyslu ochrany minoritních akcionářů cílové společnosti. Nejúčinnější ochranu proti negativním důsledkům částečné nabídky však nepochybně poskytuje její zákaz (srov. německou úpravu).

**Konkurenční nabídkou** je třeba především rozumět nabídku převzetí, která je učiněna jiným navrhovatelem v době závaznosti původní nabídky převzetí. Pro konkurenční nabídku převzetí se tak zpravidla použijí ustanovení o nabídce převzetí obdobně.

Existence konkurenční nabídky, její přípustnost a právní úprava přispívají především k vytvoření situace jež se svou povahou blíží aukci o účastnické cenné papíry cílové společnosti, tedy k situaci, jež vede k primárně žádoucímu stavu při nabídce převzetí, kdy

dochází k nabídnutí nejvyšší možné ceny za cenné papíry cílové společnosti jejím vlastníkům, především akcionářům. Konkurenční nabídka, s níž se v průběhu závaznosti původní nabídky převzetí objeví alternativní navrhovatel (tzv. white knight), se zpravidla řadí mezi obranná opatření proti nabídce převzetí, které je ve většině právních úprav přípustné, ba dokonce žádoucí, neboť nejde ani v rozporu se zásadou neutrality orgánů cílové společnosti ani nenarušuje zásadu svobodného a výlučného rozhodnutí vlastníků účastnických cenných papírů o nabídce resp. o její akceptaci, ba naopak samotné rozhodování vlastníků cenných papírů o nabídce rozšiřuje o další alternativu. Není pak divu, že zásah alternativního navrhovatele je přípustný i v takovém případě, že k němu došlo až na základě výzvy či po jeho nalezení orgány cílové společnosti. Z principu neutrality orgánů cílové společnosti je tak ať již *expresis verbis* (§33 odst. 1 věta druhá WpÜG) či z povahy věci (pravidlo 21.1 City Code a *contrario*; ObchZ) vyňato hledání konkurenční nabídky převzetí (white knight). Např. důvodová zpráva k německému WpÜG uvádí, že „prostřednictvím nalezení alternativního navrhovatele a následným uskutečněním konkurenční nabídky dojde, zcela v zájmu všech akcionářů cílové společnosti, k podstatnému zlepšení a zatraktivnění podmínek nabídky převzetí.“ Toto je nepochybně správný názor. Skutečnost, že hledání konkurenční nabídky, resp. alternativního navrhovatele musí být a mělo by být podle předmětné právní úpravy nabídek převzetí přípustné souvisí mj. totiž i s tím, že při hledání konkurenční nabídky se nejedná o takové jednání resp. opatření představenstva cílové společnosti, které může způsobit, že vlastní rozhodnutí akcionáře popř. skupiny akcionářů bude fakticky či právně znemožněno a akcionáři tak nebudou mít příležitost se volně a se znalostí věci rozhodnout o nabídce převzetí. Nejedná se tedy o takové opatření jež by bylo namířeno proti převzetí společnosti jako takovému. Příslušnost rozhodnout o osudu nabídky je tak ponechána vlastníkům cenných papírů a zůstává jen na nich, zda své cenné papíry v průběhu nabídky převzetí zcizí či nikoliv. Konkurenční nabídka se sebou navíc přináší možnost alternativního rozhodování, jež nejenže umožňuje akcionářům porovnávat více nabídek, ale zároveň přináší možnost dalšího zvyšování nabídkové ceny. Striktní povinnost neutrality, jež by vyžadovala, aby představenstvo vystupovalo neutrálně i vůči samotnému navrhovateli nabídky je třeba odmítnout. Opatření představenstva, resp. řídicích orgánů totiž i v souladu s principem neutrality mohou být namířena proti navrhovateli nabídky převzetí, avšak za předpokladu, že nebrání v rozhodování o osudu nabídky převzetí vlastníkům účastnických cenných papírů cílové společnosti. Pokud daná právní úprava připouští celou řadu jiných obranných opatření

realizovaných řídicími orgány (USA, SRN), v praxi již pak zpravidla k hledání alternativního navrhovatele nedochází. A právě zde lze nalézt oporu pro tolik argumentů proti přípustnosti jiných obranných opatření. Představenstvo a dozorčí rada cílové společnosti (rovněž i ve vlastním zájmu!) použijí k odvrácení nabídky veškerých jim dostupných prostředků a na konkurenční nabídku se již zpravidla nedostane. Toto však v žádném případě není v zájmu vlastníků účastnických cenných papírů, neboť hledání alternativního navrhovatele, který učiní konkurenční nabídku převzetí, vede často ke zvýšení protiplnění původním navrhovatelem i v případě, že se konkurenční nabídka nakonec vůbec neuskuteční.

Za nepřípustné se ovšem na druhou stranu dá považovat takové hledání konkurenční nabídky (white knight), které při vynaložení finančních prostředků společnosti má za cíl přesvědčit nějaký třetí subjekt, aby konkurenční nabídku učinil. Rovněž je problematické jak ospravedlnit snahu představenstva o to, aby potenciální alternativní navrhovatel přislíbil členům představenstva jistotu pokračování ve funkci po ukončení nabídky.

Je tedy zřejmé, že pokud se v průběhu závaznosti původní nabídky převzetí objeví alternativní navrhovatel s konkurenční nabídkou, skýtá tato situace vlastníkům účastnických cenných papírů cílové společnosti reálnou možnost rozhodnout se pro nabídku jež je pro ně nejvýhodnější. Většina úprav, pro srovnání viz např. §22 odst. 3 WpÜG či §183a odst. 8 věta třetí ObchZ, tak umožňuje akceptantům nabídky odstoupit od kupní či směnné smlouvy uzavřené před uveřejněním konkurenční nabídky a za plné znalosti již uveřejněné konkurenční nabídky se znovu rozhodnout o případném zcizení svých cenných papírů. Některé úpravy konkurenční nabídky, v čele s úpravou německou a rakouskou, pak obsahují veledůležité ustanovení týkající se doby závaznosti původní a případných konkurenčních nabídek. Pokud totiž dojde k uplynutí závaznosti nabídky převzetí před uplynutím závaznosti konkurenční nabídky, má se i doba závaznosti původní nabídky prodloužit do posledního dne lhůty pro závaznost konkurenční nabídky. Tím je zajištěna jednotná doba závaznosti pro všechny nabídky převzetí, tedy jak nabídku původní tak případné nabídky konkurenční. Problematické je však v tomto případě to, že pokud by, čistě teoreticky, docházelo neustále k dalším a dalším konkurenčním nabídkám, prodlužovala by se velmi významně i doba závaznosti nabídky. Na tuto situaci výslovně pamatuje, na rozdíl od práva německého (WpÜG), úprava rakouská, jež v §13 odst. 1 öÜbV stanoví maximální přípustnou lhůtu pro

všechny nabídky – doba závaznosti všech nabídek převzetí cílové společnosti smí trvat nejdéle 50 burzovních dní ode dne uveřejnění resp. počátku závaznosti první nabídky. Rakouská úprava zároveň pamatuje na možnost prodloužení této lhůty na základě rozhodnutí Komise nabídek převzetí (Übernahmekommission).

Obdobné ustanovení, jež by průběhu konkurenční nabídky zejména pak lhůtě její závaznosti podřizovalo původní nabídku v české úpravě chybí. Ze znění §183f odst. 3 „ Jestliže navrhovatel původní nabídky převzetí hodlá v době závaznosti konkurenční nabídky zvýšit cenu původní nabídky ...“ lze však dle mého názoru usuzovat na skutečnost, že nabídka původního navrhovatele trvá (její závaznost trvá) po stejnou dobu jako nabídka konkurenční, neboť jinak by ji nebylo možno v souladu s ustanovením §183a odst. 5 takto změnit. Podle §183a odst. 5 ObchZ pak mj. v případě zvýšení ceny nebo směnného poměru běží doba závaznosti nabídky převzetí od uveřejnění změn znovu, tedy pokud bude původní nabídka navrhovatelem v tomto smyslu změněna dojde rovněž k významnému prodloužení závaznosti nabídky převzetí, ať již původní či jakékoliv konkurenční. Jedná se však o velmi problematickou výkladovou konstrukci, jež je nepochybně snadno napadnutelná. Uvedené jen poukazuje na mezerovitost tuzemské úpravy. Obdobně by se totiž dalo argumentovat tím, že po uplynutí závaznosti původní nabídky může navrhovatel učinit uveřejněním nové nabídky v průběhu závaznosti konkurenční nabídky převzetí další konkurenční nabídku převzetí. Dochází tak v plném rozsahu k nabídkové válce jež je sto vyhnat cenu (nabídkovou) účastnických cenných papírů cílové společnosti vysoko nad původní tržní úroveň, ba dokonce nad úroveň v původní nabídce převzetí. Tato situace by však byla i důsledkem takového výkladu, že dochází k pouhé změně původní nabídky a to cestou zvýšení nabídkové ceny či směnného poměru. Navrhovatel původní nabídky se tak vždy (ať již se přikloníme ke kterémukoliv výkladovému hledisku) rázem ocitá de facto v pozici konkurenčního navrhovatele, což však významně přispívá k blahu vlastníků účastnických cenných papírů, jimž se tak zvyšuje pravděpodobnost dosažení nejvyšší možné ceny za jejich cenné papíry.

Platná česká úprava konkurenční nabídky převzetí v §183f ObchZ předně deklaruje obecně zřejmou skutečnost, že i konkurenční nabídka je (ba dokonce musí být) nabídkou převzetí ve smyslu ustanovení §183a odst. 1 a řídí se tedy s určitými odchylkami ustanoveními §183a a násl.. Konkurenční nabídka je nabídkou převzetí jež je učiněna jiným navrhovatelem než



navrhovatelem původní nabídky, což se zřejmě vztahuje i na osoby jednající s navrhovatelem ve shodě. Má-li být učiněna v době závaznosti původní nabídky, znamená to, že nabídka splňující podmínky stanovené zákonem pro její uveřejnění musí být v této době uveřejněna. Podle české úpravy pak lze konkurenční nabídku učinit jak ve vztahu k dobrovolné, tak ve vztahu k povinné nabídce převzetí a může se týkat jak kótovaných tak i nekótovaných účastnických cenných papírů. Úprava konkurenční nabídky chrání jednak zájmy vlastníků účastnických cenných papírů cílové společnosti především snahou o dosažení nejvyšší možné nabídkové ceny, jednak napomáhá dosažení nabídkou sledovaného cíle – ovládnutí společnosti. Předně zákon vyžaduje, aby nabídková cena uváděná v konkurenční nabídce alternativním navrhovatelem byla alespoň o 2 % vyšší než v původní nabídce převzetí. Lze dovést, že uvedené se nevztahuje toliko na cenu, nýbrž je třeba obdobné pravidlo analogicky aplikovat rovněž na směnný poměr, pokud bude předmětem nabídky směna cenných papírů.

Ustanovení §183a odst. 8 pak umožňuje, aby akceptanti původní nabídky převzetí od této nabídky až do uplynutí doby její závaznosti odstoupit a přijmout konkurenční nabídku převzetí<sup>252</sup>. Domnívám se, že aby byla jakákoliv konkurenční nabídka vůbec úspěšná, bude třeba ji učinit co nejdříve po uveřejnění původní nabídky.

O §183f odst. 3 již byla zmínka výše. Jestliže toto ustanovení dále uvádí, že navrhovatel původní nabídky není oprávněn (pravděpodobně pod sankcí neplatnosti takovéto dispozice) prodat účastnické cenné papíry, které získal na základě nabídky převzetí, přijetím konkurenční nabídky převzetí, lze z toho dovést, že účastnické cenné papíry, které nabyt jinak, přijetím konkurenční nabídky zcizit smí! Navrhovatel původní nabídky převzetí pak v době závaznosti konkurenční nabídky může rovněž zvýšit cenu původní nabídky, musí tak však učinit nejméně o 2 % nad cenu uvedenou v konkurenční nabídce převzetí. To jen potvrzuje smysl a účel úpravy konkurenční nabídky, jímž je především navození situace jakési aukce o cenné papíry či nabídkové války o ovládnutí společnosti mezi jednotlivými navrhovateli. Z principu nediskriminace mezi vlastníky účastnických cenných papírů a zásady rovného zacházení s nimi pak vyplývá, že pokud navrhovatel původní nabídky převzetí učiní

---

<sup>252</sup> Zákon připouští z tohoto pravidla výjimku za předpokladu, že takovýto postup vylučují pravidla organizátora regulovaného trhu, na němž došlo k uzavření předmětné smlouvy o koupi či směně účastnických cenných papírů cílové společnosti.

„konkurenční nabídku“, resp. změní svou původní nabídku, uplatní se ustanovení §183a odst. 5 a automaticky se odpovídajícím způsobem zvýší cena nebo směnný poměr ve všech smlouvách uzavřených na základě původní nabídky převzetí.

### III.4 Přátelská a nepřátelská nabídka převzetí

Na jiném místě této práce bylo již naznačeno, že zatímco veřejná nabídka převzetí představuje zvláštní formu akvizice společnosti v podobě tzv. „share deal“, tedy akciové transakce, může k převzetí společnosti dojít zásadně i jinými způsoby. Je tomu zpravidla buď prostřednictvím tzv. „asset deal“, tedy odkupu jednotlivých majetkových součástí, resp. aktiv společnosti, popř. koupě celého podniku společnosti (smlouva o prodeji podniku), nebo prostřednictvím přeměn společností, zejména pak fúzí. Tzv. „asset deal“ však se sebou zpravidla přináší větší daňovou náročnost, neboť musí dojít i k odkrytí případných existujících tichých rezerv společnosti, zatímco přeměny společností, a to především zmiňované fúze, jsou sice z daňového hlediska bez komplikací, ale pro své uskutečnění předpokládají usnesení valné hromady cílové společnosti vyjadřující souhlas kvalifikované většiny, zpravidla  $\frac{3}{4}$  akcionářů. Tyto alternativy k veřejné nabídce převzetí tak zpravidla předpokládají přinejmenším faktickou součinnost ze strany představenstva cílové společnosti. V případě veřejné nabídky převzetí tomu takto však být nemusí a v praxi tomu tak skutečně vždy nebude.

Dochází tak k tomu, že a za určitých okolností to bývá i pravidlem se představenstvo cílové společnosti postaví do opozice proti předmětné nabídce převzetí. Představenstvo se tak může snažit zabránit úspěchu, tj. přijetí nabídky dostatečně velkým počtem akcionářů cílové společnosti všemi dostupnými zákonnými prostředky. Takovouto nabídku převzetí pak označujeme za nepřátelskou („hostile takeover bid“ nebo „raid“). Právě snahou o její neúspěch či pouhým negativním postojem vyjádřeným ve stanovisku k nabídce (kupř. nedoporučením nabídky k jejímu přijetí vlastníky účastnických cenných papírů cílové společnosti) ze strany orgánů cílové společnosti se nepřátelská nabídka liší od tzv. přátelské nabídky převzetí. Přátelskou nabídku naproti tomu naopak doprovázejí a často i předcházejí nejrůznější jednání a dohody mezi oběma stranami – mezi cílovou společností, resp. jejími orgány a navrhovatelem.

Pokud se představenstvo pokouší nalézt alternativního navrhovatele (white knight), který by nabídl za účastnické cenné papíry cílové společnosti vyšší nabídkovou cenu než tu, kterou uveřejnil navrhovatel původní nabídky, je tomu tak zejména proto, že po dobu závaznosti nabídky dochází k již naznačené modifikaci v úkolech orgánů cílové společnosti. V jejím důsledku bude po dobu trvání nabídky povinnost péče orgánů vůči cílové společnosti (tedy ochrana zájmů cílové společnosti a povinnost jednat s péčí řádného hospodáře) zcela nahrazena povinností jednat výhradně v zájmu akcionářů, resp. vlastníků účastnických cenných papírů, jakož i stakeholders (věřitelů a zaměstnanců) a především tedy snahou dosáhnout maximální nabídkové ceny. Jiné obranné taktiky, obranná opatření a defenzivní mechanismy mohou být naopak zdůvodňovány zájmem na ochraně společnosti, tedy ochraně pokračování jejích podnikatelských aktivit a ochraně její samostatné existence.

Důvod užití některých z těchto opatření orgány cílové společnosti je však někdy třeba spatřovat především ve skutečnosti, že samotné orgány cílové společnosti na nabídky převzetí, zejména pak ty nepřátelské, nahlížejí jako na hrozbu, jež může v případě úspěchu nabídky vést k jejich odvolání a ztrátě jejich lukrativních funkcí. Tomu je v každém případě třeba vyváženou právní úpravou nabídky převzetí zabránit.

Orgány cílové společnosti v důsledku modifikace svých úkolů při nabídce převzetí (po dobu závaznosti nabídky jim odpadá jinak klíčová povinnost péče vůči cílové společnosti) mají především sledovat zájmy akcionářů tak, aby byla dosažena nejvyšší možná, či přinejmenším adekvátní, nabídková cena (z toho pramení účelnost jakož i důvodnost, někdy dokonce nutnost, existence konkurenční nabídky), což vede i k určité rezervovanosti či opozici (ve smyslu hledání alternativního navrhovatele, resp. navrhovatele konkurenční nabídky – white knight) vůči stávající nabídce převzetí. Úpravy nabídek převzetí tak obecně vychází z dočasného nadřazení zájmů vlastníků účastnických cenných papírů nad zájmy cílové společnosti. K uvedené modifikaci skutečně podle mého názoru v průběhu nabídky, tzn. od okamžiku kdy se orgány cílové společnosti o záměru navrhovatele učinit nabídku převzetí relevantně dozvědí až do uplynutí lhůty její závaznosti, uveřejnění jejích výsledků, dochází, neboť vědomí nebezpečí či naopak pozitivní očekávání převzetí nepochybně ovlivní výkon funkcí členů představenstva a dozorčí rady, resp. managementu společnosti a tím i chod celé společnosti a jejího podniku.

Německá úprava naopak tuto modifikaci v úkolech orgánů dle v této práci zastávaného názoru neobsahuje. §3 odst. 3 WpÜG stanoví, že představenstvo a dozorčí rada cílové společnosti musí jednat v zájmu této cílové společnosti („Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft müssen im Interesse der Zielgesellschaft handeln“). Povinností zakotvenou v §3 odst. 3 německý zákonodárce jednoznačně vyjádřil, že i v samotném průběhu nabídky převzetí resp. po dobu její závaznosti musí být zachovávány obecné povinnosti orgánů cílové společnosti pramenící z práva společností (§§ 76, 93 a 116 německého AktG), tedy zejména povinnost péče vůči společnosti. Jednání představenstva i dozorčí rady tak musí být a neustále je podřízeno zájmům společnosti! Německý zákonodárce tak nenásledoval jiné úpravy ani volání části německé literatury a právní teorie, podle něhož právě po dobu závaznosti nabídky musí ostatní zájmy, včetně zájmů společnosti ustoupit zájmu akcionářů, jež má být jako jediný v průběhu nabídky zohledňován. Podle německé úpravy jsou tak orgány cílové společnosti povinny spravedlivě zohledňovat veškeré, byť i protichůdné, zájmy jež se ve společnosti a jejím podniku střetávají.

Orgány cílové společnosti se ovšem snaží, vcelku pochopitelně, sledovat i své vlastní zájmy (ač by tomu tak být nemělo a všechny právní úpravy bez výjimky, včetně těch, jež nezakotvují princip neutrality, či jež jej modifikují, se tomuto snaží předcházet a bránit) a užitím nejrůznějších obranných opatření či bariér usilují o odvrácení hrozby jejich výměny po případném úspěšném převzetí, jinými slovy, snaží se úspěchu nabídky zabránit.

I když za určitých okolností může obrana představenstva proti nabídkám vést k převážně pozitivním výsledkům, za zmínku stojí především zachování podnikatelských aktivit podniku společnosti a jeho samostatnosti, jistoty pro stakeholders, zejména pak zaměstnance, dodavatele a věřitele společnosti, přesto zdůrazňuji, že jakýkoliv režim jež svěřuje rozhodnutí o nabídce či o obranném mechanismu proti ní představenstvu se sebou nevyhnutelně přináší též nadměrné náklady a riziko, a proto je nepřijatelný a nežádoucí. Obranná opatření jsou většinou velmi nákladná, nehledě na skutečnost, že v některých případech navrhovateli odepírají možnost využít synergií po úspěšné nabídce a k samotné cílové společnosti jsou natolik nešetrná, že jí někdy v důsledku jejich uplatnění může hrozit i úpadek (srov. zejména prodej aktiv („scorched earth“ – spálená země), „spin-offs“, prodej některých důležitých a

cenných aktiv („crown jewels“)). Co je však nejpodstatnější, členové statutárního orgánu, resp. manažeři cílové společnosti jsou při nabídce převzetí zpravidla vystaveni významnému konfliktu zájmů. Často jsou to totiž i jejich profesní výsledky a plány, jež jsou předmětem zkoumání a prověřování, čímž se pak jejich funkce ocitají v ohrožení. Jejich primární zájem tak nezřídka představuje zájem na záchraně jejich pracovní pozice a pověsti, spíše než-li na maximalizaci hodnoty společnosti pro akcionáře – maximalizaci shareholder value. Modifikace v úkolech řídicích orgánů po dobu závaznosti nabídky převzetí tak nemusí být nic platná a členové představenstva a dozorčí rady tak nemusí sledovat primárně zájem akcionářů (což je v době nabídkové dle uvedeného názoru především žádoucí), nýbrž zájem svůj vlastní. V důsledku uvedeného by tak bez podrobné úpravy povinností orgánů cílové společnosti a obecného (nikoliv tedy bezvýjimečného) zákazu činit opatření směřující k eliminaci nabídky nebylo možno v podmínkách kontinentálního práva (srov. odlišný přístup avšak snahu o dosažení stejných výsledků v americké úpravě) vytvořit fungující trh s kontrolou ve společnostech, který by nikterak vlastníkům účastnických cenných papírů neodebíral jejich základní a nezadatelné právo, aby o osudu nabídky (jejím úspěchu či neúspěchu, resp. přijetí či nepřijetí) rozhodli při dostatečné znalosti všech informací sami.

Právě nabídku převzetí, proti níž jsou ze strany orgánů cílové společnosti činěna obranná opatření (pokud jsou právní úpravou připuštěna) či proti níž orgány vykonávají jinou opozici, byť i toliko v podobě hledání alternativního navrhovatele konkurenční nabídky (white knight) či toliko vyjádřením negativního stanoviska k nabídce převzetí (podle většiny úprav<sup>253</sup> se orgány cílové společnosti musí v krátké lhůtě po doručení nabídkového dokumentu, resp. návrhu nabídky převzetí v písemném stanovisku uveřejňovaném způsobem, jímž se uveřejňuje nabídka převzetí, vyjádřit k tomu, zda nabídka je v souladu se zájmy akcionářů, zaměstnanců a věřitelů společnosti, a toto své stanovisko musí věcně zdůvodnit), tak označujeme za nabídku nepřátelskou (někdy v anglické terminologii též „contested takeover bid“ oproti „agreed takeover bid“).

Zákonné úpravy však zpravidla mezi přátelskou a nepřátelskou nabídkou nikterak nerozlišují. Nečiní tak ani tuzemský obchodní zákoník, ani britský City Code, ani německý WpÜG. Tento

---

<sup>253</sup> Srov. úpravu §183a odst. 11 písm. c) ObchZ, či §27 německého WpÜG.

přístup národních úprav nabídek převzetí, jenž z formálního hlediska mezi přátelskou a nepřátelskou nabídkou nevidí rozdíl, je třeba jedinečně přivítat, neboť podobné rozlišování v právních předpisech by mohlo působit příliš pejorativně a nabídce převzetí učiněné proti vůli představenstva cílové společnosti propůjčovat negativní podtext. V konkrétním případě a ryze z praktického hlediska, je však toto rozlišení s přihlédnutím k obsahovým aspektům nabídky nepochybně správné a smysluplné. Zásadně pak platí to co bylo naznačeno výše a závěr, že se v konkrétním případě jedná o nepřátelskou nabídku převzetí je tudíž třeba učinit především tehdy, jestliže se orgány cílové společnosti proti nabídce ohradí skutečným obranným opatření, resp. pokud se k uskutečnění nabídky negativně vyjádří ve svém stanovisku. Nepřátelské nabídky převzetí (tj. nabídky převzetí, které nebyly řídicími orgány cílové společnosti doporučeny k přijetí, popř. proti nimž, pokud je to podle práva daného státu přípustné, hodlají použít či použijí orgány cílové společnosti obranná opatření) jsou činěny velmi často. Např. v USA již však nejsou především v důsledku pokročilosti tamní úpravy tak častým jevem jako tomu bylo v minulosti, v průběhu 60. – 80. let minulého století. A ani v Evropě tento způsob akvizic není zdaleka tak častým jak je mnohdy uváděno<sup>254</sup>. Pravdou nicméně je, že se tu a tam objeví nepřátelský navrhovatel usilující, a to mnohdy úspěšně, o ovládnutí cílové společnosti. Pod tlakem právního systému a kapitálového trhu se však v pozdějším stádiu zpravidla i nepřátelské nabídky převzetí stanou nabídkami „přátelskými“ (tj. takovými, při nichž řídicí orgán, resp. představenstvo cílové společnosti nabídku svým akcionářům doporučí nebo přinejmenším ukončí opozici vůči ní).

---

<sup>254</sup> Pokud německá právní teorie v této souvislosti varuje před nebezpečím útoků divokých nájezdníků na německé společnosti pak stojí za zmínku, že zatímco počet německých společností zapojených do tzv. agreed takeover bids (sjednaných resp. přátelských nabídek převzetí) činil v rozmezí let 1990 – 2002 necelých deset, tak do tzv. contested takeover bids (nepřátelských nabídek převzetí) byly v tomto období zapojeny pouze čtyři německé společnosti. To je ve srovnání s aktivitou na britských ostrovech či ve Francii podstatně méně. Ve Velké Británii bylo totiž za stejné období možno zaznamenat přibližně až 55 společností zapojených do „agreed takeover bids“ a jen asi 13 společností bylo zapojeno do „contested takeover bids“. Obdobné údaje byly zjištěny i pro Francii. Blíže viz Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues related to takeover bids, ze dne 10. ledna 2002, str. 76 – 79.

### III.5 Bariéry a obranná opatření proti nabídkám převzetí

Samotné pojednání o bariérách a obranných opatřeních proti nepřátelským nabídkám převzetí by vystačilo na celou práci. V této pasáži se chci zaměřit pouze na obecnou problematiku těchto bariér a některé z nich stručně analyzovat. Realizace většiny známých obranných opatření, jakož i jejich přípustnost bude přitom v jednotlivých právních úpravách na evropském kontinentu, především vlivem zakotvení principu neutrality jakož i s ohledem na úpravu tzv. pravidla průlomu ve směrnici, přitom stále obtížnější a méně častá. O všech obranných opatřeních a jejich realizaci by totiž vždy měli rozhodovat sami akcionáři a to za plné znalosti podmínek konkrétní nabídky převzetí. Fundamentálním principem, jež je totiž s každou nabídkou spojen, je především zásada svobodného, informovaného a výlučného rozhodování akcionářů o jejím osudu. Přehled obecně známých a nejčastěji užívaných obranných opatření či bariér proti nabídkám převzetí podávám v příloze 2 této práce.

Pro účely klasifikace bariér a obranných opatření proti nabídkám převzetí je vhodné již vztít členění na dvě základní stádia nabídky převzetí. První stádium nabídky začíná v okamžiku kdy je nabídka oznámena. Akcionáři budou následně muset zvážít jak na nabídku reagovat. Otázkou v tomto stádiu může též být, zda uplatnit proti nabídce obranu resp. obranné opatření či nikoliv. Takováto obrana je obecně nazývána jako tzv. post-nabídková obrana (post-bid defence). Druhé stádium začíná po úspěšném ukončení nabídky. Navrhovateli v této fázi může být bráněno ve vykonávání kontroly ve společnosti, a to jak obrannými nástroji post-bid tak bariérami, jež existovaly před oznámením nabídky. Tyto později zmiňované bariéry jsou obecně nazývány jako pre-bid obrany (existovaly již před oznámením nabídky převzetí). Po uveřejnění nabídky převzetí (nabídkového dokumentu) navrhovatelem se tak zpravidla hovoří o tzv. fázi post-bid, kdežto do tohoto okamžiku se subjekty posléze zúčastněné na nabídce nalézají v tzv. fázi pre-bid. Bariéry a obranná opatření proti nabídkám převzetí, jež jejich úspěchu brání, ztěžují její průběh, či jsou dokonce schopny nabídku převzetí zcela zmařit, které existují a působí již před uveřejněním nabídky samotné, a představují tak kapitálovou a kontrolní strukturu obecně v dané právní jurisdikci v oblasti práva obchodních společností přípustnou se v souladu s uvedeným označují za tzv. PRE-BID STRUKTURY (pre-bid structures) či PRE-BID BARIÉRY. Naproti tomu bariéry a obranná opatření proti nabídkám převzetí, jež jejich úspěchu brání, ztěžují její průběh, či jsou dokonce schopny nabídku převzetí zcela zmařit, které jsou přijaty zásadně až po oznámení nabídky, tedy ve fázi post-

bid, jsou tak označovány jako POST-BID STRUKTURY či POST-BID OBRANNÁ OPATŘENÍ.

Právní úpravy nabídek převzetí většinou úpravu jednotlivých obranných opatření proti nabídkám neobsahují. Vlastní úprava jednotlivých obranných opatření tak není obsažena ani v §183a – §183h ObchZ, ani v britském City Code<sup>255</sup>, ani v německém WpÜG<sup>256</sup> a ani ve většině jiných úprav nabídky převzetí. Možnosti užití jednotlivých obranných opatření a jejich přípustnost se tak odvíjí především od ustanovení obsažených v jednotlivých jurisdikcích v právu obchodních společností. Uvedená ustanovení akciového práva tak buď daný způsob obrany umožňují či nikoliv. Právní úprava nabídek převzetí, již je nutno považovat za úpravu zvláštní ve vztahu k úpravě obchodních společností, však může realizaci některých z nich v určité nabídkové fázi a za určitých podmínek omezit či zakázat (srov. princip neutrality a pravidlo průlomu). Jak již jsem uvedl, v úvahu přicházející obranná opatření se dají klasifikovat podle toho, zda k jejich přijetí došlo již s předstihem, před učiněním nabídky

---

<sup>255</sup> Britský City Code v pravidle 21 předně vychází ze skutečnosti, že zájmy členů představenstva cílové společnosti a jejích akcionářů nebudou vždy stejné. V souladu s principem rovného a „férového“ zacházení s akcionáři pak představenstvu cílové společnosti ukládá povinnost, aby nečinilo jakákoliv opatření či jednání jež by byla způsobilá nabídku zmařit. Představenstvo cílové společnost tak podle uvedeného pravidla a v souladu s obecnými principy úpravy nesmí (s výjimkou případu, že je k tomuto povinno podle dříve uzavřené smlouvy, tedy smlouvy uzavřené před oznámením nabídky navrhovatelem – přednost zásady pacta sunt servanda) od okamžiku, kdy je mu oznámena nabídka převzetí nebo od okamžiku, kdy má důvod na základě relevantních zjištění být přesvědčeno o tom, že je připravována nabídka převzetí, přijímat a provádět taková opatření, jež jsou způsobilá odejmout akcionářům možnost rozhodnout o nabídce převzetí, ledaže je k tomuto představenstvo zmocněno akcionáři na valné hromadě. Pravidlo 21 však uvádí pouze příklady opatření proti nabídce (frustrating actions) a samotný City Code je na jiném místě nikde podrobně nerozvádí. Za obranná opatření proti nabídce převzetí lze podle znění pravidla 21 City Code možno považovat zejména: 1. emise nových akcií; 2. vystavování opcí na dosud neemitované akcie; 3. emise cenných papírů opravňujících k jejich přeměně na akcie cílové společnosti či opravňujících k upisování akcií cílové společnosti; 4. prodej či nabývání aktiv; a 5. uzavírání smluv jiným způsobem než v případě běžné podnikatelské činnosti cílové společnosti.

<sup>256</sup> Německý WpÜG rovněž neobsahuje až na výjimku v §33 odst. 2, který povoluje a podrobněji upravuje přijímání usnesení valné hromady cílové společnosti do zásoby (Vorratsbeschlüsse der Hauptversammlung), na něž je možno veskrze pohlížet jako na pre-bid obranná opatření proti nabídkám převzetí, žádnou svébytnou úpravu jednotlivých obranných opatření proti nabídkám převzetí.



převzetí (pre-bid obranná opatření), nebo zda byla přijata až jako reakce na konkrétní, navrhovatelem oznámenou nabídku převzetí (post-bid obranná opatření).

### **III.5.1 Pre-bid bariéry a struktury**

V Evropě ještě dodnes existuje, a to i navzdory přijetí směrnice o nabídkách převzetí (lhůta k transpozici směrnice uplyne dle jejího článku 21 již 20. května 2006), celá řada takových kapitálových a kontrolních forem (struktur), které nejenže se v kontextu nabídek převzetí významně odchyľují od principu rozhodování akcionářů a principu proporcionality mezi podílem na základním kapitálu a kontrolou ve společnosti, ale obecně se v jejich případě jedná o takové přednabídkové formy (pre-bid struktury), důsledkem jejichž existence je nadměrná a z ekonomického a právně-politického hlediska nežádoucí koncentrace vlivu ve společnosti v rukou představenstva a/nebo minoritních akcionářů. Příkladem těchto forem jsou především: spolurozhodování členů představenstva při jmenování jeho nových členů, existence nejrůznějších druhů akcií resp. účastnických cenných papírů s odlišným počtem hlasovacích práv např. vydání zvláštního druhu akcií s nimiž je spojen více hlasovacích práv než s jinými druhy akcií stejného emitenta o stejné jmenovité hodnotě a se stejným podílem na likvidačním zůstatku, dále akcie inkorporující dvounásobná hlasovací práva ve srovnání s ostatními akciemi stejného druhu, existence zvláštních druhů akcií s omezenými hlasovacími právy, obecná omezení hlasovacích práv akcionářů, zvláštní kontrolní a hlasovací práva vlastníků některých druhů akcií (např. zlaté akcie) nebo členů představenstva, dohody o hlasování na valné hromadě, existence pyramidových struktur, vzájemné vlastnictví akcií.

Obecně se dá říci, že žádná z uvedených či obdobných kapitálových a kontrolních forem nemá u kótovaných společností pro rozpor s uvedenými principy v úpravě práva společností, nejen v kontextu nabídek převzetí, ale i z obecného hlediska, místo. Otázkou zůstává, zda vývoj skutečně přinese postupné upuštění od jejich užívání především cestou jejich zákazu v jednotlivých právních rádech. Již dnes je však zřejmé, že jejich bezvýjimečný zánik není v krátkém období myslitelný. Jednalo by se o rozsáhlou operaci významně zasahující do poměrů panujících celosvětově v právu společností. Zejména pak v EU, pokud by např. došlo k jejich zákazu úpravou v sekundární legislativě, by předmětná úprava zcela zásadním způsobem ovlivnila způsoby kontroly, financování a řízení kótovaných společností. Muselo by tak dojít k masivní přeměně kapitálových a kontrolních forem (struktur) společností.

Je zároveň nezbytné si uvědomit, že pokud se uvedené formy (struktury) odchylují od principů rozhodování akcionářů a proporcionality mezi podílem na základním kapitálu a kontrolou ve společnosti je tomu tak především v důsledku zvláštností panujících v oblasti vlastnictví akcií, výkonu hlasovacích práv a dalších faktorů majících vliv na kontrolu ve společnosti v jednotlivých národních státech resp. ekonomikách.

Dlužno však uvést, že některé z naznačených kapitálových a kontrolních struktur jako kupříkladu zvláštní kontrolní práva svěřená představenstvu, omezení hlasovacích práv, jakož i praxe depozitních potvrzenek (ADR, GDR) či jiných odvozených cenných papírů v právních řádech vznikly a postupně se vyvíjely především jako nástroj ochrany společností s rozptýlenou vlastnickou strukturou před ovládnutím jejich valných hromad menšinou akcionářů při obvyklé absenci velké většiny jejich akcionářů. Struktury, jakými jsou vícenásobná hlasovací práva a zvláštní kontrolní práva minoritních akcionářů naopak často odpovídají tradičním vlastnickým vzorům v jednotlivých státech. Obdobné kapitálové a kontrolní struktury, v nichž je společnost fakticky zevnitř ovládána silným minoritním akcionářem, totiž ve většině států sloužily či stále slouží k překonání problémů s kontrolou a usměrňováním managementu, resp. řídicích orgánů ve společnostech s rozptýlenou vlastnickou strukturou (dispersed ownership). Proto některé z těchto struktur mohly být, resp. mohou být přínosem pro některé společnosti jakož i jejich akcionáře v určité fázi jejich vývoje.

Pokud budeme, shodně s expertní skupinou (High Level Group of Company Law Experts), za základ úpravy nabídek převzetí s ohledem na vytvoření rovného hřiště pro jejich realizaci považovat princip „shareholder decision-making“ a princip „proportionality between risk bearing capital and control“, je třeba učinit závěr, že žádná z pre-bid bariér či struktur by úspěchu nabídky převzetí neměla bránit, ani ztěžovat jejich průběh či nabídku převzetí zmařit. Je to koneckonců i cílem úpravy přijaté ve směrnici o nabídkách převzetí, která především obsahuje v tomto ohledu důležité pravidlo průlomu (break-through rule)<sup>257</sup>.

---

<sup>257</sup> Koncept pravidla průlomu, jak uvádí Zpráva expertní skupiny na str. 30, není v EU novinkou. Ve Francii se již v roce 1992 objevil návrh, který obsahoval pravidlo, podle něhož by omezení hlasovacích práv ve společnosti nebylo možno aplikovat v případě, že navrhovatel dosáhl polovičního podílu na základním kapitálu cílové

Mezi pre-bid bariéry a struktury představující preventivní obranná opatření proti nabídkám převzetí se pak zejména řadí:

### **Strukturální opatření**

#### **1. Nabývání vlastních akcií**

Snadno pochopitelný způsob obrany proti nepřátelské nabídce převzetí představuje nabývání vlastních akcií cílovou společností. V USA přitom náleží ke standardním instrumentům užívaným jako obrana proti nabídce převzetí. Je tomu tak zejména proto, že zpětný odkup vlastních akcií je v USA, na rozdíl od evropských právních úprav, do značné míry přípustný. Zpětný odkup vlastních akcií přitom představuje poměrně účinný způsob obrany zejména tím, že jednak v jeho důsledku dochází k snížení počtu akcií ve volném vlastnictví akcionářů cílové společnosti a jednak v jeho důsledku s největší pravděpodobností dojde na podkladě zvýšené poptávky k nárůstu tržní ceny resp. kursu akcií, resp. účastnických cenných papírů cílové společnosti. Ve většině evropských států, včetně ČR, Rakouska a SRN, je však nabývání vlastních akcií ustanoveními akciového práva významně omezeno. Cílová společnost tak zpravidla nesmí nabýt více vlastních akcií než kolik v procentním vyjádření v podílu na základním kapitálu povoluje předmětná právní úprava. Tím je účinek a význam tohoto druhu obranného opatření na evropském kontinentu podstatně oslaben.

#### **2. Odstupňování délek funkčních období členů představenstva a dozorčí rady**

Poněvadž k prosazení podnikatelských cílů navrhovatele po ovládnutí společnosti bude zpravidla nezbytná výměna resp. jmenování nových členů řídicích orgánů cílové společnosti, je zřejmé, že navrhovatelovu pozici a jím zamýšlené obsazení řídicích orgánů cílové společnosti novými členy ztíží zejména okolnost, že funkční období členů těchto orgánů budou odstupňována. Je ovšem třeba zohlednit i skutečnost, že výměna členů orgánů je tak jako tak zpravidla komplikovaná. Dodatečná opatření tak zpravidla nedostačují k tomu, aby

---

společnosti. Stejný princip byl rovněž základem pro návrh zákona v nizozemském parlamentu, podle nějž může navrhovatel po nabytí 70% podílu na základním kapitálu ve společnosti požádat soud, aby příslušná ustanovení stanov cílové společnosti zrušil či upravil tak, aby mohl společnost efektivně ovládnout. S obdobným konceptem je pak možno se setkat rovněž v italské legislativě.

navrhovatele od uskutečnění nabídky převzetí odradila. Navíc se v praxi dá jen ztěžít očekávat, že v čele společnosti po jejím úspěšném nepřátelském převzetí navrhovatelem zůstane zneprátený management delší dobu. O mnohem pravděpodobnější je takový scénář, podle něž jednotliví členové orgánů cílové společnosti své funkce dobrovolně opustí, přičemž přitom budou zpravidla v přiměřené míře zohledněny jejich finanční požadavky.

### 3. Zvláštní pravidla pro fúze a přeměny společností obsažená ve stanovách

Z důvodu nedostatku odpovídající zákonné úpravy, bývají v USA často do stanov akciových společností přijímána ustanovení obsahující zvláštní požadavky na dosažení určitého většinového podílu na základním kapitálu a/nebo na hlasovacích právech ve společnosti pro uskutečnění přeměn společností a jejich fúzí, jakož i zvláštní ujednání o odškodnění akcionářů v případě uskutečnění těchto opatření (tzv. fair-price klauzule). Tato ustanovení tak zpravidla vedou buď k znesnadnění úspěchu nabídky či zcela k jejímu zmaření. V české, jakož i např. v německé právní úpravě jsou však všechny tyto druhy přeměn a opatření upraveny natolik podrobně, že již prakticky neexistuje důvod pro zakotvení těchto ustanovení ve stanovách společnosti. K uskutečnění přeměn společnosti jsou tak samotným zákonem vyžadovány vysoké kvalifikované většiny hlasovacích práv ve společnosti. Rámcové podmínky pro nabídky převzetí, které jsou ve většině evropských států vytvořeny zákony upravujícími přeměny obchodních společností, tak lze veskrze považovat za podmínky, které realizaci převzetí společnosti podstatně ztěžují. Navrhovatel tak bude s ohledem na potřebu získání většího počtu akcií pro uskutečnění přeměn společností, především fúze, či jiných strukturálních změn nucen svou nabídku převzetí podmínit vyšším počtem akceptací.

### Emise zvláštních cenných papírů (poison pills)

V USA je z obranných opatření proti nabídkám převzetí velký význam přikládán zejména emisi zvláštních cenných papírů. Pro tyto cenné papíry, s nimiž bývají spojena zvláštní práva, je především charakteristické, že navrhovatel nepřátelské nabídky převzetí je na rozdíl od stávajících akcionářů cílové společnosti z výkonu těchto zvláštních práv stanovami společnosti výslovně vyloučen. Tyto tzv. poison pills tak představují obranné opatření při

němž zpravidla cílová společnost, prostřednictvím svých orgánů<sup>258</sup>, vydá všem svým stávajícím (existujícím) akcionářům zvláštní práva spojená s vlastnictvím jejich akcií. V případě, že navrhovatel nepřátelské nabídky převzetí posléze uskuteční první kroky k ovládnutí společnosti, budou stávající akcionáři, nikoliv však navrhovatel nabídky, ač již na základě nabídky účastnické cenné papíry (akcie) společnosti nabyli, moci tato zvláštní práva uplatnit. Tato práva pak zpravidla akcionáře opravňují k úpisu dalších akcií, resp. účastnických cenných papírů za nižší, většinou poloviční, cenu. Dochází tím k rozředění, resp. oslabení vlivu, resp. síly navrhovatelem získaných účastnických cenných papírů cílové společnosti. Tento efekt si zpravidla vyžádá natolik vysokou nabídkovou cenu, jež nakonec navrhovatele od učinění nabídky převzetí zcela odradí, či jej přinejmenším přiměje k jednání s řídicími orgány cílové společnosti o možnostech (úplatného) zrušení uvedeného zvýhodnění stávajících akcionářů, tedy o zrušení poison pills. V důsledku existence poison pills tak řídicí orgány cílové společnosti, resp. její představenstvo, de facto přebírají úlohu strážce společnosti v kontextu nepřátelské nabídky převzetí. V praxi pak existuje celá řada nejrůznějších variant uvedené konstrukce, tedy celá řada druhů tzv. poison pills.

Český obchodní zákoník, obdobně jako rakouské či německé právo, však tato obranná opatření známá pod označením poison pills především s ohledem na obecnou platnost zásady rovného zacházení s akcionáři nepřipouští, ba dokonce zakazuje (srov. např. §53a německého AktG, či §155 odst. 7 ObchZ). Nehledě na fakt, že role představenstva při realizaci poison pills se nejenže přičítá v Evropě zastávanému principu neutrality (srov. zejména Report of the High Level Group of Company Law Experts), ale rovněž v samotných USA není tento druh obrany, zejména pak některé jeho modifikace (např. tzv. „dead hand“ či „slow hand“ poison pills), přípustný a tamními soudy obecně uznávaný<sup>259</sup>.

### **Omezení výkonu hlasovacích práv a akcie s více hlasovacími právy**

Omezení výkonu hlasovacích práv spojených s akciemi cílové společnosti, jakož i vydání zvláštního druhu akcií s nimiž je spojeno více hlasovacích práv než s jinými druhy akcií

---

<sup>258</sup> Valná hromada společnosti při tzv. poison pills (Giftpillen) pro případ nabídky převzetí zpravidla zmocní představenstvo k provedení uvedených obranných opatření.

<sup>259</sup> Srov. zejména Thomas Lee Hazen: *The Law of Securities Regulation*, 3. vydání, 1996, str. 660 a násl.; Robert B. Thompson: *Takeover Regulation after the Convergence of Corporate Law*.

stejného emitenta o stejné jmenovité hodnotě a se stejným podílem na likvidačním zůstatku či vydání akcií inkorporujících dvouúhelná hlasovací práva ve srovnání s ostatními akcii stejného druhu, představují klasické pre-bid struktury, které se již samotnou svou podstatou přiči principu proporcionality mezi podílem akcionáře na základním kapitálu a na hlasovacích právech, tedy zásadě „jedna akcie, jeden hlas“. Tato opatření tak často vedou k tomu, že navrhovatel, ač na základě nabídky nabyt většinový počet akcií cílové společnosti, ve společnosti nemůže v důsledku disproporce mezi podílem na základním kapitálu (počtem akcií) a s ním spojenými hlasovacími právy efektivně ve společnosti vykonávat kontrolu. Některé evropské právní úpravy proto již dnes obsahují zákaz uvedených disproporčních hlasovacích práv. Např. český obchodní zákoník tak v §180 odst. 2 mj. stanoví, že počet hlasů spojených s akcií určený stanovami společnosti musí být u akcií se stejnou jmenovitou hodnotou stejný. Pokud pak společnost vydá akcie o různé jmenovité hodnotě, musí počet hlasů spojených s akciemi proporcionalně odpovídat jmenovitým hodnotám těchto akcií. Obchodní zákoník však ve stejném ustanovení připouští omezení výkonu hlasovacích práv stanovením nejvyššího počtu hlasů jednoho akcionáře, v souladu s principem rovného zacházení se všemi akcionáři (srov. též §155 odst. 7 ObchZ) však k tomuto omezení smí dojít pouze ve stejném rozsahu pro každého akcionáře. Obdobně též německé akciové právo se po nedávných novelizacích výrazně přiblížilo principu jedna akcie, jeden hlas. Po zrušení §12 odst. 2 věty druhé německého akciového zákona (AktG) zákonem o kontrole a transparentci v oblasti podnikání (KonTraG) ze dne 28.4. 1998 je obecně nepřipustné vydávat akcie s více hlasovacími právy (Mehrstimmrechte). Možnost obrany v podobě omezení hlasovacích práv (Stimmrechtsbeschränkungen bzw. Höchststimmrechte) byla v SRN pro kótované společnosti rovněž zrušena. Tato omezení jsou tedy podle znění §134 odst. 1 věty druhé AktG nadále možná pouze u nekótovaných společností, stanoví-li tak jejich stanovy. Dlužno však uvést, že stejnou cestou jako německý či český zákonodárce nejdou všechny evropské právní jurisdikce a přetrvávají existence těchto pre-bid bariér proti nabídkám převzetí v některých členských státech EU tak jen přispívá k existenci nerovného hřiště pro nabídky převzetí (lack of level playing field for takeover bids). V samotných USA, kolébce většiny obranných opatření a taktik proti nabídkám převzetí, nadále existuje celá řada společností, jež užívají pre-bid obranu proti nepřátelským převzetím v podobě akcií bez hlasovacích práv, akcií s více hlasovacími právy nebo omezení počtu hlasovacích práv připadajících jednomu akcionáři, popř. bránění akcionářům v uplatnění hlasovacích práv po určitou dobu vlastnictví akcií. Tato

omezení se dostala do konfliktu s pravidly newyorské burzy cenných papírů (NYSE), jež nedovolují kotaci takových cenných papírů jakými jsou akcie bez hlasovacích práv nebo jež se jinak odchyľují od zásady jedna akcie, jeden hlas. Společnosti kótované na NYSE pak na burzu vyvíjely tlak, aby svá pravidla v tomto ohledu změnila. SEC (Securities and Exchange Commission) posléze přijala pravidlo, jež po všech burzách v USA požadovalo, aby ukončily registraci všech akcií společnosti, která uvedenou zásadu jedna akcie, jeden hlas poruší. V roce 1990 však bylo pravidlo soudem zrušeno jako pokus SEC upravovat vnitřní vztahy ve společnosti, tedy užití pravomoci, kterou Kongres SEC nikdy nesvěřil. Jakkoliv uvedené pravidlo již neobsahuje zákonná úprava, hlavní burzovní trhy i NASDAQ následně přijaly jednotná pravidla významně omezující případy v nichž je možné cenné papíry s disproporčními hlasovacími právy emitovat<sup>260</sup>.

### **Omezení převoditelnosti akcií**

Vinkulace akcií (vázaný převod akcií) představuje efektivní způsob, jímž si společnost může udržet, resp. zachovat kontrolu nad konkrétní skladbou okruhu jejích akcionářů. Stanovy cílové společnosti pak zásadně mohou např. určit, že k odmítnutí udělení souhlasu s převodem akcií může či dokonce musí dojít v případě, že nabyvatel (navrhovatel) překročí jistou hranici (práh) podílu na hlasovacích právech ve společnosti. Tato možnost však přichází v úvahu toliko ve stádiu emise akcií. Dodatečná vinkulace je zpravidla s ohledem na právní úpravou vyžadovaný souhlas všech či vysoké kvalifikované většiny uvedenou změnou dotčených akcionářů jen obtížně proveditelná. Pokud se jedná o přípustnost omezení převoditelnosti akcií v případě kótovaných cílových společností, tak zvláštní úpravu obsahuje Směrnice Rady 79/279/EHS ze dne 5. března 1979 (dále jen „směrnice“), jež stanoví obecné podmínky pro přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu. Směrnice sice vyžaduje, aby veškeré kótované cenné papíry byly neomezeně převoditelné, v členských státech EU je však zcela běžnou praxí, že kótované společnosti provedou kotaci pouze části svých účastnických cenných papírů. Požadavek neomezené či volné převoditelnosti se tak nevztahuje na tu část cenných papírů jež nejsou kótované. V případě, že pak navrhovatel činí obecnou (na všechny účastnické cenné papíry) veřejnou nabídku převzetí, omezení

---

<sup>260</sup> Srov. Thomas Lee Hazen: The Law of Securities Regulation, 3. vydání, 1996, str. 667.

převoditelnosti cenných papírů, které nejsou kótované, představuje jen stěžejí ospravedlnitelnou bariéru převzetí a zároveň diskriminuje vlastníky těchto nekótovaných cenných papírů ve vztahu k vlastníkům cenných papírů kótovaných.

### **III.5.2 Post-bid bariéry a struktury**

Mezi post-bid bariéry a struktury představující obranná opatření proti nabídkám přijímaná zásadně až po uveřejnění nabídky převzetí jejím navrhovatelem se zejména řadí:

#### **Zcizení jednotlivých aktiv cílové společnosti (crown jewels)**

Nejen skutečným prodejem určitých majetkových složek (aktiv) společnosti třetí osobě, ale i samotnou pohrůžkou tohoto prodeje může dojít k oslabení vůle potenciálního navrhovatele společnost převzít. Bude tomu tak v případě, že se jedná o aktiva společnosti, o která má potenciální navrhovatel nabídky eminentní zájem, či jež pro něj mají strategický význam. Pokud se jedná o skutečný prodej určitého aktiva, existuje zde z povahy věci stále ještě možnost uvedené aktivum zpětně od třetí osoby, resp. od jeho nabyvatele odkoupit. Uvedené obranné opatření lze do určité míry a za určitých okolností (např. se souhlasem valné hromady) považovat ve většině právních úprav za přípustné. Je otázkou, do jaké míry se v konkrétní jurisdikci přičítá až už povinnosti neutrality, či povinnosti jednat v zájmu akcionářů, jakož i stakeholders cílové společnosti, či povinnosti péče vůči samotné společnosti. Jisté však je, že zcizením uvedených aktiv by v žádném případě nemělo docházet k poškození zájmů samotné cílové společnosti. Představenstvo cílové společnosti tak nemůže aktiva společnosti prodat pod tržní cenou, neboť by tím došlo k zásadnímu porušení jeho povinnosti péče vůči společnosti, tedy zejména povinnosti jednat s péčí řádného hospodáře. O samotném významu realizace uvedeného obranného opatření pak lze mít rovněž pochybnosti. Jednak se objevuje ryze praktický problém, že tato často velmi rozsáhlá a náročná transakce nemůže být ve velmi krátkém časovém rozmezí, jež je k dispozici, uskutečněna. Jednak je třeba vzít v úvahu rovněž skutečnost, že uvedené zcizení aktiv či aktiva za jeho aktuální tržní cenu (běžnou cenu) vede toliko ke změně struktury aktiv cílové společnosti a tím kolikrát i k ulehčení jejího případného „vybrakování“ jiným nepřátelským navrhovatelem. Za určitých okolností totiž v důsledku zcizení určitého aktiva sice cílová společnost může ztratit atraktivitu pro jednoho navrhovatele, zároveň však může v důsledku podstatného navýšení



jejích vysoce likvidních aktiv (rozuměj: peněžních prostředků) přilákat jiné potenciální navrhovatele.

### **Převzetí či koupě podniku jiné společnosti, zejména s cílem vytvoření soutěžněprávních bariér**

Jednu z možných obranných strategií řídicích orgánů cílové společnosti proti nepřátelské nabídce převzetí může představovat koupě podniku, resp. společnosti, v jejímž důsledku vzniknou navrhovateli nabídky po úspěšném převzetí cílové společnosti komplikace v oblasti soutěžního práva. Jako však i v případě zcizení jednotlivých aktiv cílové společnosti, dojde k provedení tohoto obranného opatření v důsledku značné časové tísně jen zřídkakdy. Kromě toho může navrhovatel z avizovaných soutěžněprávních komplikací lehce vyváznout tím, že se příslušnému úřadu na ochranu hospodářské soutěže dopředu zaváže, že po úspěšném převzetí, resp. ovládnutí cílové společnosti zcizí z hlediska soutěžního práva citlivé součásti podniků vlastní či na základě nabídky ovládnuté společnosti třetím osobám.

### **Zvláštní podmínky ve smlouvách se členy statutárního orgánu (golden parachutes)**

Tímto obranným opatřením, tzv. „zlatými padáky“ má být navrhovateli nepřátelské nabídky převzetí znesnadněno odvolání členů řídicích orgánů cílové společnosti (členů představenstva a dozorčí rady) z jejich funkce. Ztížení odvolání členů statutárního orgánu, resp. řídicích orgánů spočívá v tom, že pro případ ukončení jejich funkcí po úspěšném (nepřátelském) převzetí jim musí být vyplaceny vysoké částky odstupného. Typicky se tedy jedná o takové formulace doložek do manažerských smluv, které komplikují ukončení vztahu s vedením společnosti či je vážou na náročné finanční podmínky.

### **Nabývání vlastních akcií**

Vedle obrany proti hrozící nepřátelské nabídce převzetí v podobě nabývání vlastních akcií cílovou společností ve fázi pre-bid, existuje možnost užití tohoto obranného opatření v reakci na oznámenou nabídku převzetí, tedy jako post-bid obranného opatření proti nabídce převzetí. I v tomto případě je však nabývání vlastních akcií ustanoveními akciového práva ve většině evropských států významně omezeno. V USA přitom i nabývání vlastních akcií ve fázi post-bid náleží ke standardním instrumentům užívaným jako post-bid obrana proti nabídce převzetí. V Evropě tak cílová společnost v důsledku uvedených omezení zpravidla nesmí

nabýt více vlastních akcií než kolik v procentním vyjádření v podílu na základním kapitálu povoluje předemtná právní úprava. Tím je účinek a význam tohoto druhu obranného opatření na evropském kontinentu podstatně oslaben. Navíc v důsledku rozšíření principu neutrality na evropském kontinentu je k nabývání vlastních akcií cílovou společností (jejím jménem jedná statutární orgán), jako u naprosté většiny post-bid obranných opatření, třeba, snad pouze s výjimkou německé úpravy, souhlasu valné hromady cílové společnosti uděleného po dobu závaznosti nabídky převzetí. Zpětný odkup vlastních akcií přitom, jak již bylo uvedeno výše, představuje účinný způsob obrany zejména tím, že v jeho důsledku na podkladě zvýšené poptávky pravděpodobně dojde k nárůstu tržní ceny resp. kursu akcií, resp. účastnických cenných papírů cílové společnosti.

### **Zvýšení základního kapitálu**

Rovněž i prostým zvýšením základního kapitálu může dojít ke znesnadnění, ba dokonce ke zmaření nabídky převzetí. Pokud dojde ke zvýšení základního kapitálu vydáním nových akcií, dojde přirozeně ke zvýšení počtu cenných papírů, které bude muset navrhovatel za účelem ovládnutí cílové společnosti nabýt. To povede především k podstatnému zvýšení nákladnosti nabídky převzetí. Ještě účinnější způsob obrany proti nabídce převzetí pak představuje efektivní zvýšení základního kapitálu upsáním nových akcií za předpokladu, že je spojeno s omezením či vyloučením přednostního práva akcionářů upsat část nových akcií společnosti v rozsahu jejich podílu na základním kapitálu společnosti (srov. např. §204a odst. 5 ObchZ). V tomto případě totiž nejenže dojde ke zvýšení nákladnosti nabídky pro navrhovatele, ale zároveň dojde k „rozředění“ podílu navrhovatele nabídky převzetí v cílové společnosti. Pokud totiž budou nové akcie upsány spřátelenou třetí osobou (v literatuře se někdy i v tomto případě hovoří o zásahu „white knight“; popř. též o „white squire“), může dojít nejen ke zdražení nabídky převzetí, ale v důsledku snížení počtu akcií nacházejících se v rozptýleném vlastnictví, které toto opatření zpravidla doprovází, i k jejímu úplnému zmaření. Většina úprav, včetně české, zná rovněž zvýšení základního kapitálu rozhodnutím představenstva na základě pověření uděleného valnou hromadu. Toto obranné opatření se však z povahy věci příčí principu neutrality řídicích orgánů cílové společnosti.

### **Hledání alternativního navrhovatele (white knight)**

Na hledání alternativního navrhovatele konkurenční nabídky převzetí lze rovněž nahlížet jako na poslední možnost zabránění nepřátelskému převzetí. Řídící orgány cílové společnosti nebo i jednotliví akcionáři v tomto případě vyvolají učinění konkurenční nabídky třetí osobou. Obvykle se přitom od této třetí osoby, tedy od alternativního navrhovatele (white knight) očekává, že bude zájmy cílové společnosti hájit lépe než původní navrhovatel. Vzhledem k tomu, že toto obranné opatření ve své podstatě nikterak nesměřuje proti převzetí společnosti jako takovému, je nutné podpořit jeho přípustnost i v těch jurisdikcích, v nichž je hluboce zakotven princip neutrality. Nikoliv však v případě, že je orgánům cílové společnosti alternativním navrhovatelem přislíbena zvláštní výhoda. Problematickým se u tohoto obranného opatření rovněž jeví, zda a v jakém rozsahu smějí být alternativnímu navrhovateli předány informace o cílové společnosti před učiněním samotné konkurenční nabídky. Dále je třeba pamatovat na okolnost, že je obecně nepřípustné „přesvědčovat“ třetí osobu, aby učinila konkurenční nabídku převzetí, zapojením finančních prostředků náležejících cílové společnosti. Rovněž v případě tohoto post-bid obranného opatření je největším nepřítelem jeho úspěšné realizace čas.

### **Protinabídky (pac man)**

Mezi „agresivní“ formy post-bid obrany proti nabídce převzetí se řadí veřejná nabídka převzetí navrhovatele učiněná cílovou společností po dobu závaznosti nabídky převzetí cílové společnosti navrhovatelem. V praxi je však tento druh obrany možný pouze v omezeném množství případů. Je tomu tak jednak proto, že protinabídka z povahy věci předpokládá, že navrhovatelem je společnost, již lze efektivně na základě veřejné nabídky převzetí ovládnout, jednak proto, že cílová společnost musí mít především k dispozici nezbytnou výši finančních prostředků. Konečně platí již v případě jiných post-bid obranných opatření zmiňovaná okolnost, že „pac man defence“, tedy protinabídka, se dá jen stěží připravit a provést v tak krátkém časovém intervalu jaký je pro ni obvykle k dispozici.

### **III.5.3 Obranná opatření v tuzemské právní úpravě**

Obchodní zákoník ukládá členům představenstva a dozorčí rady cílové společnosti důležité povinnosti, které především implementují a konkretizují obecné zásady úpravy nabídek převzetí (srov. výše). Je logické, aby uvedené povinnosti (včetně povinnosti neutrality)

orgánům cílové společnosti vznikly, jak to mj. stanoví britský City Code, již od okamžiku, kdy se členové těchto orgánů o záměru navrhovatele učinit nabídku převzetí dozvěděli z jakýchkoliv zdrojů, byť i s předstihem před okamžikem oficiálního sdělení záměru učinit nabídku na základě notifikační povinnosti anebo z informací uveřejňovaných navrhovatelem. Zásadně se tedy dle mého názoru nevyžaduje, aby orgány seznámil se záměrem navrhovatel sám. Britská úprava je tedy v tomto ohledu důslednější než některé ostatní evropské úpravy (srov. úpravu rakouskou, švýcarskou a německou) a v českém právu je s ohledem na formulaci předmětných ustanovení ObchZ a ustanovení směrnice žádoucí, aby se cestou interpretace dospělo ke stejným závěrům jako podle úpravy britské. Pokud by totiž představenstvo cílové společnosti o přípravě nabídky převzetí neoficiálně vědělo (a to i například v důsledku toho, že by s ním navrhovatel vstoupil do důvěrných jednání mnohem dříve, než mu vznikne zákonná notifikační resp. publikační povinnost), nemuselo by přesto až do oficiální notifikace záměru postupovat v zájmu všech vlastníků účastnických cenných papírů (srov. výše) a mohlo by tak činit obranná opatření proti nabídce. Jak jsem uvedl v části 11 této práce, jednání mezi stranami nabídky sice zpravidla doprovázejí přátelskou nabídku převzetí, není však vyloučeno, že se situace a postoj orgánů cílové společnosti, jež je pro klasifikaci přátelské a nepřátelské nabídky klíčový, změni a nepředsunutí vzniku povinností před oficiální notifikací záměru by sehrálo negativní úlohu. Představenstvo a dozorčí rada cílové společnosti by tak po dobu do oficiální notifikace záměru navrhovatelem mohli realizovat jinak v důsledku platnosti povinnosti neutrality nepřipustná obranná opatření proti nabídce převzetí<sup>261</sup>.

Mezi povinnosti řídicích orgánů cílové společnosti se na prvním místě řadí zákaz činit opatření, která jsou způsobilá navodit takovou situaci, že akcionáři, resp. všichni vlastníci účastnických cenných papírů se nebudou moci volně a s plnou znalostí věci rozhodnout o přijetí či odmítnutí nabídky převzetí. Tím má být orgánům cílové společnosti především zabráněno, aby prostřednictvím klamavých informací, zavádějících nebo nesprávných údajů, popř. zamlčováním některých údajů nezbytných pro plnou informovanost adresátů nabídky odebraly akcionářům možnost učinit plně informované rozhodnutí se znalostí věci<sup>262</sup>. Důraz

---

<sup>261</sup> *Steinmeyer/Häger*, str. 395 a násl..

<sup>262</sup> *Steinmeyer/Häger*, str. 103 a násl., str. 147 a násl..

je tedy kladen na objektivní volnost rozhodování adresátů nabídky, vlastníků účastnických cenných papírů. Jak jsem však již uvedl výše, je zcela logické, že i rozsah poskytovaných informací ať již navrhovatelem či cílovou společností není neomezený. Právní úpravou vyžadovaná plná znalost věci v žádném případě neznamena, že adresátům nabídky musí být známy veškeré informace dostupné ať už navrhovateli či cílové společnosti.

Obchodní zákoník obsahuje princip neutrality orgánů cílové společnosti při nabídce převzetí (srov. výše). Ten rovněž odráží základní normativní požadavek na právní úpravu nabídky převzetí, aby rozhodnutí o výsledku nabídky záviselo výhradně na vlastních účastnických cenných papírů, tedy na adresátech nabídky (srov. princip rozhodování akcionářů).

V obecné rovině jsou tak orgány cílové společnosti povinny při nabídce převzetí (od okamžiku, kdy se o záměru navrhovatele učinit nabídku převzetí relevantně dozvědí až do okamžiku uveřejnění výsledků nabídky<sup>263</sup>) vystříhat se provedení jakýchkoliv kroků, které by mohly vést ke zmaření či byť i jen pouhému znesnadnění nabídky. Jedná se o obecný zákaz veškerých post-bid opatření proti nabídce převzetí ze strany řídicích orgánů cílové společnosti. Obranná opatření obchodní zákoník zakazuje, ledaže s nimi vysloví souhlas valná hromada akcionářů cílové společnosti. Souhlas musí valná hromada udělit v době závaznosti nabídky převzetí, tj. až tehdy, když už vlastníci účastnických cenných papírů cílové společnosti znají konkrétní podmínky nabídky. Ustanovení ObchZ tak v tomto směru plně reflektují v evropském právu klíčovou zásadu rozhodování akcionářů (principle of shareholder decision-making) a ve směrnici obsaženou zásadu neutrality (srov. čl. 9 směrnice o nabídkách převzetí). Není tedy možné, aby tak jak to připouští např. platná německá úprava v §33 odst. 2 WpÜG vyslovila valná hromada souhlas s obranným opatřením „do zásoby“

---

<sup>263</sup> Požadavek trvání povinností orgánů cílové společnosti do okamžiku uveřejnění výsledků nabídky převzetí odpovídá zahraničním úpravám. Jak však uvádí P. Čech v cit. díle (*Dědič*), str. 1907: „...v tuzemských podmínkách je tato úprava nekonzistentní s §183a odst. 6 písm. b), jež v případě částečných nabídek převzetí (srov. výše) stanoví, že k uzavření smluv na základě nabídky, která se vztahuje jen na určitý počet účastnických cenných papírů, dochází až doručením potvrzení navrhovatele o uzavření smlouvy osobě, která mu oznámila přijetí nabídky převzetí způsobem v ní uvedeným. K uzavření smlouvy tak v uvedeném případě zpravidla dojde až několik týdnů po uveřejnění výsledků nabídky. Po celou tuto dobu mohou ještě akceptanti své přijetí odvolat. Orgány cílové společnosti tedy budou mít dostatek času, aby nabídku dodatečně zmařily.“

(Vorratsbeschlüsse der Zielgesellschaft). Uvedené ustanovení německého WpÜG představenstvu cílové společnosti umožňuje činit i taková obranná opatření, která jinak spadají do kompetence valné hromady, pokud je k těmto opatřením představenstvo valnou hromadou zmocněno v období před uveřejněním rozhodnutí (záměru) navrhovatele učinit nabídku převzetí. Jedná se tedy nejen o prosté vyvázání z povinnosti neutrality v důsledku existence uvedeného zmocnění valné hromady, nýbrž o rozsáhlý přenos kompetencí z valné hromady na představenstvo ad hoc pro případ nabídky převzetí<sup>264</sup>. Důvodová zpráva k §33 odst. 2 WpÜG hovoří jasně: „Opatření, jež podle obecně platných zásad práva obchodních společností spadají do kompetence valné hromady, v této kompetenci nadále zůstávají. Tento druh opatření tak představenstvo smí provádět pouze tehdy, pokud k tomuto bylo s předstihem zmocněno valnou hromadou.“ To znamená, že představenstvo smí bez dalšího souhlasu valné hromady činit taková obranná opatření, která spadají do příslušnosti valné hromady, jen tehdy pokud k takovému druhu jednání bylo pro případ hrozby převzetí společnosti valnou hromadou zmocněno. Možnost, aby valná hromada společnosti pro případ nabídky převzetí zmocnila představenstvo k provedení obranných opatření (tzv. poison pills; Giftpillen), byla v SRN obsažena již ve vládním návrhu WpÜG z 11. července 2001. K jejímu přijetí, jakožto dodatečného způsobu obrany proti nabídkám převzetí došlo především v důsledku narůstajících obav spolkové vlády z nepřátelských převzetí. Zatímco tak valná hromada podle původního vládního návrhu mohla s předstihem toliko vyvázat představenstvo cílové společnosti z podle tehdejšího návrhu WpÜG platné povinnosti neutrality, s ohledem na platné znění §33 odst. 2 je třeba vycházet z toho, že valná hromada smí představenstvo zmocnit k tomu, aby v případě nabídky převzetí učinila obranná opatření, která jinak spadají do její kompetence. Tato možnost přenosu kompetencí však v žádném případě není zcela neproblematická.

Nepostačí však ani, aby k obranným opatřením představenstvo cílové společnosti opravňovaly stanovy (pre-bid bariéry). Jak již jsem naznačil výše, nevylučuje to však, aby představenstvo valnou hromadu svolalo s předstihem, jakmile se o záměru navrhovatele učinit nabídku převzetí oficiálně či jinak relevantně dozví. To má za cíl především to, aby se jednání valné hromady konalo co nejdříve po uveřejnění návrhu, neboť jestliže valná hromada vysloví

---

<sup>264</sup> Steinmeyer/Häger, str. 406 – 414.

svůj souhlas s provedením obranného opatření proti nabídce s relativním zpožděním, nezbude pak představenstvu cílové společnosti pravděpodobně ani dostatek času na úspěšnou realizaci obranného opatření<sup>265</sup>.

Usnesení valné hromady přijaté *post-bid*, které se bude snažit nabídce převzetí a jejímu úspěchu čelit může spočívat v oprávnění představenstva cílové společnosti k některým z obranných opatření (srov. výše, jakož i přílohu 2 této práce). Nejčastěji se přitom může jednat o opatření směřující ke snížení hodnoty cílové společnosti a hodnoty jejích účastnických cenných papírů. Orgány cílové společnosti se tak zpravidla budou snažit poškodit strategické zájmy navrhovatele. V úvahu připadá zcizení některých, zpravidla významných hmotných (pozemků, staveb, strojního zařízení) jakož i nehmotných (ochranných známek, patentů) aktiv, prodej podniku či jeho části, zejména mají-li strategický význam pro navrhovatele (tedy obranné taktiky obecně známé pod označeními „scorched earth“; „spin-offs“; „crown jewels“)<sup>266</sup>. Myslitelné je rovněž uzavírání smluv, které jsou zcela vědomě v rozporu s budoucími záměry navrhovatele ohledně cílové společnosti, vstupování do smluvních vztahů s takovými obchodními partnery, spolupráce s nimiž, je pro navrhovatele nepřijatelná, nebo formulace doložek do manažerských smluv, které komplikují ukončení vztahu s členy orgánů či managementu společnosti či je vážou na náročné finanční podmínky („golden parachutes“)<sup>267</sup>.

Vzhledem k tomu, že v tuzemské úpravě je v §161a ObchZ možnost nabývat vlastní akcie významně omezena, lze nepřátelskou nabídku převzetí nabýváním vlastních akcií cílovou společností znesnadnit pouze v relativně malé míře. Cílová společnost by však nepochybně mohla, pouze však na základě usnesení valné hromady přijatého po dobu závaznosti nabídky (srov. výše), učinit nabídku převzetí na vlastní akcie a tím zlákat část potenciálních

---

<sup>265</sup> *Steinmeyer/Häger*, str. 417 a násl..

<sup>266</sup> *Steinmeyer/Häger*, zejména str. 418 a násl.; Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues related to takeover bids, ze dne 10. ledna 2002, zejména str. 27 a násl.; Cox, Hillman, Langevoort: Securities Regulation: Cases and Materials, str. 944 a násl.; Thomas Lee Hazen: The Law of Securities Regulation, 3. vydání, 1995, str. 616 a násl..

<sup>267</sup> Srov. výše.

akceptantů původní nabídky převzetí<sup>268</sup>. Pokud pak návrh omezí jako částečnou nabídku a nastaví tak konstrukci uzavření smlouvy podle §183a odst. 6 písm. b) ObchZ, tak se jí při převisu akceptací nabídky dokonce podaří vázat ty akcie, které právě v důsledku platnosti prahů na nabývání vlastních akcií v §161a odst. 1 písm. b) ObchZ již nabýt nesmí<sup>269</sup>. Než pak dojde k doručení potvrzení přijetí nabídky jejím akceptantům, zpravidla uplyne doba závaznosti nepřátelské nabídky. Navrhovatel pak zpravidla zareaguje zvýšením nabídkové ceny nepřátelské nabídky převzetí, což jen přispívá ku prospěchu adresátů nabídky, vlastníků účastnických cenných papírů<sup>270</sup>. Cílová společnost by v takovém případě ani nemusela činit veřejnou nabídku a účastnické cenné papíry by mohla nabýt např. individuálně sjednanými obchody či prostřednictvím nákupů na veřejném trhu. Nárůst poptávaného množství cenných papírů by totiž logicky znamenal i růst jejich ceny. Navrhovatel původní nabídky je pak zpravidla rovněž nucen zvýšit nabídkovou cenu. Pokud jsou navrhovatelem nabízeny jako protiplnění cenné papíry, lze se na základě usnesení valné hromady přijatého akcionáři cílové společnosti po dobu závaznosti nabídky proti jejímu úspěchu také bránit tím, že orgány cílové společnosti budou usilovat o pokles kursu resp. ceny těchto cenných papírů tak, aby tím hodnota protiplnění ztratila na své atraktivitě<sup>271</sup>.

Z dalších opatření lze jmenovat vytvoření nejrůznějších veřejnoprávních bariér nabídky převzetí. Např. v oblasti soutěžního práva tak může spojení cílové společnosti s jiným soutěžitelem vést k nepřipustnosti následného spojení navrhovatele s cílovou společností<sup>272</sup>. Velmi účinnou obranu proti nepřátelské nabídce převzetí by v českém právu představovalo užití tzv. protinabídky („Pacman defence“), jako ve všech případech post-bid obranných opatření však může být realizována toliko na základě souhlasu valné hromady cílové společnosti vysloveného po dobu závaznosti nepřátelské nabídky převzetí. Pokud cílová společnost skutečně se svou nabídkou na účastnické cenné papíry navrhovatele uspěje, dojde tak aplikací §161f odst. 2 ObchZ, podle kterého ovládaná osoba nevykonává hlasovací práva spojená s akciemi ovládající osoby, k neutralizaci případného ovládnutí cílové společnosti

---

<sup>268</sup> *Dědič*, str. 1903.

<sup>269</sup> *Dědič*, str. 1903.

<sup>270</sup> *Dědič*, str. 1903.

<sup>271</sup> *Dědič*, str. 1903.

<sup>272</sup> *Dědič*, str. 1904.



navrhovatelem. Navrhovatel pak bude navíc v důsledku platnosti zákazu autokontroly obsaženého v ustanoveních §161a a násl. ObchZ povinen nabyté akcie zcizit<sup>273</sup>.

Jako *post-bid* obrana však může velmi dobře posloužit taková změna stanov cílové společnosti, která navrhovateli zcela znemožní, aby společnost ovládnul<sup>274</sup>. Usnesení valné hromady přijaté jako post-bid obranné opatření tak může mít stejnou podobu jako některá z obecně přípustných *pre-bid bariér* proti nabídkám převzetí, tedy taková kapitálová a kontrolní struktura, která je v právu společností v dané jurisdikci právem aprobovaná a často ve společnostech existuje již před nabídkou převzetí. Usnesení valné hromady tak v konkrétním případě v reakci na nabídku převzetí např. může v souladu s §180 odst. 2 věta čtvrtá ObchZ změnit stanovy a omezit v nich nejvyšší počet hlasů jednoho akcionáře, a to ve stejném rozsahu pro každého akcionáře, tedy bez ohledu na jeho podíl na základním kapitálu. Ustanovení §180 odst. 2 ObchZ tak zakládá předpoklady pro rozpor se zásadou proporcionality mezi podílem na základním kapitálu a hlasovacích právech v cílové společnosti. Jedná se přitom o kapitálovou a kontrolní strukturu jež úspěchu nabídky převzetí, pokud tak stanoví stanovy společnosti, brání již před jejím učiněním, tedy o tzv. pre-bid bariéru (srov. výše).

Obecně však existují i jiné pre-bid struktury (viz výše) zakládající nesoulad mezi podílem na základním kapitálu a hlasovacích právech. Právě do této sféry pak především směřuje nová úprava obsažená ve směrnici. Směrnice o nabídkách převzetí tak ve snaze zajistit proporcionalitu mezi podílem na rizikovém kapitálu v cílové společnosti a na její efektivní kontrole a vycházejíc ze závěrů Zprávy expertní skupiny ve svém čl. 11 stanoví veledůležité **pravidlo průlomu (break-through rule)**. Pravidlo průlomu dočasně umožňuje obnovit soulad mezi podílem akcionáře na základním kapitálu a hlasovacích právech, je-li tento podíl, resp. proporcionalita mezi těmito podíly ve společnosti narušena v důsledku existence disproporčních práv, či naopak omezení hlasovacích práv, jež plynou ze smluvních ujednání včetně stanov, tedy v důsledku existence pre-bid bariér proti nabídkám převzetí. Úpravu ve směrnici, týkající se break-through rule a zajištění proporcionality mezi podílem na rizikovém

---

<sup>273</sup> *Dědič*, str. 1904.

<sup>274</sup> *Steinmeyer/Häger*, zejména str. 418 a násl..

kapitálu a kontrolou v kontextu nabídek převzetí, však výrazně oslabuje již zmiňovaný kompromis obsažený v čl. 12 směrnice umožňující pravidlo průlomu neaplikovat (viz oddíl II. této práce). Je otázkou, zda český zákonodárce nakonec využije možnosti stanovené v čl. 12 směrnice o nabídkách převzetí, či zda se zcela podrobí režimu obou klíčových ustanovení směrnice – čl. 9 (povinnost neutrality) a čl. 11 (pravidlo průlomu).

Obchodní zákoník kromě obecného zákazu obranných opatření především demonstrativně zakazuje využít pověření k vydání účastnických cenných papírů, kterým by se navrhovateli zabránilo či znesnadnilo ovládnutí cílové společnosti. Je logické, že každá emise účastnických cenných papírů, zejména pak akcií, povede ke zhoršení předpokladů pro úspěch nabídky. Zvýšením základního kapitálu totiž může dojít, jak bylo uvedeno výše, ke znesnadnění, ba dokonce ke zmaření nabídky převzetí. Pokud dojde ke zvýšení základního kapitálu vydáním nových akcií, dojde přirozeně ke zvýšení celkového počtu cenných papírů cílové společnosti. Dojde-li ke zvýšení celkového počtu cenných papírů cílové společnosti, dojde rovněž ke zvýšení počtu účastnických cenných papírů dotčených nabídkou, neboť každá nabídka, nejedná-li se o tzv. částečnou nabídku (nabídku omezenou v souladu s §183a odst. 3 nejvyšším počtem účastnických cenných papírů na něž se vztahuje), kterou tuzemská úprava rovněž připouští (srov. výše), se musí vztahovat na všechny účastnické cenné papíry cílové společnosti. Tímto pak dojde ke zvýšení počtu cenných papírů, které bude muset navrhovatel za účelem ovládnutí cílové společnosti nabýt. To povede především k podstatnému zvýšení nákladnosti nabídky převzetí (srov. výše).

Z uvedeného je tedy zřejmé, že dokud, s ohledem na zákaz „souhlasu do zásoby“ v tuzemské úpravě jakož i v úpravě obsažené ve směrnici o nabídkách převzetí, v konkrétním případě valná hromada souhlas s obranným opatřením neudělí, nesmějí členové řídicího nebo správního orgánu (představenstva a/nebo dozorčí rady) cílové společnosti provádět jakékoliv kroky, které by mohly vést ke zmaření či znesnadnění nabídky převzetí. Podle §183a odst. 10 písm. c) navíc orgány cílové společnosti nesmějí provádět takové kroky, které by se přičily jak zájmům všech vlastníků účastnických cenných papírů, tak zájmům zaměstnanců či věřitelů společnosti. Jednáním, které je však v této souvislosti třeba připustit a považovat jej za konformní se zákonem je zejména hledání alternativního navrhovatele, tedy navrhovatele konkurenční nabídky převzetí (white knight).

## Závěr

V této práci jsem si vytyčil poměrně složitý úkol, a sice pokusit se o jakousi komplexní či „komparativní“ analýzu úpravy nabídky převzetí, její potřebnosti, úkolů a cílů, úskalí, výhod a nevýhod, způsobů a míry této regulace, jakož i efektů spojených s převzetím společnosti jako takovým. Skutečně to byl úkol nelehký a jen stěží jej bylo možno naplnit bezvýjimečně. Věřím nicméně, že má snaha nebyla marná a podařilo se mi analyzovat a konstruktivními úvahami postihnout všechny hlavní oblasti problematiky nabídek převzetí, převzetí společností obecně a jejich právní úpravy.

Poněvadž úspěch každé nabídky převzetí do značné míry závisí na rozdílu mezi kupní cenou popř. hodnotou cenných papírů, které navrhovatel nabízí, a cenou či kurzem účastnických cenných papírů na trhu, může být navrhovatel v pokušení tržní cenu uměle ovlivnit – směrem dolů u účastnických cenných papírů a naopak směrem vzhůru u cenných papírů nabízených jako protiplnění. Právě podobným pokusům a nejen jim se pak snaží úprava nabídek převzetí čelit. Právní úprava nabídek převzetí v jednotlivých jurisdikcích jde však ještě dále. Snaží se především zakotvením základních principů stanovit obecná pravidla chování subjektů zúčastněných na nabídce. Často pak vedena myšlenkou ochrany akcionářů posiluje jejich postavení ve vztazích k nimž při nabídce převzetí dochází, zejména mezi akcionáři a navrhovatelem, jakož i mezi akcionáři a orgány cílové společnosti, či mezi akcionáři a cílovou společností. Někde se úprava nabídek převzetí naopak snaží o to, aby obecně uznávaná práva akcionářů jim nebyla chováním jiných osob, zejména navrhovatele či orgánů společnosti, odňata. Chrání tedy samotnými základními principy práva společností a kapitálového trhu zaručená práva akcionářů. Usiluje dále především o transparentci a informovanost subjektů kapitálového trhu při nabídkách převzetí.

Shrnout komplexně význam a důvody právní úpravy nabídek převzetí je úkol nadmíru obtížný zejména proto, že převzetí společnosti je každým subjektem zúčastněným na nabídce převzetí chápáno jinak. Důvod tohoto odlišného vnímání lze vidět především ve zcela odlišných zájmech těchto subjektů (cílové společnosti, řídicích orgánů, akcionářů, stakeholders a navrhovatele). Obecně vzato, akcionáři cílové společnosti nepřátelské nabídky vítají jako příležitost pro výhodnou směnu resp. prodej svých cenných papírů, neboť cena při nabídce převzetí se obvykle pohybuje vysoko nad tržní cenou, resp. kurzem před oznámením nabídky.

Co je však přínosem pro jednoho, nemusí být tak pozitivně pocíťováno jinými. Jsou to pak především orgány cílové společnosti jakož i její stakeholders (věřitelé, zaměstnanci, dodavatelé atd.), kteří se naopak nabídkám brání. Navíc obavy z nepřátelských převzetí a tedy i argumenty ve prospěch možnosti obrany proti nim jsou živeny především zkušenostmi z USA, kde se nechvalně známé „leveraged buyouts“ spolu s následnou praxí tzv. asset-stripping (rozprodávání aktiv špatně hospodařících či podhodnocených společností) zejména v osmdesátých letech minulého století staly velmi častým jevem a velmi lukrativním způsobem podnikání. Tento styl, jak uvedl bývalý předseda představenstva Mannesmann AG Klaus Esser, britského a amerického „predátorského kapitalismu“ však nemá v evropských podmínkách místo. Do jaké míry měl či neměl pravdu, zůstává otázkou. Věřím nicméně, že proběhnuvší harmonizace právní úpravy nabídek převzetí v EU v podobě „třinácté“ směrnice se sebou přinese, i přes její častou veřejnou kritiku zejména v SRN, toliko pozitivní dopady a důsledky. S ohledem na platnost zvláštního práva volby v čl. 12 směrnice však bude nadále záležet především na členských státech samotných, jak se k možnosti vytvoření rovného hřiště v rámci jednotného evropského trhu s kontrolou ve společnostech postaví. Jsem toho názoru, že respektování obou stěžejních principů pro úpravu nabídek převzetí (princip rozhodování akcionářů a princip proporcionality mezi jejich podílem na rizikovém kapitálu a hlasovacích právech) ve všech členských státech EU je jedinou správnou cestou pro harmonizovanou úpravu nabídek převzetí.

## PŘÍLOHA 1

### General principles of the City Code on Takeovers and Mergers:

1. All holders of the same class of an offeree company must be treated similarly by an offeror.
2. During the course of an offer, or when an offer is in contemplation, neither an offeror, nor the offeree company, nor any of their respective advisers may furnish information to some shareholders, which is not made available to all shareholders. This principle does not apply to the furnishing of information in confidence by the offeree company to a bona fide potential offeror or vice versa.
3. An offeror should only announce an offer after the most careful and responsible consideration. Such an announcement should be made only when the offeror has every reason to believe that it can and will continue to be able to implement the offer: responsibility in this connection also rests on the financial adviser to the offeror.
4. Shareholders must be given sufficient information and advice to enable them to reach a properly informed decision and must have sufficient time to do so. No relevant information should be withheld from them.
5. Any document or advertisement addressed to shareholders containing information or advice from an offeror or the board of the offeree company or their respective advisers must, as is the case with a prospectus, be prepared with the highest standards of care and accuracy.
6. All parties to an offer must use every endeavour to prevent the creation of a false in the securities of an offeror or the offeree company. Parties involved in offers must take care that statements are not made which may mislead shareholders or the market.
7. At no time after a bona fide offer has been communicated to the board of the offeree company, or after the board of the offeree company has reason to believe that a bona fide offer might be imminent, may any action be taken by the board of the offeree company in relation to the affairs of the

company without the approval of the shareholders in general meeting, which could effectively result in any bona fide offer being frustrated or in the shareholders being denied an opportunity to decide on its merits.

8. Right of control must be exercised in good faith and the oppression of a minority is wholly unacceptable.
9. Directors of an offeror and the offeree company must always, in advising their shareholders, act only in their capacity as directors and not have regard to their personal or family shareholdings or to their personal relationships with the companies. It is the shareholders' interests taken as a whole, together with those of employees and creditors, which should be considered when the directors are giving advice to shareholders. Directors of the offeree company should give careful consideration before they enter into any commitment with an offeror (or anyone else) which would restrict their freedom to advise their shareholders in the future. Such commitments may give rise to conflicts of interest or result in a breach of the directors' fiduciary duties.
10. Where control of a company is acquired by a person, or persons acting in concert, a general offer to all other shareholders is normally required; a similar obligation may arise if control is consolidated. Where an acquisition is contemplated as a result of which a person may incur such an obligation, he must before making the acquisition, ensure that he can and will continue to be able to implement such an offer.

## PŘÍLOHA 2

### **PŘEHLED NEJVÝZNAMNĚJŠÍCH PŘEKÁŽEK NABÍDKÁM PŘEVZETÍ**

#### **1. PRE-BID**

##### **1.1 PŘEKÁŽKY NABYTÍ AKCIÍ VE SPOLEČNOSTI**

- Omezení vlastnického práva (ownership caps)
- Zlaté akcie – některé druhy (golden shares)
- Omezení převoditelnosti akcií (aplikovatelná na nekótované akcie; kótované akcie mohou podléhat omezením zakotveným v dohodách mezi akcionáři)
- Nemožnost výměny cenných papírů za zastoupené akcie (v případě, kdy dochází k obchodování cenných papírů zastupujících akcie – depositary receipts – namísto akcií samotných)
- Oslabení vlivu, resp. síly akcií nabytých navrhovatelem popř. potenciálním navrhovatelem (poison pills; některé druhy půjčky – poison debt)
- Omezení dostupných akcií prostřednictvím: nabývání vlastních akcií, resp. zpětného odkupu akcií emitentem; vzájemného vlastnictví akcií; tvorby koncernů – pyramidových struktur.

##### **1.2 PŘEKÁŽKY VÝKONU KONTROLY NA VALNÉ HROMADĚ**

- Omezení hlasovacích práv (voting caps)
- Akcie s dvounásobnými či vícenásobnými hlasovacími právy
- Akcie s omezenými hlasovacími právy či zcela bez hlasovacích práv; práva podílu na společnosti bez hlasovacích práv
- Hlasování až po uplynutí určité stanovené lhůty
- Kvalifikované většiny – požadavky
- Neodvolatelné plné moci k hlasování, resp. trvalá pověření pro zastupování při hlasování
- Závazné dohody o hlasování; svěřenectví hlasovacích práv
- Zlaté akcie – některé druhy

### 1.3 PŘEKÁŽKY VÝKONU KONTROLY VE STATUTÁRNÍM ORGÁNU

- Spolurozhodování statutárního orgánu v určitých záležitostech
- Další vztahy ve společnostech, resp. korporátní struktury (formy obchodních společností), jež omezují kontrolu společnosti a jejího statutárního orgánu akcionáři – sociétés en commandite, či Kommanditgesellschaft auf Aktien
- Akcie se zvláštními právy vztahujícími se na jmenování členů řídicích orgánů
- Pevně stanovené intervaly pro jmenování členů představenstva, resp. správní rady
- Speciální požadavky na členství v představenstvu, resp. ve správní radě společnosti (např. vlastnictví akcií společnosti po určitou dobu v předstihu)
- Zlaté padáky
- Kvalifikovaná většina nutná za účelem odvolání a/nebo volby představenstva, resp. správní rady

### 1.4 PŘEKÁŽKY VÝKONU KONTROLY NAD AKTIVY SPOLEČNOSTI

- Prodej aktiv („scorched earth“ – spálená země)
- „spin-offs“
- Prodej některých aktiv („crown jewels“)
- Změna ovládacích klauzulí v nefinančních dohodách

### 1.5 VZNIK FINANČNÍ ZÁTĚŽE JAKO DŮSLEDEK ZMĚNY V SUBJEKTU OVLÁDAJÍCÍHO SPOLEČNOST

- „poison debt“
- Zlaté padáky
- Změna ovládacích klauzulí v úvěrových smlouvách

### 1.6 VYTVOŘENÍ REGULATORNÍCH PROBLÉMŮ

- Obranné akvizice, jež vedou ke vzniku rozporů se soutěžním právem či k vytvoření podniků podléhajících zvláštní úpravě
- Obranné akvizice, jež vedou k aplikaci jiných pravidel, např. koncernového práva



## **2. POST-BID (NĚKTERÉ Z PRE-BID BARIÉR MOHOU BÝT PŘITOM PŘIJATY I POST-BID)**

### **2.1 OMEZENÍ POČTU AKCIÍ JEŽ MŮŽE NAVRHOVATEL NABÝT**

- Zpětný odkup akcií; nabídka při níž je navrhovatelem cílová společnost, resp. emitent
- Emise akcií, účastnických cenných papírů spřátelené straně, resp. zvýšení základního kapitálu v její prospěch („white squire“)

### **2.2 ZVÝŠENÍ NÁKLADNOSTI NABÍDKY**

- Emise účastnických cenných papírů s předkupními právy

### **2.3 VYTVOŘENÍ REGULATORNÍCH PROBLÉMŮ**

- Soudní spor (týkající se nabídky jako takové, či rozporů se zvláštní úpravou, zejména se soutěžním právem)

### **2.4 HLEDÁNÍ ALTERNATIVNÍHO NAVRHOVATELE**

- „white knight“

### **2.5 NABÝVÁNÍ AKCIÍ NAVRHOVATELE CÍLOVOU SPOLEČNOSTÍ, RESP. JEJÍMI ŘÍDÍCÍMI ORGÁNY**

- „Greenmail“

### **2.6 VEŘEJNÁ NABÍDKA PŘEVZETÍ NAVRHOVATELE CÍLOVOU SPOLEČNOSTÍ**

- „Pacman defence“

## Obsah

Úvod	3
<u>ODDÍL I. Obecné aspekty</u>	
I.1 Úvod do problematiky nabídek převzetí	4
I.2 Nabídka převzetí	11
I.2.1 Nabídka převzetí v českém právu	11
I.2.2 Nabídka převzetí ve smyslu evropského práva	18
I.2.3 Nabídka převzetí v německém právu	19
I.2.4 Nabídka převzetí v právním systému USA	22
I.2.5 Nabídka převzetí v britském právu	27
I.3 Historie právní úpravy nabídek převzetí	28
I.3.1 Spojené státy americké	29
I.3.2 Velká Británie	30
I.3.3 Spolková republika Německo	31
I.3.4 Česká republika	32
I.3.5. Historický vývoj evropské úpravy	34
A. Historie harmonizace úpravy nabídek převzetí	34
B. Zpráva expertní skupiny o otázkách týkajících se nabídek převzetí	37
I.4 Ekonomická podstata a důsledky nabídky převzetí	42
I.4.1 Některé důležité závěry ekonomické teorie	42
A. Akciová analýza	42
B. Primární cíl podniku, resp. společnosti	47
I.4.2 Ekonomická podstata nabídek převzetí a jejich ekonomické dopady	51
<u>ODDÍL II. Evropská úprava ve světle americké reglementace</u>	
II.1 Směrnice o nabídkách převzetí	62
II.2 Úprava ve Spojených státech amerických	71
II.3 Problematika rovného hřiště mezi EU a USA	77

## ODDÍL III. Vybrané problémy úpravy nabídek převzetí

III.1 Základní principy české a evropské úpravy nabídek převzetí	82
III.2 Povinná nabídka převzetí	105
III.3 Průběh nabídky, částečná a konkurenční nabídka převzetí	119
III.4 Přátelská a nepřátelská nabídka převzetí	146
III.5 Bariéry a obranná opatření proti nabídkám převzetí	151
III.5.1 Pre-bid bariéry a struktury	153
III.5.2 Post-bid bariéry a struktury	160
III.5.3 Obranná opatření v tuzemské právní úpravě	163
Závěr	171

Příloha 1

Příloha 2

Obsah

Seznam literatury

## Seznam literatury

### **Česká literatura:**

- Bakeš, M. a kol.: Finanční právo, 3. vydání, C.H. Beck, 2003;
- Dědič Jan a kolektiv: Obchodní zákoník, Komentář, díl III., Polygon, Praha 2002 (citováni: *Dědič*);
- Dědič, J., Čech, P.: Evropské právo společností, Bova Polygon, 2004 (citováni: *Čech/Dědič*);
- Dědič, J., Čech, P.: Obchodní právo po vstupu ČR do EU, Bova Polygon, 2004;
- Dědič, J., Bučková, I.: Právní úprava take-over v České republice, Právní rozhledy, 1999, č. 2;
- Dědič, J., Zrzavecký, J.: Naplnění Římské smlouvy, Právní rádce, 2000, č. 3;
- Kasík, P.: Oznamovací povinnost podle §183d obchodního zákoníku, Právo a podnikání, 1999;
- Kovanicová, D.: Finanční účetnictví - světový koncept, Polygon, 2003;
- Pihera, V.: Veřejné nabídky cenných papírů, Právní rozhledy, 2003, č. 5;
- Pelikánová, I.: Komentář k obchodnímu zákoníku, 2. díl, 2. vydání, Linde Praha a.s., 1998;
- Revenda, Mandel, Kodera, Musílek, Dvořák, Brada: Peněžní ekonomie a bankovníctví, Management Press, 2004;
- Synek, M. a kol.: Podniková ekonomika, C.H. Beck, 2002;
- Štenglová, Plíva, Tomsa a kolektiv: Obchodní zákoník, Komentář, 9. vydání, 2004;
- Štenglová, Plíva, Tomsa a kolektiv: Obchodní zákoník, Komentář, 10. vydání, 2005;
- Vaigert, D., Švejda, M.: Oznamovací povinnost a povinnost učinit veřejný návrh smlouvy o koupi akcií podle ust. 183a až 183d ObchZ, Právní rozhledy, 1997, č. 11.

### **České právní předpisy:**

- Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů (ObchZ);
- Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů;
- Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.

### **Zahraniční literatura:**

- Baums, T.: Zur Harmonisierung des Rechts der Unternehmensübernahmen in der EG, Institut für Bankrecht;
- Baums, T.: Feindliche Übernahmen und Managementkontrolle – Anmerkungen aus deutscher Sicht, Institut für Bankrecht, Arbeitspapier 1/93;

Baums, T., Stöcker, M.: Rückwerb eigener Aktien und WpÜG, Johann Wolfgang Goethe – Universität, Institut für Bankrecht, Arbeitspapier Nr. 90;

Begg, D.: Economics, 1987;

Cox, J.D., Hillman, R.W., Langevoort, D.C.: Securities Regulation – Cases and Materials, Little, Brown & Company, 1991;

Gordon, Jeffrey R.: Das neue deutsche „Anti“-Übernahmegesetz aus amerikanischer Perspektive, Institut für Bankrecht, Arbeitspapier Nr. 98;

Hazen, T. Lee: The Law of Securities Regulation, West Publishing Co., 3. vydání, 1996;

Jarrell, Bradley: The Economic Effects of Federal and State Regulation of Cash Tender Offers, 1980;

Kraakman: Taking Discounts Seriously – The implications of „Discounted“ Share Prices as an Acquisition Motive, 1988;

Lieb, Lamandini: Der neue Kommissionsvorschlag einer EU-Übernahmerichtlinie – Stellungnahme der Gutachter des EU-Parlaments, časopis Wirtschaftsrecht, únor 2003;

Ratner, David L.: Securities Regulation, West Group, 1998;

Ratner, Hazen: Securities Regulation, West Publishing Co., 1995;

Shliefer Andrei, Vishny Robert: A Survey of Corporate Governance, 1997;

Smerdon, R. a kol.: Palmer's Company Law Manual, Sweet & Maxwell, 2000;

Steinmeyer Roland, Häger Michael: WpÜG, Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Erich Schmidt Verlag, 2002 (citováni: *Steinmeyer/Häger*);

Stöcker, M.: Widerruf und Rücktritt von Ankündigungen eines Übernahmeangebotes, Johann Wolfgang Goethe – Universität, Institut für Bankrecht, Arbeitspapiere, 9/2003;

Thompson, Robert B.: Takeover Regulation after the „Convergence“ of Corporate Law, Sydney Law Review;

Aktiengesetz, GmbH – Gesetz, Deutscher Taschenbuch Verlag, 36. vydání, 2003;

Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues related to takeover bids, Brusel, 10. 1. 2002.

#### **Zahraníční právní předpisy:**

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES, ze dne 21.dubna 2004, o nabídkách převzetí;

The City Code on Takeovers and Mergers;

Bundesgesetz betreffend Übernahmeangebote sowie über die Änderung des Börsegesetzes vom 14. August 1998 – ÜbG (Bundesgesetzblatt für die Republik Österreich I 1998, S. 127) ; Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – WpÜG (německý zákon o nabývání cenných papírů a o nabídkách převzetí); Securities Exchange Act – SEA, který byl novelizován zákonem Williams Act.