

KOMENTÁŘE WOLTERS KLUWER

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

Zákon o nabídkách převzetí

Komentář



Wolters Kluwer
Česká republika

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

Autoři jednotlivých paragrafů:

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

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

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

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

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

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

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

KATALOGIZACE V KNIZE – NÁRODNÍ KNIHOVNA ČR

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

347.74:336.763 * (437.3)

– nabídky převzetí – Česko

– zákony

– komentáře

347 – Soukromé právo [16]

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

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

ISBN 978-80-7357-888-6 (váz.)

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

OBSAH

Seznam použitých zkratk	IX
Předmluva.	XI
Úvod	XII

Zákon č. 104/2008 Sb. ze dne 19. března 2008 o nabídkách převzetí a o změně některých dalších zákonů (zákon o nabídkách převzetí)	1
§ 1–64 ČÁST PRVNÍ NABÍDKY PŘEVZETÍ	1
§ 1–4 HLAVA I Základní ustanovení	1
§ 1 Předmět úpravy	1
§ 2 Vymezení pojmů	8
§ 3 Zásady nabídky převzetí.	34
§ 4 (<i>Zastření nabídky</i>)	45
§ 5–7 HLAVA II Nabídka převzetí se zahraničním prvkem	46
§ 5 (<i>Kolizní normy pro nabídky převzetí v rámci EHP</i>)	46
§ 6 (<i>Evropský pas pro nabídku převzetí</i>)	61
§ 7 (<i>Uveřejnění zahraniční nabídky převzetí</i>)	66
§ 8–34 HLAVA III Nabídka převzetí	70
§ 8 Ochrana vnitřních informací a ochrana před deformacemi trhu.	70
§ 9 (<i>Komunikace mezi navrhovatelem a cílovou společností, ochrana informací</i>)	84
§ 10 Nabídkový dokument	87
§ 11 Další náležitosti nabídkového dokumentu	136
§ 12 Oznámení nabídky převzetí.	138
§ 13 Učinění nabídky převzetí	144
§ 14 Informování zaměstnanců	174
§ 15 Povinnost neutrality orgánů cílové společnosti	183
§ 16 Stanovisko orgánů cílové společnosti	216
§ 17 Omezení oprávnění nabývat nebo zcizovat účastnické cenné papíry papíry cílové společnosti navrhovatelem a dalšími osobami	244
§ 18 Následky porušení zákazu nabývat nebo zcizovat účastnické cenné papíry cílové společnosti	256
§ 19 Povinnosti osob zájmově zúčastněných na nabídce převzetí . .	259
§ 20 Protiplnění při nabídce převzetí	261

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

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

SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK

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

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

PŘEDMLUVA

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

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

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

prof. JUDr. Jan Dědič

Praha, červen 2012

ÚVOD

1. Ekonomické teorie nabídek převzetí

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

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

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

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

2. Význam a funkce dobrovolných nabídek převzetí

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

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

a) Jedna z klasických hypotéz se snaží vysvětlit existenci a význam nabídek převzetí synergickým efektem. Podle ní tvoří propojení navrhovatele s cílovou společností více než jen pouhý součet jejich produkčních a finančních potenciálů (obvykle je tento efekt demonstrován „rovnicí“ $1 + 1 = 3$). Po nabytí kontrolního podílu ve společnosti má dojít ke snížení nákladů (poklesu transakčních nákladů a také fixních nákladů, které jsou rozloženy na větší produkční plochu) a – zvláště tam, kde navrhovatel a cílová společnost nepůsobí ve stejném odvětví – také k rozložení rizika při odvětvové recesi, a tudíž i k poklesu nebezpečí insolvence. Při odvětvových převzetích se také zvyšuje podíl na příslušeném trhu. Synergie může být také jen projevem hlavního efektu, jehož se navrhovatel snaží dosáhnout – monopolizace nebo alespoň omezení konkurence u mimořádně koncentrovaných odvětví.¹⁾ Teorie synergie je již delší dobu předmětem ekonomických průzkumů. Z nich vyplývá, že prakticky tuto teorii potvrdit nelze. Studie zabývající se dlouhodobostí vztahu navrhovatel – cílová společnost dokazují, že ve většině případů (odhadem až v 90 %) jsou podíly na převzatých společnostech po nějaké době znovu prodány. Úspěšnější jsou pouze transakce, kdy navrhovatel i cílová společnost pochází ze stejného hospodářského oboru.²⁾ Shora uvedené by znamenalo, že předpokládané synergické efekty se nedostavily, anebo spíše že nebyly hlavním motivem převzetí. V takovém případě je třeba hledat motivy nabídek převzetí jinde.

b) Další teorie, jejímiž autory jsou reprezentanti tzv. Chicagské školy,³⁾ se snaží objasnit existenci nabídek převzetí ve snaze o odstranění neefektivní manažerské struktury novou a výkonnější strukturou. Vychází z představy, že existuje trh kontroly a řízení společností, tj. že jednotlivé týmy manažerů soutěží o řízení příslušných podnikových zdrojů. Nabídky převzetí jsou potom instrumentem, který jim umožňuje tento zvláštní druh „zboží“ získat i proti vůli předchozího „majitele“. Tím jsou nabídky významným instrumentem pro redukci tzv. *agency costs*,⁴⁾ které vznikají vždy tam, kde je odděleno vlastnictví (*principal*) od správy (*agent*). Navrhovatelé tedy jednají jako „hybné síly k potrestání výkonů, které nedosahují optima“.⁵⁾

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3. Význam a funkce povinných nabídek převzetí

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

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

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

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

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

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

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

Pokud bychom na nabídkovou povinnost nahlíželi jako na nástroj ochrany investic a investorů, je nasnadě zmínit skutečnost, že jí je především přičítána preventivní funkce. Tato povinnost totiž především předchází a brání tomu, aby potenciální navrhovatel byl schopen nabýt v cílové společnosti kontrolní vliv prostřednictvím neveřejných, částečných nabídek, čímž by mohl dosáhnout toho, aby v důsledku poklesu kurzu cenných papírů cílové společnosti, jenž je zpravidla s ovládnutím společnosti spojen, došlo ke zhoršení majetkového postavení těch vlastníků účastnických cenných papírů, kteří byli z těchto neveřejných a částečných nabídek vyňati (neměli v jejich rámci možnost své cenné papíry zcizit, popř. neměli možnost učinit dostatečně informované a svobodné rozhodnutí). Tento průběh ovládnutí společnosti prostřednictvím neveřejných, resp. soukromých nabídek či transakcí a jednotlivě dojednaných kupních a směnných smluv není sice regulací, ať už v zákoně o nabídkách převzetí, tak i v jiných evropských úpravách, vyloučen, 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, resp. vlastníkům účastnických cenných papírů cílové společnosti, a to při poskytnutí přiměřeného protiplnění, které je poskytováno v podobě tzv. *spravedlivé ceny (equitable price)*, při jejímž stanovení jsou zohledněny mj. právě předchozí koupě či směny cenných papírů. Nejen ve smyslu směrnice o nabídkách převzetí, ale i samotného zákona o nabídkách převzetí (srov. zejména § 43 odst. 3 a komentář k němu) je totiž spravedlivou cenou třeba především rozumět nejvyšší cenu, kterou navrhovatel nebo osoby jednající s navrhovatelem ve shodě zaplatily za tytéž cenné papíry v období šesti až dvanácti měsíců předcházejících nabídce (srov. komentář k ustanovení § 43). Pro potenciálního navrhovatele je proto z ekonomického hlediska často cesta ovládnutí společnosti prostřednictvím dobrovolné nabídky smysluplnější, ledaže by v konkrétním případě byl dán jeden z důvodů pro výjimku z nabídkové povinnosti (srov. § 39 a komentář k němu). Individuální investor tak naproti tomu již nemusí při učinění investičního rozhodnutí zohledňovat, zda společnosti, na níž se chce majetkově podílet, v budoucnu hrozí, že bude nově začleněna do koncernu či že v ní přinejmenším dojde ke změně v osobě ji ovládající, čímž by mohlo potenciálně dojít ke znehodnocení jeho investice a zhoršení jeho majetkového postavení prostřednictvím poklesu kurzu účastnických cenných papírů cílové společnosti. Obecně vzato, nabídková povinnost tak z tohoto pohledu vede k posílení důvěry investiční veřejnosti ve funkčnost 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 nežli uvedený zájem na ochraně investic. Ustanovení o povinné nabídce převzetí tak doplňují úpravu koncernového práva. Ačkoliv podle úpravy obsažené v § 35 a násl. závisí její aplikace na získání rozhodného podílu na hlasovacích právech v cílové společnosti (formální podmínka vzniku nabídkové povinnosti stanovená explicitně ustanovením § 35 odst. 1) a současně na ovládnutí této společnosti ve smyslu § 66a obch. zák. (materiální podmínka vzniku nabídkové povinnosti stanovená nepřímou podle § 39 odst. 2), nachází se v daném případě navrhovatele stále ještě ve fázi utváření koncernu, neboť nově získaná hlasovací práva nemůže zásadně vykonávat do té doby, než učiní povinnou nabídku převzetí.

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

4. Evropská úprava

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

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

¹⁶⁾ KOM 85 (310) ze dne 14. 6. 1985.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

²⁴⁾ Čl. 5 odst. 1 návrhu směrnice.

²⁵⁾ Čl. 9 návrhu směrnice.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

5. Geneze české právní úpravy

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

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

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

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

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

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

6. Charakter právní úpravy

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Literatura

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

ze dne 19. března 2008

O NABÍDKÁCH PŘEVZETÍ A O ZMĚNĚ NĚKTERÝCH DALŠÍCH ZÁKONŮ (zákon o nabídkách převzetí)

Změna: 420/2009 Sb., 281/2009 Sb., 188/2011 Sb.
Parlament se usnesl na tomto zákoně České republiky:

ČÁST PRVNÍ

NABÍDKY PŘEVZETÍ

HLAVA I

Základní ustanovení

§ 1

Předmět úpravy

Tento zákon zapracovává příslušné předpisy Evropských společenství¹⁾ a upravuje nabídku převzetí určenou vlastníkům účastnických cenných papírů vydaných akciovou společností se sídlem v České republice, jejíž účastnické cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu⁶⁾ v České republice a některé otázky spojené s nabídkou převzetí se zahraničním prvkem a některé další otázky s tím spojené.

¹⁾ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES ze dne 21. dubna 2004 o nabídkách převzetí.

⁶⁾ § 55 odst. 1 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění zákona č. 230/2008 Sb.

Z důvodové zprávy k § 1:

Ustanovení určuje předmět úpravy zákona. Zákon, stejně jako předchozí právní úprava v obchodním zákoníku, obecně nedopadá na všechny společnosti, jejichž účastnické cenné papíry jsou kótovány na českém regulovaném trhu, ale pouze na společnosti se sídlem v České republice. Výjimku v tomto ohledu tvoří kolizní úprava v druhé části zákona, podle níž se tento zákon v omezeném rozsahu použije i na nabídky převzetí činěné v jiných členských státech společnosti se sídlem v České republice nebo společnostmi se sídlem v jiném členském státě, jsou-li její účastnické cenné papíry kótovány na českém regulovaném trhu. Hovoří-li zákon

o nabídce převzetí určené vlastníkům účastnických cenných papírů, charakterizuje tak obecnou povahu nabídky převzetí, což nevylučuje, aby byla nabídka akceptována též jinou osobou oprávněnou zcizit cenný papír, která není jeho vlastníkem.

Z důvodové zprávy k novele č. 188/2011 Sb. k § 1:

Jde o technickou úpravu, která má zjednodušit a sjednotit terminologii právních předpisů pokud jde o pojmy aktuálně užívané v ZPKT. Jedná se zejména o důsledné rozlišování termínů regulovaný trh – ve smyslu český regulovaný trh, evropský regulovaný trh – ve smyslu regulovaný trh se sídlem v členském státě Evropské unie, včetně českého regulovaného trhu, zahraniční regulovaný trh – ve smyslu regulovaný trh se sídlem v jiném členském státě, než je Česká republika, zahraniční trh obdobný regulovanému trhu – ve smyslu trh s cennými papíry obdobný regulovanému trhu, se sídlem ve státě, který není členským státem Evropské unie, pojem „kótovaný cenný papír“ a jeho odvozeniny (např. „kótace“ apod.), který byl zákonem nahrazen pojmem „cenný papír přijatý k obchodování na evropském regulovaném trhu“, pojmy „veřejný trh“ a „burza“, případně „burzovní“, které byly nahrazeny ve většině výskytů pojmem „regulovaný trh“.

K § 1

1. Ustanovení § 1 má zcela zásadní význam pro aplikaci celého zákona a všech v něm obsažených institutů v praxi. Ustanovení vymezuje rozsah působnosti předpisu především odkazem na příslušné předpisy Evropských společenství, tj. zejména směrnici o nabídkách převzetí, kterou má za cíl implementovat do českého práva. To mj. znamená, že při interpretaci těch ustanovení zákona, které mají svůj původ v komunitárním právu, přičemž tomu tak zdaleka není v případě všech ustanovení zákona o nabídkách převzetí, bude třeba vždy vycházet ze znění směrnice o nabídkách převzetí,¹⁾ přičemž zde v případě nejasností přichází v úvahu i možnost obrátit se na Soudní dvůr Evropské unie a položit předběžnou otázku.²⁾

2. Z ustanovení § 1 dále plyne, že se zákon uplatní pouze v případě, kdy budou kumulativně splněny všechny následující požadavky, resp. půjde-li v daném případě o:

- a) nabídku převzetí;
- b) určenou vlastníkům účastnických cenných papírů;
- c) vydaných akciovou společností se sídlem v České republice;
- d) jejíž účastnické cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu.

3. Zákon se dále uplatní na některé otázky spojené s nabídkou převzetí se zahraničním prvkem a některé otázky s tím spojené. V tomto posledním případě půjde o úpravu obsaženou v části první hlavě II zákona o nabídkách převzetí, tj. v ustanoveních § 5–7. V tomto ohledu odkazujeme na výklad k těmto ustanovením.

4. **Nabídkou převzetí** je ve smyslu ustanovení § 2 odst. 1 veřejný návrh smlouvy na koupi nebo směnu účastnických cenných papírů, kterým navrhovatel projevuje vůli nabýt účastnické cenné papíry v rozsahu, který umožňuje ovládnutí cílové společnosti, nebo kterým plní povinnost podle tohoto zákona. Nabídkou převzetí je pak ve smyslu ustanovení § 2 odst. 1, jakož i ustanovení § 2 odst. 4 i povinná nabídka převzetí. Nabídkou převzetí je rovněž dodatečná nabídka převzetí, která je v podstatě zvláštním druhem povinné nabídky podle § 49.

¹⁾ Pravidlo eurokonformního výkladu, nazývané též doktrína von Colson dle rozsudku Evropského soudního dvora ze dne 10. dubna 1984, C-14/1983.

²⁾ Viz. čl. 267 Smlouvy o fungování Evropské unie (bývalý článek 234 Smlouvy o ES).

5. Nabídka převzetí musí být určena vlastníkům účastnických cenných papírů. **Účastnické cenné papíry** vymezuje ustanovení § 2 odst. 3 tak, že se jedná o cenné papíry vydané cílovou společností, se kterými je spojen podíl na základním kapitálu nebo hlasovacích právech cílové společnosti; a dále cenné papíry vydané cílovou společností, se kterými je spojeno právo takové cenné papíry získat. Cennými papíry ve smyslu čl. 2 odst. 1 písm. g) směr. o nab. převz. jsou naproti tomu jen všechny cenné papíry spojené s hlasovacím právem ve společnosti. V definici cenných papírů však směrnice o nabídkách převzetí nerozlišuje, zda jsou kótované či nikoliv. Zákon o nabídkách převzetí však oproti směrnici rozšiřuje působnost úpravy nabídek převzetí i na účastnické cenné papíry, se kterými není spojeno hlasovací právo v cílové společnosti, když, jak plyne ze shora uvedeného, podle ustanovení § 2 odst. 3 stačí, jestliže s nimi bude spojen pouze podíl na základním kapitálu cílové společnosti. Účastnickými cennými papíry jsou pak i ty cenné papíry, se kterými je spojeno právo získat cenné papíry, se kterými je spojen podíl na základním kapitálu nebo hlasovacích právech cílové společnosti.

6. Pod výčet účastnických cenných papírů podle § 2 odst. 3 spadají především akcie s hlasovacími právy, akcie bez hlasovacích práv (tedy typicky prioritní akcie) a dále zejména zatímní listy, poukázky na akcie, vyměnitelné a prioritní dluhopisy a opční listy opravňující k upisování akcií a vyměnitelných či prioritních dluhopisů.³⁾ Podmínkou však vždy bude, aby tyto cenné papíry vydala právě cílová společnost. Srov. § 2 odst. 3 a komentář k němu.

7. Aplikace zákona se zásadně omezuje na cílové společnosti, které jsou akciovými společnostmi se sídlem v České republice a které vydaly účastnické cenné papíry, jež jsou předmětem nabídky. Akciová společnost se sídlem v České republice je především akciová společnost upravená v ustanoveních § 154 a násl. obch. zák.

8. Ustanovení § 1 konečně předpokládá aplikaci zákona jen na ty případy, kdy jsou účastnické cenné papíry přijaty k obchodování na regulovaném trhu. Směrnice o nabídkách převzetí určuje rozsah úpravy tak, že se vztahuje na nabídky převzetí, kdy cílovou společností je společnost, která má alespoň některé cenné papíry přijaty k obchodování na regulovaném trhu. V této souvislosti je tedy třeba i ustanovení § 1 vykládat tak, že se tento vztahuje mj. i na ty případy, kdy k obchodování na regulovaném trhu byly přijaty alespoň některé, nikoliv však nutně všechny účastnické cenné papíry vydané akciovou společností se sídlem v České republice. Platí tedy, že zákon se může vztahovat jen na případy těch cílových společností, které vydaly účastnické cenné papíry cílové společnosti, z nichž alespoň některé účastnické cenné papíry (byť i jen jedna z mnoha emisí) byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu. Zákon o nabídkách převzetí naproti tomu nebude dopadat na ty případy, kdy cílová společnost vydala cenné papíry, z nichž žádné nejsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu. V takovém případě se však může uplatnit § 183a obch. zák.

9. Je zřejmé, že pravidlo, že se musí jednat o účastnické cenné papíry přijaté k obchodování na regulovaném trhu, se vztahuje obecně k akciové společnosti, nikoliv k vlastníkům takových účastnických cenných papírů.

³⁾ Štenglová, I., Plíva, S., Tomsa, M. *Obchodní zákoník. Komentář*. 13. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010, s. 619.

10. S dvěma, zato dosti významnými, výjimkami v případech povinné nabídky převzetí a dodatečné nabídky převzetí se tedy zákon vztahuje i na nabídky převzetí určené vlastníkům účastnických cenných papírů na regulovaný trh nepřijatých, pokud však společnost vydala jiné účastnické cenné papíry, které byly k obchodování na regulovaném trhu přijaty.⁴⁾

11. Upozorňujeme v této souvislosti, že právě ustanovení § 35 odst. 1, které upravuje nabídkovou povinnost, stanoví povinnost učinit povinnou nabídku převzetí pouze vlastníkům kótovaných účastnických cenných papírů, resp. vlastníkům účastnických cenných papírů, které byly přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu. V případě cílové společnosti, která vydala účastnické cenné papíry a pouze část z nich je obchodována na regulovaném trhu, se nabídková povinnost navrhovatele bude vztahovat pouze na vlastníky kótovaných účastnických cenných papírů, resp. pouze na ty jejich účastnické cenné papíry, které jsou kótované (tj. přijaté k obchodování na regulovaném trhu). Zákonná nabídková povinnost však naproti tomu nebude prospívat vlastníkům toliko nekótovaných účastnických cenných papírů, resp. z ní nebude moci benefitovat žádný z vlastníků účastnických cenných papírů do té míry, co drží účastnické cenné papíry, které nebyly přijaty k obchodování na regulovaném trhu. Srov. rovněž komentář k § 35 odst. 1.

12. Pokud jde o problematiku regulovaného trhu jako takového a požadavek přijetí účastnických cenných papírů k obchodování na tomto trhu, upozorňujeme, že za pojmem regulovaný trh je odkaz na bod pod čarou č. 6, který odkazuje na § 55 odst. 1 zák. pod. kap. t. Ten zní: „*Regulovaným trhem je trh s investičními nástroji organizovaný organizátorem regulovaného trhu v souladu s povolením České národní banky, na kterém se obchoduje pravidelně a který má stanovená pravidla pro přijímání investičních nástrojů k obchodování na regulovaném trhu, pravidla obchodování na regulovaném trhu a pravidla přístupu na regulovaný trh, která jsou v souladu s tímto zákonem.*“ Zákon o nabídkách převzetí odkazuje pouze na první odstavce, který se zabývá tuzemským regulovaným trhem, ještě lépe řečeno regulovaným trhem s povolením od České národní banky.

13. Na rozdíl od právní úpravy účinné do 15. 7. 2012 se úprava zákona o nabídkách převzetí nevztahuje na účastnické cenné papíry (akcie) přijaté k obchodování na regulovaných trzích zemí Evropské unie či Evropského hospodářského prostoru, ale pouze na akcie přijaté k obchodování na regulovaných trzích s povolením České národní banky. Samozřejmě s výjimkou hlavy II § 5–7 upravujících nabídku převzetí se zahraničním prvkem.

14. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu tedy v § 55 rozlišuje mezi pojmy regulovaný trh, evropský regulovaný trh a zahraniční regulovaný trh, přičemž zákon o nabídkách převzetí se vztahuje pouze na účastnické cenné papíry obchodované na tuzemském regulovaném trhu, resp. regulovaném trhu provozovaném operátorem s licencií od České národní banky. Česká národní banka je jediným regulátorem v České republice oprávněným vydávat povolení k organizování regulovaného trhu, a z toho důvodu lze pojem regulovaný trh používat synonymně s pojmem tuzemský regulovaný trh. Evropským regulovaným trhem je regulovaný trh uvedený v seznamu regulovaných trhů členského státu Evropské unie, který uveřejňuje Evropská unie ve svém věstníku. Tuzemský regulovaný

⁴⁾ Viz bod 2 preambule směr. o nab. převz.

trh s povolením od České národní banky patří pod pojem evropský regulovaný trh. Naproti tomu zahraničním regulovaným trhem je evropský regulovaný trh, který není regulovaným trhem tuzemským.

15. Mezi regulované trhy podle § 1 se tedy nezařadí regulované trhy ze zemí Evropské unie a Evropského hospodářského prostoru. Takové trhy jsou případně uvedeny ve věstníku Evropské unie.

16. Tuzemská právní úprava regulovaného trhu v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu kopíruje právní úpravu evropskou, z toho důvodu je vhodné se nejdříve podívat na úpravu evropského práva, kterou zákon o podnikání na kapitálovém trhu pouze přebírá. Právo Evropského společenství je integrální součástí českého právního řádu a nemělo by být v rozporu se zněním zákonů či podzákonných norem.

17. Ačkoliv znění směrnice o nabídkách převzetí zmiňuje bývalou směrnicí 93/22/EHS, o investičních službách v oblasti cenných papírů, tato byla zcela nahrazena směrnicí Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, o trzích finančních nástrojů („MiFID“). Pojem a náležitosti regulovaného trhu, vydávání licencí pro jeho provozovatele – operátora, všechny požadavky na provoz a přijímání investičních nástrojů k obchodování atd. upravují primárně evropské předpisy, které jsou transponovány do zákonů a podzákonných norem v jednotlivých členských státech. Celá problematika je harmonizována ve všech členských zemích Evropské unie a neměla by se výrazně odlišovat. V roce 2001 byl přijat akční plán na poli cenných papírů a jejich obchodování a v rámci něj bylo přijato mnoho směrnic a nařízení týkajících se obchodování s cennými papíry. Nejzásadnějším předpisem je soubor předpisů hromadně nazývaných MiFID, což je zkratka z anglického názvu *Markets in Financial Instruments Directive*. MiFID je tzv. Lamfalussyho směrnice, tedy má více úrovní, směrnice z roku 2004 je 1. úrovní, je nejobecnější a je dále rozváděna detailnějšími předpisy obsahujícími technické detaily v úrovni 2. Úroveň 3 je tvořena národními regulátory, které vykládají společně s ostatními regulátory vyvstalé problémy a otázky a sjednocují názory na celém vnitřním trhu. Úroveň 4 se zabývá souladem a vy-
mahatelností předpisů a stanovisek.

18. Problematika regulovaných trhů je upravena primárně v úrovni 1 v MiFID z roku 2004 v člincích 36 až 47 s tím, že čl. 47 směrnice MiFID stanoví povinnost každému členskému státu vést evidenci regulovaných trhů a zasílat ji ostatním členským státům i Komisi. Komise nejméně jednou ročně publikuje ve věstníku seznam všech regulovaných trhů. Na webové stránce věstníku Evropské unie EURLEX je veden seznam všech trhů k datu 15. 7. 2011 pod názvem: Komentovaná prezentace regulovaných trhů a vnitrostátních právních předpisů, kterými se provádějí relevantní požadavky směrnice o trzích finančních nástrojů (směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES), *Úřední věstník* C 209, 15/07/2011 s. 0021–0028.⁵⁾

19. V České republice je uvedeno k dnešnímu dni 5 regulovaných trhů provozovaných třemi provozovateli operátory – subjekty, a to Burzou cenných papírů Praha, a. s., provozující hlavní oficiální regulovaný trh a volný regulovaný trh, společností RM-SYSTEM, česká burza cenných papírů, a. s., provozující oficiální regulovaný trh, a společností Energetická burza Praha, a. s. Posledně jmenovaný operátor regulovaného trhu

⁵⁾ Dostupné z: <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2011:209:0021:01:CS:HTML>>.

změnil v červenci 2010 firmu na POWER EXCHANGE EUROPE, a. s., a patří do skupiny Burza cenných papírů Praha, a. s. Všichni tři provozovatelé regulovaných trhů drží plnohodnotnou licenci od České národní banky. Účastnické cenné papíry se obchodují jen na trzích Burzy cenných papírů Praha, a. s., a na trhu RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů, a. s.

20. Další specifikace regulovaných trhů je v přímo vykonatelném nařízení úrovně 2 MiFID – nařízení Komise (ES) č. 1287/2006 ze dne 10. srpna 2006, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o pro nás nejdůležitější přijímání finančních nástrojů k obchodování. Nařízení upravuje okamžik prvního přijetí akcie k obchodování na regulovaném trhu, ke kterému došlo podle čl. 40 směrnice MiFID, ve chvíli, kdy byla splněna jedna z těchto podmínek: (i) akcie nebyla předtím přijata k obchodování na regulovaném trhu; (ii) akcie byla předtím přijata k obchodování na regulovaném trhu, ale byla stažena z obchodování na každém regulovaném trhu, který ji k obchodování přijal.

21. Český zákon o podnikání na kapitálovém trhu upravuje problematiku v souladu s MiFID v § 37 a násl. a obsahově kopíruje evropskou úpravu.

22. Abychom co nejlépe vydefinovali, co je a není regulovaným trhem, zaměříme se na trhy investičních nástrojů, které nejsou regulovanými trhy, a obsahově vymezíme pojem regulovaného trhu negativně. Existuje obecné pravidlo, ze kterého jsou výjimky, že právní řád nedovoluje organizovat trh s akciemi v České republice ani v jiné členské zemi Evropské unie bez toho, aby se jednalo o regulovaný trh, který podléhá dohledu regulátora, má patřičnou licenci a splňuje zákonné požadavky. Akcie jako typický investiční nástroj by tedy měla být primárně obchodována na regulovaném trhu a zákon o nabídkách převzetí se vztahuje pouze na akcie obchodované na regulovaném trhu. Úprava trhů investičních nástrojů je ale komplexní a stanoví určité konkrétní výjimky z tohoto pravidla a i legislativně jsou upraveny zvláštní druhy alternativních trhů se specifickými pravidly, které nejsou regulovanými trhy. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu v tomto kopíruje právo Evropské unie, zejména MiFID. Základní myšlenkou MiFID je zvýšení konkurenceschopnosti Evropské unie, která na poli cenných papírů měla být zajištěna lepším fungováním jednotného trhu, konkrétně povzbuzením alternativních obchodních platform, které by zajistily pružnější fungování obchodování s cennými papíry. Evropská úprava vychází z ideové koncepce let 2000–2002, kdy byly standardní burzy cenných papírů považovány za ne příliš dobře fungující molochy brzdící rozvoj jednotného trhu a bránící své národní výdobytky, limitující své účastníky obchodování, aby neobchodovali na jiných trzích, a neumožňující emitentům vybrat více trhů, kde by byly jejich akcie obchodovány. V roce 2000 vyhlásilo Evropské společenství tzv. Lisabonskou strategii, vizi, jak dohnat a předehnat nejnáročnější ekonomiku světa, Spojené státy americké. V rámci Lisabonské strategie byl v otázkách finančního trhu přijat tzv. Akční plán na poli cenných papírů, byla ustanovena komise moudrých mužů (*Committee of a wise men*), které předsedal baron Lamfalussy, a tato komise doporučila sjednocení celého finančního trhu Evropského společenství, zejména prostřednictvím sjednocení všech pravidel pro organizování trhů finančních nástrojů, kterými jsou vedle regulovaných trhů i vícestanné obchodní systémy a systematictí internalizátoři. Ke sjednocení finančního trhu měla dále přispět harmonizace zahrnující zpřesnění definic investičních nástrojů obsahujících nově i deriváty,

„předobchodní“ a „poobchodní“ transparentnost při uzavírání s investičními nástroji, hlášení obchodů regulátorovi, sjednocení pravidel pro jednání poskytovatelů služeb se zákazníky, sjednocení pravidel pro fungování obchodníků s cennými papíry (stále nepřesně překládaný pojem „*investment firm*“ obsahující činnost zprostředkovatele služeb investičního bankovníctví) atd.

23. Na těchto ideových základech byla napsána a v roce 2004 schválena hlavní nosná směrnice MiFID 1. Obsahovala velmi silnou podporu alternativních trhů, tedy trhů investičních nástrojů odlišných od standardních burz. Toto vedlo ke značnému odlivu obchodování z veřejných trhů, již v té době dostatečně transparentních, nicméně s drobnými odchylkami v každé členské zemi, do tzv. *dark pools*, jakýchsi tmavých zákoutí, kam nevidí ani regulátor, ani investoři. Fragmentace obchodování se podle posledních odhadů zvýšila od schválení MiFID do dnešního dne trojnásobně a až polovina všech obchodů s investičními nástroji přijatými k obchodování na regulovaném trhu se uzavírá mimo regulovaný trh i mimo oficiální alternativní trhy s minimálním dohledem regulátora a bez transparentních pravidel, a to přímo jako důsledek špatně napsané a vymyšlené evropské regulace.

24. Legislativně byly alternativní trhy zakotveny v tzv. MTF, což je zkratka z anglického názvu *Multilateral Trading Facility* – vícestranné obchodní tržiště nebo systémy. Provozovat MTF může standardní držitel licence operátora regulovaného trhu i obchodník s cennými papíry. Tato tržiště jsou u investorů populární a existuje více známých tržišť, jako např. New Connect při Varšavské burze či trh cenných papírů AIM při Londýnské burze. Tato tržiště nejsou regulovanými trhy, institucionální investoři jako penzijní fondy, pojišťovny, podílové fondy mají omezenou možnost investovat své prostředky do pouze tam obchodovaných cenných papírů. I operátor tuzemského regulovaného trhu Burza cenných papírů má schválené předpisy pro přijímání a obchodování cenných papírů ve vlastním MTF, ale v současnosti se v tomto segmentu cenné papíry neobchodují. Pro účely zákona o nabídkách převzetí je nutno rozlišovat mezi jednotlivými trhy operátora regulovaného trhu, jelikož vedle regulovaného trhu může stejný subjekt operovat (provozovat) i alternativní trh investičních nástrojů MTF.

Systematický internalizátor

25. Jedná se o legislativně upravenou možnost obchodníka s cennými papíry prodávat a nakupovat cenné papíry svým klientům ze své vlastní knihy, tedy ze svého, nebo kupovat do svého majetku na základě uveřejňovaných závazných kótací. Kótace jsou závazné nabídky na nákup nebo prodej za konkrétní cenu na konkrétní počet akcií. Obchodník s cennými papíry není povinen pro svého klienta obstarat nákup nebo prodej investičního nástroje, akcie, na regulovaném nebo alternativním trhu, ale je oprávněn s ním v souladu se svou *Best Execution Policy* (politika nejlepšího prospěchu pro zákazníka při zajišťování investičních služeb) uzavřít obchod přímo. Instrukce v takovém případě ale musí vzejít od zákazníka.

OTC obchody (tzv. obchody *over the counter*, mimo trh)

26. Jedná se o individuálně domluvené obchody, které se neuzavírají pomocí žádného trhu a jeho pravidel. Strany obchodu pouze zajistí vypořádání obchodu „na přepážce“

bez assistance třetích osob. Negativně dopady evropské právní úpravy MiFID namířené ke zvýšení konkurenceschopnosti alternativních obchodních platforem oproti tradičním burzám cenných papírů vedly k podstatnému odlivu obchodování investičních nástrojů, zvláště akcií, z regulovaných trhů ne do alternativních trhů, ale úplně mimo jakoukoliv regulaci. Instrukce k uzavírání obchodů přichází z tzv. *dark pools* mimo jakoukoliv viditelnou a právně upravenou obchodní platformu (regulovaný trh, vícestranný obchodní systém, systematický internalizátor).

27. Evropská Komise vypracovala v roce 2010 *White Paper* k novelizaci MiFID a do 2. 2. 2011 bylo možno k němu posílat podněty. Návrh předpokládá zásadní změnu infrastruktury trhů cenných papírů v Evropské unii. Předpokládá se vznik nových obchodních platforem, které by vyřešily zvýšenou fragmentaci obchodování a právně pokryly obchodování mimo jakoukoliv úpravu, uvažuje se o zrovnoprávnění MTF a regulovaných trhů a navrhuje se další nové podstatné změny. Přijetí těchto změn by vyžadovalo změnu 13. směrnice o nabídkách převzetí, resp. změnu nynějšího zaměření úpravy nabídek převzetí na akcie přijaté k obchodování pouze na regulované trhy.

Související ustanovení:

§ 2 – Vymezení pojmů, odst. 1, 3, 4; § 5 – (*Kolizní normy pro nabídky převzetí v rámci EHP*); § 6 – (*Evropský pas pro nabídku převzetí*); § 7 – (*Uveřejnění zahraniční nabídky převzetí*); § 35 – Nabídková povinnost, odst. 1; § 49 – (*Právo sell-out*)

Související předpisy:

§ 55 odst. 1, § 37 zák. pod. kap. t.; čl. 2 odst. 1 písm. g), čl. 40 směrnice MiFID; nařízení Komise (ES) č. 1287/2006, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o evidenční povinnosti investičních podniků, hlášení obchodů, transparentnost trhu, přijímání finančních nástrojů k obchodování a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice.

§ 2

Vymezení pojmů

(1) Nabídkou převzetí je veřejný návrh smlouvy na koupi nebo směnu účastnických cenných papírů, kterým navrhovatel projevuje vůli nabýt účastnické cenné papíry v rozsahu, který umožňuje ovládnutí cílové společnosti, nebo kterým plní povinnost podle tohoto zákona.

(2) Cílovou společností je společnost, která vydala účastnické cenné papíry, které jsou předmětem nabídky převzetí.

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

(4) Povinnou nabídkou převzetí je nabídka převzetí činěná podle hlavy IV.

(5) Podílem na hlasovacích právech se rozumí přímý podíl hlasů plynoucích z účasti akcionáře ve společnosti na celkovém počtu hlasů plynoucích z účasti ve společnosti. Akcie, se kterými není spojeno hlasovací právo, se pro účely výpočtu podílu na hlasovacích právech považují za akcie bez hlasovacích práv i v případech, kdy jich podle

zvláštního právního předpisu dočasně nabývají. Při výpočtu podílu na hlasovacích právech se nezohledňují hlasy z akcií v majetku cílové společnosti nebo jí ovládané osoby ani hlasy z akcií, které jsou drženy na účet cílové společnosti nebo jí ovládané osoby.

(6) Rozhodným podílem na hlasovacích právech společnosti je podíl na hlasovacích právech cílové společnosti představující alespoň 30 % všech hlasů spojených s účastnickými cennými papíry vydanými cílovou společností.

(7) Členským státem se rozumí členský stát Evropské unie nebo jiný smluvní stát Dohody o Evropském hospodářském prostoru.

(8) Spolupracující osobou je osoba, která ve vzájemném srozumění spolupracuje s navrhovatelem za účelem získání nebo prosazení společného vlivu na řízení nebo provozování podniku cílové společnosti, zejména společným a řízeným výkonem hlasovacích práv, nebo osoba, která na základě dohody spolupracuje s cílovou společností za účelem zmaření nabídky převzetí. Platí, že osoba ovládající a osoba ovládaná, stejně jako osoby, které uzavřely dohodu o hlasování při volbě členů orgánů cílové společnosti, nebo členové jednoho koncernu jsou spolupracujícími osobami.

(9) Skupinu spolupracujících osob tvoří ty spolupracující osoby, které mají podíl na hlasovacích právech cílové společnosti, a spolupracující osoby, které jsou ve vztahu k prvně uvedeným osobami ovládajícími.

(10) Osobou spoljzjmově zúčastněnou na nabídce převzetí je osoba, která má zájem na výsledku nebo průběhu nabídky převzetí, zejména navrhovatel, osoby s ním spolupracující, cílová společnost, osoby tvořící s cílovou společností podnikatelské seskupení, akcionáři vlastníci nebo disponující alespoň 5 % účastnických cenných papírů cílové společnosti.

Z důvodové zprávy k § 2:

Nabídka převzetí je definována jako veřejný návrh smlouvy, který může v případě, že by byl úspěšný, tj. pokud by byl akceptován ze strany všech, kteří tak mohou učinit, umožnit ovládnutí cílové společnosti, nebo je činěn po ovládnutí cílové společnosti jako povinná nabídka převzetí. Účastnické cenné papíry se definují tak, aby zahrnovaly jak akcie s hlasovacími právy, tak akcie bez hlasovacích práv, přičemž se jednoznačně formuluje, že účastnický cenný papír musí být vydán cílovou společností. Účastnickými cennými papíry tak nejsou cenné papíry typu depozitních certifikátů vydávaných osobami odlišnými od cílové společnosti. Zákon obsahuje samostatnou definici podílu na hlasovacích právech, jehož obsah nebyl dosud jednoznačný. Obchodní zákoník tento pojem nedefinuje s tím, že na něj lze pouze usuzovat ze současné dikce § 66a odst. 1 obchodního zákoníku, přičemž však není jasné, zda pod pojem podíl na hlasovacích právech zahrnovat i hlasovací práva, s nimiž může daná osoba disponovat ve smyslu § 66a odst. 5 obchodního zákoníku (jenž upravuje pouze domněnku existence ovládnutí). Zákon vychází z úzkého pojetí podílu na hlasovacích právech, tj. rozumí se jím pouze tzv. přímý podíl, přičemž pouze pro účely povinné nabídky převzetí se přihlíží i k jiným hlasovacím právům (§ 37). Rozhodný podíl na hlasovacích právech byl stanoven na 30% prahu, nicméně podle § 39 odst. 2 se nabídková povinnost bude vztahovat pouze na ty osoby, které zároveň ovládnou cílovou společnost. Dosavadní koncepce „osob jednajících ve shodě“ se pro účely tohoto zákona nahrazuje institutem spolupracujících osob, jehož obsah je podobný. Důvodem pro toto řešení je záměr jednoznačně vyloučit možnost vzniku dosavadních nejasností týkající se obsahu pojmu „osoba jednající ve shodě“ podle obchodního zákoníku, především pak závěru, že těmito osobami mohou být pouze akcionáři společnosti. Skupina osob jednajících ve shodě nezahrnuje všechny osoby, které mohou být vzájemně spolupracujícími osobami, ale pouze ty osoby, které mají přímý podíl na hlasovacích právech společnosti a osoby, které tyto osoby s přímým podílem ovládají (tj. skupinu spolupracujících osob vytváří pouze vertikální část koncernové struktury, nikoli část horizontální). Toto řešení má význam především ve vztahu k úpravě vzniku nabídkové povinnosti podle § 36.

Z důvodové zprávy k novele č. 420/2009 k § 2 odst. 1:

V praxi vznikají zbytečné výkladové pochybnosti, zda je nabídkou převzetí i veřejný návrh, který činí osoba, která dříve učinila povinnou nabídku převzetí a svůj podíl jen zvyšuje. S ohledem na tuto skutečnost se proto doplňuje upřesnění.

K § 2

1. Ustanovení § 2 obsahuje definice základních pojmů obsažených v zákoně o nabídkách převzetí. Tyto definice mají potom význam pro výklad celého zákona a zejména pak pro jeho aplikaci v praxi.

2. Upozorňujeme přitom, že řada definic slouží nejen k tomu, aby byl konkrétní pojem jednoznačně vymezen pro účely zákona a stanovil tak přesnější rámec pro interpretaci těch ustanovení zákona, v nichž je ten či onen pojem používán, ale i k tomu, aby byl přesněji určen předmět úpravy, a tudíž i samotný rozsah aplikace celého zákona. Celá řada definic uvedených v ustanovení § 2 tak významně doplňuje ustanovení § 1. Srov. ustanovení § 1 a komentář k němu. Svůj nesporný význam v tomto ohledu mají především definice nabídky převzetí (srov. § 2 odst. 1 a komentář k němu), definice cílové společnosti (srov. § 2 odst. 2 a komentář k němu), jakož i definice účastnických cenných papírů (srov. § 2 odst. 3 a komentář k němu), tak jak jsou uvedeny níže.

K odst. 1

3. **Definice nabídky převzetí** sice částečně vychází z předchozí právní úpravy obsažené do 1. dubna 2008 (tj. do dne účinnosti nového zákona – zákona o nabídkách převzetí) v ustanovení § 183a odst. 1 obch. zák., oproti předchozí úpravě se však zcela logicky mnohem více blíží znění čl. 2 písm. a) směr. o nab. převz. Právě tímto se zcela zásadním způsobem nabídka převzetí podle zákona o nabídkách převzetí liší od jejího pojetí v předchozí právní úpravě.

4. Ustanovení odstavce 1 za nabídku převzetí označuje takový veřejný návrh smlouvy na koupi nebo směnu účastnických cenných papírů, kterým navrhovatel projevuje vůli nabýt účastnické cenné papíry v takovém rozsahu, který mu umožní cílovou společnost ovládnout. V takovém případě bude možno hovořit o takzvané **dobrovolné nabídce převzetí**, neboť navrhovatel tím, že příslušný návrh k uzavření smlouvy o koupi či směně učiní, dobrovolně projevuje svou vůli účastnické cenné papíry nabýt. Záměrem navrhovatele však v takovém případě musí být nabytí účastnických cenných papírů v takovém rozsahu, který umožňuje ovládnutí cílové společnosti.

5. Ustanovení § 2 odst. 1 však kromě tzv. dobrovolné nabídky převzetí označuje za nabídku převzetí i veřejný návrh smlouvy na koupi nebo směnu cenných papírů, kterým navrhovatel plní povinnost podle tohoto zákona. V případě nabídek převzetí, kdy navrhovatel toliko plní povinnost podle zákona o nabídkách převzetí, tak bude na rozdíl od tzv. dobrovolné nabídky převzetí nerozhodné, zda a příp. s jakým dalším cílem ji navrhovatel činí. Jak je popsáno dále, navrhovatel by ani nabídkovou povinnost podle příslušných ustanovení zákona o nabídkách převzetí neměl, bez toho, aniž by cílovou společnost ovládal, a ovládnutí cílové společnosti by tak ani nemohlo být cílem navrhovatele při této nabídce převzetí. Podstatné pro kvalifikaci jako nabídky převzetí podle zákona o nabídkách převzetí bude v tomto případě pouze to, zda navrhovatel činí veřejný návrh smlouvy na koupi nebo směnu účastnických cenných papírů, a dále především to,

zda jej činí proto, aby splnil povinnost podle zákona o nabídkách převzetí. Zákon předně výslovně upravuje (srov. zejména ustanovení § 35 a násl. a komentář k němu) takzvanou **povinnou nabídku převzetí**. V ustanovení § 2 odst. 4 pak hovoří o tom, že povinnou nabídkou převzetí, tedy jedním z typů nabídky převzetí, je nabídka převzetí činěná podle hlavy IV (tj. podle ustanovení § 35 až 45). Je přitom třeba si uvědomit a na tomto místě upozornit, že při povinné nabídce převzetí nebude navrhovatel postupovat pouze podle speciálních ustanovení hlavy IV zákona o nabídkách převzetí, leč bude muset postupovat rovněž v souladu s obecnou úpravou nabídek převzetí v hlavě III s tím, že tato se nebude aplikovat do té míry, do níž ustanovení hlavy IV obsahují úpravu speciální (srov. zejména ustanovení § 42 a komentář k němu).

6. Povinná nabídka převzetí podle hlavy IV však není jedinou nabídkovou povinností, kterou zákon o nabídkách převzetí upravuje. Nabídkou převzetí bude ve smyslu definice nepochybně i takzvaná dodatečná nabídka převzetí činěná podle ustanovení § 49. Srov. komentář k tomuto ustanovení.

7. Jak je zřejmé z konstrukce zákona, při posuzování, zda určité jednání je, či není nabídkou převzetí, nelze brát v potaz toliko předmětné ustanovení § 2 odst. 1, ale je třeba vycházet i z ostatních zákonných ustanovení. Je tomu tak zejména proto, že i celá řada pojmů obsažených v definici nabídky převzetí v ustanovení § 2 odst. 1 je vymezena na jiném místě v zákoně. Srov. zejména ustanovení § 2 odst. 2 a 3, které obsahují definici pojmů účastnické cenné papíry a cílová společnost a komentář k nim níže. Nepůjde-li totiž např. v případě veřejného návrhu smlouvy o kupní či směnnou smlouvu na účastnické cenné papíry nebo o ovládnutí cílové společnosti, nepůjde o nabídku převzetí a úprava v zákoně o nabídkách převzetí na tyto situace, resp. transakce, nedopadne. Přitom však i při aplikaci celého zákona o nabídkách převzetí je vždy třeba vycházet z vymezení předmětu úpravy zákona, který je obsažen v ustanovení § 1. Navíc je s ohledem na neustále probíhající internacionalizaci a globalizaci kapitálových trhů dnes již nutností přihlídnout při, ba spíše před aplikací samotného zákona k ustanovením § 5, 6 a 7, které obsahují úpravu nabídek převzetí se zahraničním prvkem.

8. Konečně pak bude významné ustanovení § 4, které upravuje tzv. zastřené nabídky a podle něhož je nabídkou převzetí i takové jednání, které vykazuje významné znaky nabídky převzetí. Ustanovení § 4 tak velmi významně rozšiřuje rozsah pojmu nabídky převzetí, a tedy i aplikační dosah samotného zákona o nabídkách převzetí. Zákon o nabídkách převzetí zde tedy výslovně stanoví to, co bylo dosud v teorii a v praxi jen dovozováno, že tedy jednání směřující k nabytí účastnických cenných papírů cílové společnosti, které vykazuje významné znaky nabídky převzetí, je též nabídkou převzetí.⁶⁾ Aplikaci zákona o nabídkách převzetí se tudíž nebude možné vyhnout tak, že by navrhovatel ovládl cílovou společnost nabytím akcií od širšího okruhu kontrahentů na základě série formálně individuálních návrhů.⁷⁾ Srov. rovněž komentář k § 4.

9. Zda v případě konkrétního veřejného návrhu smlouvy půjde o nabídku převzetí podle zákona o nabídkách převzetí, závisí především na tom, zda případné přijetí tohoto

⁶⁾ Čech, P. Nový zákon o nabídkách převzetí vyvolává pochybnosti, úsměv i obavy. *Právní zpravodaj*. 2008, č. 5, s. 1, 3 a násl.

⁷⁾ Dědič, J. et al. *Obchodní zákoník. Komentář. Díl III*. 1. vyd. Praha: Polygon, 2002, s. 1841 a násl.

veřejného návrhu jeho adresátů může vést k **ovládnutí cílové společnosti**. Okolnost, jestli daný veřejný návrh bude nakonec úspěšný či nikoliv, resp. pravděpodobnost úspěchu takového veřejného návrhu, není pro jeho kvalifikaci jako nabídky převzetí podle zákona o nabídkách převzetí podstatná. Podstatná bude vždy toliko skutečná vůle navrhovatele, resp. osoby, která postupuje způsobem, na nějž má dopadat zákon o nabídkách převzetí, a to ať již podle jeho doslovného znění, či podle vůle zákonodárce a účelu úpravy. V tomto smyslu je třeba mít o to více na paměti ustanovení § 4. Podle ustanovení § 4 totiž platí, že jednání směřující k nabytí účastnických cenných papírů cílové společnosti, které vykazují významné znaky nabídky převzetí, je nabídkou převzetí. Na skutečnou vůli navrhovatele je možno usuzovat jak ze samotného obsahu nabídkového dokumentu (srov. § 10 a komentář k němu), resp. jeho vůle vyjádřené v podmínkách daného veřejného návrhu smlouvy, nabídky převzetí, tak z jednání a postupu osoby, která sice nečiní nabídku převzetí způsobem, který aprobuje zákon o nabídkách převzetí, avšak činí kroky (a to třeba i skrytě či zastřeným způsobem), které mají za cíl ovládnutí cílové společnosti. I tyto kroky, resp. postup některých osob bude pak třeba ve smyslu ustanovení § 2 odst. 1 ve spojení s ustanovením § 4 převzetí považovat (kvalifikovat) jako nabídku převzetí.

10. Bude tedy především platit, že za nabídku převzetí nebude možné považovat takový veřejný návrh smlouvy, v němž navrhovatel podle své vůle počet účastnických cenných papírů omezí tak, že jejich nabytí navrhovatelem nemůže za žádných okolností vést k ovládnutí cílové společnosti. V důsledku toho, pokud bude určitá osoba činit veřejný návrh smlouvy, který je omezen určitou horní hranicí, jako by se jednalo o částečnou nabídku převzetí (srov. § 21), která je záměrně stanovena pod hranicí ovládnutí, nepůjde v uvedeném případě o nabídku převzetí podle zákona o nabídkách převzetí a zákon se na takový postup navrhovatele neuplatní. V takovém případě by se podle našeho názoru mělo však aplikovat ustanovení § 183a obch. zák. o veřejném návrhu smlouvy.

11. Na druhou stranu však v důsledku realizace samotné nabídky převzetí nutné 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 neovládne. Na kapitálovém trhu je zcela běžné, že některé nabídky převzetí neuspějí. 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. Aplikaci předpisů o nabídkách převzetí, a to platí nejen pro diskutovanou českou právní úpravu, ale pro všechny reglementace obecně, není možno činit závislou na skutečném dosažení kontroly, resp. ovládnutí společnosti. 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 nebo směně účastnických cenných papírů. Ač tedy touto cestou dojde k ovládnutí společnosti, nebude se o nabídku převzetí jednat v případě individuálního vyjednávání a uzavření smlouvy s jedním akcionářem či s úzkým okruhem akcionářů.

12. Tato podmínka nám koneckonců odpovídá na otázku, zda může být navrhovatelem i samotná cílová společnost.⁸⁾ Jak uvádíme níže, navrhovatelem může být zásadně

⁸⁾ Shodně Havel, B., Pihera, V. *Zákon o nabídkách převzetí. Komentář*. Praha: C. H. Beck, 2009, s. 37.

jakákoliv osoba, která má způsobilost k právním úkonům podle příslušného práva. Tato podmínka však vyžaduje, aby nabídka převzetí podle objektivních okolností umožňovala ovládnutí samotné cílové společnosti. Neboť cílová společnost nemůže zásadně vykonávat hlasovací práva spojená s vlastními akciemi, resp. hlasovací práva spojená s akciemi, které má ve svém majetku (srov. zejména ustanovení § 161d obch. zák.), nemůže sama sebe z logiky věci ovládnout. Proto nebude možné za nabídku převzetí považovat veřejný návrh či obdobné jednání, které činí sama cílová společnost.⁹⁾ Tento typ veřejných návrhů či jednání však za splnění dalších tam uvedených podmínek budou moci být kvalifikovány jako veřejné návrhy smlouvy podle ustanovení § 183a obch. zák.

13. Problematika ovládnutí však zůstává zákonem neupravená, a bude tedy třeba hledat odpověď na otázku, co je a co ještě není ovládnutím, v úpravě obsažené v příslušném ustanovení § 66a obch. zák. Ovládnutí společnosti vymezuje § 66a obch. zák., který stanoví, že ovládající osobou je ten, kdo vykonává rozhodující vliv na řízení nebo provozování podniku jiné osoby. Jak známo, definice ovládnutí obsažená v § 66a obch. zák. je obecná, a zda došlo či nedošlo k ovládnutí cílové společnosti, je třeba vždy zjišťovat vzhledem ke konkrétním mocenským strukturám v cílové společnosti. Obchodní zákoník pouze předepisuje nevyvratitelné právní domněnky, kdy se jedná o ovládající osobu (srov. § 66a odst. 3 obch. zák.) a vyvratitelnou právní domněnku pro případ dosažení 40% hranice podílu na hlasovacích právech, pokud jiná osoba nedisponuje procentem stejným nebo vyšším (srov. § 66a odst. 5 obch. zák.). Cílovou společnost však může ovládnout také osoba, která získala nižší procento hlasovacích práv než 40 %, pokud vykonává rozhodující vliv na řízení nebo provozování podniku cílové společnosti. Jinými slovy, podmínku ovládnutí cílové společnosti bude možno splnit i při nabytí nižšího podílu na hlasovacích právech než 40 %.

14. Zákon však už na rozdíl od předchozích úprav opustil koncepci, že nabídkou převzetí jsou i takové veřejné návrhy smlouvy, které směřují nejen k ovládnutí cílové společnosti, ale k pouhému zvýšení vlivu v již ovládané společnosti. Takovýto veřejný návrh se nebude řídit zákonem o nabídkách převzetí, ale úpravou obsaženou v ustanovení § 183a obch. zák.

15. Nabídka převzetí je samostatný právní institut. Nelze souhlasit s názorem,¹⁰⁾ podle něhož nabídka převzetí je coby veřejný návrh smlouvy ve smyslu § 276 a násl. obch. zák. zvláštním druhem veřejného návrhu na koupi účastnických cenných papírů ve smyslu § 183a obch. zák. Jsme toho názoru, že na nabídku převzetí se subsidiárně neaplikují ustanovení § 276 a násl. obch. zák. o veřejném návrhu na uzavření smlouvy, a to mimo jiné z toho důvodu, že veřejný návrh podle obchodního zákoníku je chápán jako projev vůle, kterým se navrhovatel obrací, za účelem uzavření smlouvy, na neurčité osoby, kdežto v případě nabídky převzetí se na straně adresátů může, byť ne vždy, jednat pouze o určitý okruh osob [tj. o všechny ostatní (od navrhovatele odlišné) vlastníky účastnických cenných papírů konkrétní cílové společnosti]. Navíc proti bytí i jen subsidiární aplikaci ustanovení § 276 a násl. obch. zák. hovoří rovněž skutečnost, že veškeré otázky upravené v těchto ustanoveních (např. odvolání nabídky převzetí či okamžik uzavření smlouvy)

⁹⁾ Obdobně Havel, B., Pihera, V. *Zákon o nabídkách převzetí. Komentář*. Praha: C. H. Beck, 2009, s. 37.

¹⁰⁾ Havel, B., Pihera, V., tamtéž, s. 36.

jsou zcela nezávisle upraveny vlastním režimem v § 10 a násl. Dále proti aplikaci úpravy veřejného návrhu smlouvy v obchodním zákoníku hovoří i nesoulad mezi účely obou institutů. U veřejného návrhu na uzavření smlouvy podle obchodního zákoníku se v podstatě jedná o to, že z neurčitého okruhu adresátů dojde nakonec k výběru jednoho a pouze tento jeden s navrhovatelem uzavře smlouvu. Naproti tomu v případě nabídky převzetí je účelem úpravy umožnit uzavření smlouvy třeba i všem, resp. u povinné nabídky vždy všem jejím adresátům, a to zásadně bez ohledu na pořadí přijetí návrhů.

16. Úprava nabídek převzetí je pak nepochybně kromě jiného úpravou speciální k úpravě jak veřejného návrhu smlouvy v ustanovení § 276 a násl. obch. zák., tak veřejného návrhu na koupi účastnických cenných papírů v ustanovení § 183a obch. zák. Obecná úprava veřejného návrhu smlouvy v obchodním zákoníku dopadá na všechny veřejné návrhy bez ohledu na charakter účastnických cenných papírů. Zákon o nabídkách převzetí se naproti tomu věnuje pouze nabídkám převzetí coby veřejnému návrhu v souvislosti s ovládnutím cílové společnosti, která vydala účastnické cenné papíry, z nichž alespoň některé jsou kótované, tj. ve smyslu ustanovení § 1 přijaté k obchodování na regulovaném trhu, resp. evropském regulovaném trhu. Srov. rovněž níže.

17. Ten, kdo činí návrh, resp. nabídku převzetí, je zákonem označen jako **navrhovatel**. Zákon se výslovně k osobě navrhovatele nevyjadřuje, nikde jej nedefinuje, leč s tímto pojmem často a na mnoha místech pracuje (srov. např. ustanovení § 2 odst. 8, § 3, 8, 9, 10, 12 a řadu dalších). Lze mít za to, že navrhovatelem tak může být jakákoliv právnická či fyzická osoba jakožto subjekt práva, a to bez ohledu na to, zda se jedná o osobu, která má právní subjektivitu podle českého či zahraničního práva. Navrhovatelem tedy může být jakýkoliv právní subjekt bez ohledu na konkrétní právní formu do té míry, co má tento subjekt vlastní právní způsobilost, tj. způsobilost k právům a povinnostem a způsobilost k právním úkonům.¹¹⁾ Může jím tedy být česká i zahraniční osoba. U zahraničních osob je otázku jejich právní způsobilosti třeba řešit tak, že vyjdeme z českých kolizních norem mezinárodního práva soukromého. Tyto normy však zásadně odkazují na zahraniční právní řád. Srov. zejména ustanovení § 3 z. m. p. s., jakož i ustanovení § 22 obch. zák.

18. Navrhovatel bude mít zvláštní postavení v těch případech, kdy bude nabídkou převzetí plnit svou zákonnou povinnost. Může přitom jít jak o nabídkovou povinnost individuální (srov. zejména § 35), tak o nabídkovou povinnost kolektivní, kdy povinnost učinit nabídku převzetí zásadně vznikne skupině spolupracujících osob, resp. všem jejím členům (srov. § 36). K pojmu skupiny spolupracujících osob srov. zejména komentář k ustanovení § 2 odst. 9.

19. Platí přitom, že pokud vznikne nabídková povinnost skupině spolupracujících osob, mají tuto povinnost všechny spolupracující osoby. Ustanovení § 36 odst. 2 totiž stanoví, že v důsledku vzniku kolektivní nabídkové povinnosti (resp. nabídkové povinnosti skupiny spolupracujících osob) vznikne nabídková povinnost všem spolupracujícím osobám. Ustanovení § 36 odst. 2 pak hovoří o tom, že povinnost je splněna, učiní-li nabídku převzetí kterákoli z povinných osob, přičemž rovněž stanoví solidární odpovědnost za závazky z nabídky převzetí všech spolupracujících osob. Srov. komentář k ustanovení § 36 odst. 2. Obdobné pravidlo potom pro případ individuální nabídkové povinnosti obsahuje

¹¹⁾ Obdobně Havel, B., Pihera, V. *Zákon o nabídkách převzetí. Komentář*. Praha: C. H. Beck, 2009, s. 37.

i ustanovení § 35 odst. 4, podle něhož, vznikne-li nabídková povinnost členovi koncernu, splní svoji nabídkovou povinnost též tehdy, učiní-li za stejných podmínek nabídku převzetí jakákoli osoba, která je součástí stejného koncernu. Ustanovení § 35 odst. 4 potom rovněž stanoví, že povinná osoba a osoba činící nabídku převzetí jsou z nabídky převzetí zavázány společně a nerozdílně. Srov. komentář k § 35 odst. 4.

20. Zda se jedná nebo nejedná o koncern, a nikoliv pouze o vztah osob ovládající a ovládané, však nestanoví zákon o nabídkách převzetí, ale § 66a obch. zák. Ustanovení § 66a odst. 7 obch. zák. rozlišuje mezi méně intenzivním vztahem ovládaní a vztahem založeným na existenci tzv. jednotného řízení, tedy vztahem zakládajícím existenci koncernu. Ustanovení § 66a odst. 7 věta druhá obch. zák. přitom stanoví vyvratitelnou právní domněnku, že osoba ovládající a osoby touto osobou ovládané tvoří koncern. Jelikož se však jedná o domněnku vyvratitelnou, v praxi bude možný důkaz opaku, přičemž by pak, za předpokladu neexistence koncernového vztahu (tedy zjednodušeně řečeno vztahu jednotného řízení), nebylo možno příslušná ustanovení hovořící o koncernu aplikovat.

21. Definice také výslovně potvrzuje, že protiplnění při nabídce převzetí (viz komentář k ustanovení § 20 a 43) může spočívat v jiných cenných papírech, neboť veřejný návrh smlouvy může spočívat jak ve smlouvě o koupi účastnických cenných papírů, tak ve smlouvě o jejich směně. Předmětem smlouvy uzavírané na základě nabídky převzetí tudíž může být buď koupě účastnických cenných papírů, nebo směna účastnických cenných papírů za jiné cenné papíry s tím, že tyto nabízené cenné papíry, za něž jsou účastnické cenné papíry směňovány, však již nemusí být účastnickými cennými papíry ve smyslu ustanovení § 2 odst. 3 (srov. komentář k němu). Srov. dále ustanovení § 20 o protiplnění při nabídce převzetí a komentář k němu, jakož i ustanovení § 43 o protiplnění při povinné nabídce a komentář k němu.

22. Ze shora uvedeného je tedy patrné, že definice nabídky převzetí svým zněním zcela přesahuje význam prosté definice pojmu, s nímž pak jen zákon dále pracuje. Definice nám totiž ve spojení s dalšími ustanoveními zákona o nabídkách převzetí upřesňuje aplikační dopad úpravy nabídek převzetí. Definice samotná, resp. ve spojení s dalšími ustanoveními zákona o nabídkách převzetí či dalších předpisů, nám tak dává mj. odpověď na otázku, kdy vůbec aplikovat zákon o nabídkách převzetí na určitá jednání či veřejné návrhy smluv a kdy naopak aplikovat zcela jinou úpravu, ať již v obchodním zákoníku a jeho ustanovení § 183a, či obsaženou v jiných předpisech, anebo dokonce úpravu zahraniční. K aplikaci zahraničních úprav srov. zejména ustanovení § 5, 6 a 7 a komentář k nim.

23. V této souvislosti rovněž upozorňujeme, že ustanovení § 1 je třeba vykládat tak, že se zákon o nabídkách převzetí bude vztahovat mj. i na ty případy, kdy k obchodování na regulovaném trhu byly přijaty alespoň některé, nikoliv však nutně všechny účastnické cenné papíry vydané akciovou společností se sídlem v České republice. Platí tedy, že zákon se může vztahovat jen na případy těch cílových společností, které vydaly účastnické cenné papíry cílové společnosti, z nichž alespoň některé účastnické cenné papíry (byť i jen jedna z mnoha emisí) byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu. Je zřejmé, že pravidlo, že se musí jednat o účastnické cenné papíry přijaté k obchodování na regulovaném trhu, se vztahuje obecně k akciové společnosti, nikoliv k vlastníkům takových účastnických cenných papírů.

24. Pokud tedy cílová společnost (srov. § 2 odst. 2 a komentář k němu) vydala několik emisí účastnických cenných papírů, z nichž pouze jedna je přijata k obchodování na regulovaném trhu a zbylé nikoliv, spadne tato společnost za splnění dalších zákonných podmínek pod aplikační dosah zákona o nabídkách převzetí, přičemž navrhovatel bude zásadně činit nabídku převzetí, která se bude vztahovat jak na tu emisi účastnických cenných papírů, která byla přijata k obchodování na regulovaném trhu, tak na tu emisi, resp. ty emise, které kótované nejsou. Bude potom na navrhovateli dobrovolné nabídky převzetí, zda nabídku převzetí učiní např. pouze jako částečnou nabídku v souladu s ustanovením § 21, přičemž adresáty takové nabídky budou jen vlastníci těch účastnických cenných papírů, které byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu. Otázkou pak nepochybně je, zda takovýto postup navrhovatele bude v souladu s úpravou nabídek převzetí, zejména pak jejich zásadami. Jinak však bude platit, že nabídka převzetí činěná v cílové společnosti, která vydala několik emisí účastnických cenných papírů, z nichž pouze jedna je přijata k obchodování na regulovaném trhu a zbylé nikoliv, se bude vztahovat jak na účastnické cenné papíry kótované, tak na ty, které kótované nejsou.

25. Upozorňujeme však, že podle ustanovení § 35 odst. 1 se povinnost učinit nabídku převzetí vztahuje pouze na kótované účastnické cenné papíry, resp. účastnické cenné papíry, které byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu. Obdobným způsobem stanoví rozsah nabídkové povinnosti pro případ dodatečné nabídky převzetí rovněž ustanovení § 49 odst. 1 zákona. V případě cílové společnosti, která vydala účastnické cenné papíry a pouze část z nich je obchodována na regulovaném trhu, se tudíž nabídková povinnost navrhovatele bude vztahovat pouze na vlastníky kótovaných účastnických cenných papírů, resp. pouze na ty jejich účastnické cenné papíry, které jsou kótované (tj. přijaté k obchodování na regulovaném trhu). Blíže srov. komentář k § 35 odst. 1, resp. § 49 odst. 1.

26. Zákon o nabídkách převzetí však nebude dopadat na ty případy, kdy cílová společnost vydala cenné papíry, z nichž žádné nejsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu. V takovém případě se však může uplatnit § 183a obch. zák.

27. Významné potom vždy bude i posouzení otázek, které nám dají odpověď na to, zda v konkrétním případě, resp. na konkrétní transakci, aplikovat ustanovení zákona o nabídkách převzetí, neboť se jedná o nabídku převzetí v aplikačním dosahu tohoto zákona, anebo zde zůstane prostor aplikovat alespoň ustanovení § 183a obch. zák., který upravuje veřejný návrh smlouvy na koupi či směnu účastnických cenných papírů společnosti. Přitom bude zejména záviset na posouzení toho:

- a) zda se jedná se o veřejný návrh tak, jak jej ve shora popsáném smyslu chápe zákon o nabídkách převzetí, či nikoliv;
- b) zda se postup navrhovatele týká nabytí účastnických cenných papírů, a to opět tak, jak tyto definičně vymezuje ustanovení § 2 odst. 3, či nikoliv;
- c) zda jsou alespoň některé (nikoliv však nutně všechny) účastnické cenné papíry cílové společnosti, již se postup navrhovatele týká, kótované (resp. zda tyto byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu, příp. evropském regulovaném trhu), či nikoliv; a konečně
- d) zda je skutečným cílem postupu navrhovatele či osoby v obdobném postavení, resp. směřuje-li postup navrhovatele k ovládnutí cílové společnosti, příp. dovoluje-li

plánovaný či objektivně možný rozsah nabytí účastnických cenných papírů navrhovatelem či osobou v obdobném postavení ovládnutí cílové společnosti, či nikoliv.

K odst. 2

28. Ustanovení druhého odstavce je velmi významné pro aplikaci a aplikační dosah celého zákona.

29. Toto ustanovení je třeba vykládat v souvislosti s předmětem úpravy zákona tak, jak je vymezen v ustanovení § 1. Podle ustanovení § 1 potom **cílovou společností** může být zásadně pouze akciová společnost, a to za předpokladu, že má sídlo v České republice a její účastnické cenné papíry (alespoň některé z nich, nikoliv však nutně všechny účastnické cenné papíry, které taková společnost vydala) jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu v České republice.

30. Ustanovení § 1 zároveň dodává, že zákon dopadne i na některé otázky spojené s nabídkou převzetí se zahraničním prvkem, tedy nejen nutně na otázky nabídky převzetí, kdy cílovou společností je akciová společnost se sídlem v České republice. Vždy však bude podmínkou, že účastnické cenné papíry byly vydány právě touto cílovou společností a byly přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu. V podrobnostech dále srov. ustanovení § 1 a § 2 odst. 3 a komentář k nim.

31. Zákon zde nepochybně míří na okolnost, že za podmínek a v rozsahu stanoveném zejména v ustanovení § 5 může být cílovou společností jednak společnost se sídlem v České republice, jejíž účastnické cenné papíry jsou přijaty k obchodování na zahraničním regulovaném trhu (srov. § 55 odst. 3 zák. pod. kap. t.), resp. evropském regulovaném trhu mimo Českou republiku (srov. § 55 odst. 2 ve spojení s § 55 odst. 1, 3 zák. pod. kap. t.), jednak společnost se sídlem v jiném členském státě, pokud jsou její účastnické cenné papíry přijaty k obchodování na regulovaném trhu v České republice.

32. Zákon však může, byť v omezené míře, dopadnout rovněž na další cílové společnosti se sídlem mimo Českou republiku, pokud podle ustanovení § 6 či 7 bude možno v České republice uveřejnit nabídku převzetí z jiného členského státu, či dokonce z jiného státu, který není členským státem. K pojmu členský stát srov. definici v ustanovení § 2 odst. 7 a komentář k němu.

33. Podle definice cílové společnosti se tedy nemusí nutně jednat pouze o akciovou společnost, a tím méně pouze o akciovou společnost se sídlem v České republice. Je nutné si dále uvědomit, že v praxi bude cílovou společností akciová společnost se sídlem v České republice o to méně, neboť počet společností se sídlem v zahraničí, resp. cílových společností, jejichž vnitřní poměry se řídí zahraničním právem a jejichž účastnické cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu v České republice, dnes již v podstatě překračuje počet tuzemských emitentů, tj. právě akciových společností se sídlem v České republice.

34. Podíváme-li se přitom jen namátkou na nejdůležitější (evropský) regulovaný trh v České republice, který je organizován Burzou cenných papírů Praha, a. s., zjistíme, že k datu 31. 3. 2012 z celkem 14 titulů obchodovaných na hlavním trhu pražské burzy jsou pouze 4 emitenti akciovými společnostmi se sídlem v České republice, resp. cílovými společnostmi, jejichž vnitřní poměry se řídí českým právem. Ve všech ostatních deseti případech se jedná o emitenty buď se sídlem v jiných členských státech (srov. komentář

k ustanovení § 2 odst. 6), anebo dokonce se sídlem ve třetím státě, tedy ve státě, který není členským státem. U těchto společností lze přitom předpokládat, že se jejich vnitřní poměry budou řídit příslušným zahraničním právem. V případě všech titulů obchodovaných na pražské burze, tj. nejen na trhu hlavním, ale i na trhu volném (který je rovněž regulovaným trhem), sice uvedená bilance stále ještě vychází ve prospěch tuzemských emitentů, avšak i tak tito v současnosti představují „jen“ 16 titulů z celkových 27. Obdobně tomu je i v případě dalších regulovaných trhů organizovaných v České republice, tj. zejména hlavního oficiálního regulovaného trhu a volného regulovaného trhu, které provozuje společnost RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů, a. s.

35. Mimo jiné i tato skutečnost bude mít významný vliv na relativně častou aplikaci ustanovení § 5 až 7 v praxi. Tato ustanovení upravují vybrané aspekty nabídek převzetí se zahraničním prvkem. V praxi potom naleznou značný aplikační význam zejména v případech, kdy půjde o nabídku převzetí, ať už tzv. dobrovolnou nabídku, či nabídku povinnou, ohledně cílové společnosti se sídlem mimo Českou republiku, avšak jejíž účastnické cenné papíry byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu pouze v České republice anebo na regulovaném trhu v České republice a zároveň v jiném členském státě (srov. ustanovení § 2 odst. 7 a komentář k němu), tedy právě v případech celé řady společností, jejichž účastnické cenné papíry jsou kótovány (tj. přijaty k obchodování na regulovaném trhu tak, jak vyžaduje zákon o nabídkách převzetí) v České republice, a jejichž sídlo je mimo Českou republiku, ať už v jiném členském státě Evropské unie, resp. Evropského hospodářského prostoru (srov. ustanovení § 2 odst. 7 a komentář k němu), či jinde v zahraničí (mimo EU či EHP).

K odst. 3

36. **Účastnické cenné papíry** jsou ustanovením odstavce 3 definovány v podstatě stejně, jako jsou účastnické cenné papíry vymezeny v ustanovení § 183a odst. 1 obch. zák.

37. Ustanovení odstavce 3 hovoří o účastnických cenných papírech jako o cenných papírech vydaných cílovou společností, se kterými je spojen podíl na základním kapitálu nebo hlasovacích právech cílové společnosti; a dále jako o cenných papírech vydaných cílovou společností, se kterými je spojeno právo takové cenné papíry získat. Ustanovení § 183a odst. 1 obch. zák. za účastnické cenné papíry označuje cenné papíry vydané akciovou společností, se kterými je spojen podíl na základním kapitálu nebo hlasovacích právech společnosti, nebo cenné papíry vydané touto společností, s nimiž je spojeno právo takové cenné papíry získat.

38. Cenné papíry ve smyslu čl. 2 odst. 1 písm. g) směr. o nab. převz. jsou naproti tomu jen všechny cenné papíry spojené s hlasovacím právem ve společnosti.

39. Zákon o nabídkách převzetí tudíž oproti směrnici rozšiřuje působnost úpravy nabídek převzetí i na účastnické cenné papíry, se kterými není spojeno hlasovací právo v cílové společnosti, když, jak plyne ze shora uvedeného, podle ustanovení § 2 odst. 3 postačí, bude-li s nimi spojen pouze podíl na základním kapitálu cílové společnosti. Účastnickými cennými papíry jsou pak i ty cenné papíry, se kterými je spojeno právo získat cenné papíry, s nimiž je spojen podíl na základním kapitálu nebo hlasovacích právech cílové společnosti.

40. V platném českém právu neexistuje žádná univerzální legální definice cenného papíru. Ustanovení § 1 odst. 1 zák. o cen. pap. pouze demonstrativně vyjmenovává určitá

práva upravená ve zvláštních právních předpisech a v těchto předpisech za cenný papír označená. Tato práva získávají svou povahu tak, že jsou vtělena do určité listiny, příp. jsou představována zápisem či jiným záznamem v evidenci, přičemž je toto právo s listinou či takovým záznamem v evidenci spojeno takovým způsobem, že jej bez této listiny, příp. bez ohledu na zápis či jiný záznam v evidenci, nelze převést ani uplatnit. Vymezení toho, co je a co není cenným papírem, tedy vychází z jeho legitimační a převodní funkce. Koneckonců i ve svém tradičním pojetí je cenný papír považován za písemné prohlášení dlužníka obsahující závazek, který je nerozlučně spjat s tímto písemným prohlášením. To má mj. za důsledek, že postoupení pohledávky vtělené do cenného papíru jakožto skripturního aktu je dokonáno teprve odevzdáním cenného papíru.¹²⁾

41. S ohledem na demonstrativní výčet v ustanovení § 1 zák. o cen. pap. pak lze výkladem dovodit, že zásadně nic nebude bránit vydání i takového cenného papíru, který není v tomto výčtu ani jinde v platném právu za cenný papír výslovně označen.¹³⁾ O takových cenných papírech lze pak hovořit jako o cenných papírech českým právem výslovně neupravených. I přes absenci výslovné úpravy se však podle našeho názoru bude v jejich případě jednat o cenné papíry a bude je nutné i za cenné papíry pro účely českého práva od okamžiku jejich vydání a vtělení práv s nimi spojených do listiny či zápisu, resp. záznamu v evidenci, bezvýhradně považovat.

42. Takovéto materiální, a nikoliv formální vymezení toho, co je a co není cenným papírem mj. i lépe vystihuje účel úpravy nabídek převzetí. Zdá se rovněž, že i lépe odpovídá záměru evropského zákonodárce tak, jak jej vyjádřil ve znění čl. 2 odst. 1 písm. g) směr. o nab. převz., kdy se v podstatě snaží za cenný papír označit vše, s čím může být spojeno hlasovací právo ve společnosti.

43. V neposlední řadě pak toto chápání cenného papíru i lépe odpovídá moderním trendům a vývojem na kapitálových trzích nejen v rámci Evropské unie, ale i celosvětově. Rovněž v této souvislosti poukážeme na užití obdobného materiálního pojetí cenného papíru v § 514 a násl. nového občanského zákoníku.¹⁴⁾

44. Konečně se nám jeví vhodné v této souvislosti upozornit též na úřední sdělení České národní banky,¹⁵⁾ v němž Česká národní banka argumentuje, že je možné vydat cenný papír, i pokud obecně závazný předpis výslovně nestanoví jeho náležitosti, resp. pokud není tento cenný papír výslovně upraven v zákoně. Česká národní banka dodává, že právní úprava takového cenného papíru se řídí obecnými ustanoveními práva cenných papírů, ve speciálních otázkách pak analogicky pravidly pro podobný pojmenovaný cenný papír. Byť Česká národní banka zdůrazňuje, že výklad je věcí soukromého práva a rozhodující slovo bude mít až soud, považujeme její argumentaci pro přípustnost českým právem výslovně neupravených, resp. nepojmenovaných cenných papírů za zdařilou

¹²⁾ Rouček, F., Sedláček, J. *Komentář k československému obecnému zákoníku občanskému a občanské právo platné na Slovensku a Podkarpatské Rusi*. 6. díl. Praha: Codex, 1998, s. 136.

¹³⁾ Důvodová zpráva k novele zákona o cenných papírech č. 362/2000 Sb. mj. uvádí, že se upouští od dosavadního vymezení cenných papírů taxativním výčtem, přičemž se na příště má jednat o výčet demonstrativní.

¹⁴⁾ Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník.

¹⁵⁾ Úřední sdělení České národní banky ze dne 10. září 2007 k vydávání cenných papírů neupravených českým právním řádem. Věstník ČNB, částka 21/2007 ze dne 17. září 2007.

a velmi přesvědčivou. Česká národní banka přitom mj. argumentuje v tom duchu, že za cenný papír bude třeba považovat i investiční certifikáty či warranty, které jsou za cenný papír běžně považovány v nejvýznamnějších evropských jurisdikcích.

45. Podle definice v odstavci 3 musí tyto cenné papíry vydat cílová společnost. Emitentem cenných papírů tedy musí být vždy samotná cílová společnost tak, jak ji chápe zákon o nabídkách převzetí v ustanovení § 2 odst. 2. Ve světle ustanovení § 1 pak touto bude pravidelně pouze akciová společnost podle českého práva, která je upravena v ustanoveních § 156 a násl. obch. zák.

46. Aby bylo možné cenný papír označit za účastnický, musí s ním být spojen podíl na základním kapitálu nebo hlasovacích právech cílové společnosti. S cennými papíry může tedy být spojen buď pouze podíl na hlasovacích právech, nebo jen podíl na základním kapitálu.

47. Podíl na hlasovacích právech je pro účely zákona o nabídkách převzetí vymezen v ustanovení § 2 odst. 5. Srov. komentář k němu.

48. Podíl na základním kapitálu představuje předně podíl akcií (příp. jiných účastnických cenných papírů, s nimiž je spojen podíl na základním kapitálu) v držení navrhovatele na celkovém počtu, resp. množství akcií (resp. účastnických cenných papírů, s nimiž je spojen podíl na základním kapitálu) vydaných společností. Ustanovení § 61 obch. zák. upravuje podíl jako účast společníka ve společnosti a z ní plynoucí práva a povinnosti. Podíl ve společnosti nemůže být představován cenným papírem, ledaže jde o akciovou společnost. Podíl na základním kapitálu v cílové společnosti, kterou může být v podmínkách českého práva zásadně pouze akciová společnost, jak je upravena v § 154 a násl. obch. zák. (srov. však komentář k § 2 odst. 2), může být tudíž představován cenným papírem, zejména pak akcií, příp. jiným účastnickým cenným papírem vydaným akciovou společností, s nímž je spojen podíl na základním kapitálu této společnosti (srov. komentář k § 2 odst. 3). Podíl na základním kapitálu je pak rovněž představován podílem celkové nominální hodnoty akcií (příp. jiných účastnických cenných papírů, s nimiž je spojen podíl na základním kapitálu) jednoho akcionáře na základním kapitálu akciové společnosti.

49. Dále se může o účastnické cenné papíry jednat tehdy, pokud je s nimi spojeno právo získat takové cenné papíry, s nimiž je spojen podíl na hlasovacích právech nebo podíl na základním kapitálu.

50. Bez ohledu na to, že bude nutné v souladu se shora pospaným materiálním pojetím cenného papíru za cenný papír označit rovněž každé právo vtělené do listiny či zápisu, resp. záznamu v příslušné evidenci, pročež se rozhodně v případě účastnických cenných papírů nemůže jednat o uzavřenou kategorii, domníváme se, že do demonstrativního výčtu účastnických cenných papírů podle § 2 odst. 3 spadají především:

- a) akcie s hlasovacími právy; a
- b) akcie bez hlasovacích práv (tedy typicky prioritní akcie, neboť je třeba je považovat za akcie bez hlasovacích práv, byť s nimi tato mohou být dočasně spojena); a dále pak
- c) zejména zatímní listy, poukázky na akcie, vyměnitelné a prioritní dluhopisy a opční listy opravňující k upisování akcií a vyměnitelných či prioritních dluhopisů.¹⁶⁾

Podmínkou však vždy bude, aby tyto cenné papíry vydala právě cílová společnost.

¹⁶⁾ Štenglová, I., Plíva, S., Tomsa, M. *Obchodní zákoník. Komentář*. 13. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010, s. 619.

51. Lze souhlasit s názorem,¹⁷⁾ podle něhož předpoklady definice účastnického cenného papíru naplňuje rovněž zapsané samostatně převoditelné právo na upisování akcií či vyměnitelných a prioritních dluhopisů. Naopak však nelze souhlasit s tím, že účastnickými cennými papíry budou i GDR (*Global Depository Receipts*) a podobné cenné papíry, pokud je s nimi spojeno právo na nabytí akcií, neboť emitentem takovýchto cenných papírů není, resp. zpravidla nebývá, společnost sama.¹⁸⁾ Tzv. depozitní certifikáty (stvrzenky), tj. GDR nebo ADR (*American Depository Receipts*), tedy nejsou účastnickými cennými papíry, neboť (a pokud) jejich emitentem není cílová společnost.

52. Konečně je třeba upozornit, že ani v definici cenných papírů podle směrnice o nabídkách převzetí ani v definici účastnických cenných papírů podle zákona o nabídkách převzetí jako takové se nerozlišuje, zda jsou předmětné cenné papíry kótované či nikoliv.

53. Ustanovení § 1 však předpokládá aplikaci zákona jen na ty případy, kdy jsou účastnické cenné papíry přijaty k obchodování na regulovaném trhu. Směrnice o nabídkách převzetí určuje rozsah úpravy tak, že se vztahuje na nabídky převzetí, kdy cílovou společností je společnost, která má alespoň některé cenné papíry přijaty k obchodování na regulovaném trhu. V této souvislosti je tedy třeba i ustanovení § 1 vykládat tak, že se tento vztahuje mj. i na ty případy, kdy k obchodování na regulovaném trhu byly přijaty alespoň některé, nikoliv však nutně všechny účastnické cenné papíry vydané akciovou společností se sídlem v České republice.

54. Platí tedy, že zákon se může vztahovat jen na případy těch cílových společností, které vydaly účastnické cenné papíry cílové společnosti, z nichž alespoň některé účastnické cenné papíry (byť i jen jedna z mnoha emisí) byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu. Zákon o nabídkách převzetí naproti tomu nebude dopadat na ty případy, kdy cílová společnost vydala účastnické cenné papíry, z nichž žádné nejsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu. V takovém případě se však může uplatnit § 183a obch. zák.

55. Upozorňujeme v této souvislosti, že ustanovení § 35 odst. 1, které upravuje nabídkovou povinnost, jakož i ustanovení § 49 odst. 1, které upravuje dodatečnou nabídkovou povinnost, stanoví povinnost učinit nabídku převzetí pouze vlastníkům kótovaných účastnických cenných papírů, resp. vlastníkům účastnických cenných papírů, které byly přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu. Toto je však možné považovat za úpravu, která je v rozporu se směrnicí o nabídkách převzetí. Srov. zejména komentář k § 35 odst. 1.

K odst. 4

56. Definice **povinné nabídky převzetí** v § 2 odst. 4 v podstatě zdůrazňuje to, že nejen nabídka převzetí činěná dobrovolně, leč i nabídka činěná na základě nabídkové povinnosti podle § 35 a násl. (srov. zejm. § 35 až 41, jakož i komentář k nim) je nabídkou převzetí podle tohoto zákona. Pokud tedy ustanovení hlavy IV (Povinná nabídka převzetí), tj. § 35 až 45 nestanoví jinak (např. tím, že aplikaci některých ustanovení zákona o nabídkách převzetí zcela nebo zčásti vyloučí), resp. neobsahují zvláštní úpravu pro povinnou nabídku převzetí, i na tuto nabídku bude třeba vztáhnout všechna další

¹⁷⁾ Štenglová, I., Plíva, S., Tomsa, M. *Obchodní zákoník. Komentář*. 13. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010, s. 619.

¹⁸⁾ Štenglová, I., Plíva, S., Tomsa, M., tamtéž.

ustanovení zákona o nabídkách převzetí upravující převzetí obecně. V podrobnostech srov. jednotlivá ustanovení hlavy IV zákona o nabídkách převzetí a komentář k těmto ustanovením.

57. Byť tak zákon o nabídkách převzetí na tomto místě výslovně nestanoví, neboť hovoří toliko o nabídce převzetí podle hlavy IV, nabídkou převzetí podle něj však zcela nepochybně bude i dodatečná nabídka převzetí činěná podle ustanovení § 49 (srov. ustanovení § 49 a komentář k němu), tj. podle hlavy VI zákona.

K odst. 5

58. Zákon obsahuje samostatnou definici **podílu na hlasovacích právech**. Definici pojmu dosud neobsahoval žádný jiný obecně závazný předpis, byť např. ustanovení § 66a obch. zák. v podstatě pracuje s pojmem velmi obdobným. Jak uvádí i samotná důvodová zpráva k zákonu o nabídkách převzetí, obsah pojmu podíl na hlasovacích právech tak nebyl zcela jednoznačný.

59. Definice podílu na hlasovacích právech obsažená v ustanovení odst. 5 částečně vychází ze zmiňovaného ustanovení § 66a odst. 1 obch. zák. Mezi oběma ustanoveními však lze najít i řadu podstatných odlišností. Jakkoliv v případě podílu na hlasovacích právech, tak jak jej chápe právě § 66a odst. 1 obch. zák., není zcela jasné, zda pod tento pojem zahrnout i hlasovací práva, s nimiž může daná osoba disponovat ve smyslu ustanovení § 66a odst. 5 obch. zák., který upravuje domněnku existence ovládnání, zákon o nabídkách převzetí volí pojetí podílu na hlasovacích právech ještě užší a rozumí jím pouze tzv. **přímý podíl na hlasovacích právech**. Zákon tak stanoví, že podílem na hlasovacích právech se rozumí přímý podíl hlasů plynoucích z účasti akcionáře ve společnosti na celkovém počtu hlasů plynoucích z účasti ve společnosti.

60. Podílem na hlasovacích právech tedy v tomto smyslu bude pouze přímý podíl na hlasovacích právech, přičemž zákon zde do tohoto obecného vymezení podílu na hlasovacích právech nezahrnuje podíl nepřímý, tj. takový podíl držený prostřednictvím jiné osoby nebo skupiny osob jednajících ve shodě, jak je tento například vymezen v ustanovení § 2 odst. 1 písm. d) zák. pod. kap. t. Srov. však výklad níže.

61. Hlavní pointou definice je tedy nepochybně zúžení chápání podílu na hlasovacích právech pouze na tzv. přímý podíl. Nedá se však říci, že by takto formulovaná definice byla příliš jasná a s její aplikací v praxi proto bývají, a zřejmě nadále budou, spojeny četné obtíže. V českém právu totiž předně chybí jakákoliv legální definice pojmu přímý podíl. Zatímco směrnice o nabídkách převzetí nikterak mezi přímým a nepřímým podílem na hlasovacích právech pro účely úpravy nabídek převzetí nerozlišuje a v podstatě se ve svém článku 10 odst. 1 písm. c) omezuje na konstatování, že podíly mohou být přímé i nepřímé, zákon tak v komentovaném ustanovení § 2 odst. 5 činí. Směrnice přitom přímému podílu na hlasovacích právech nepřikládá zvláštní význam ani ve svém článku 5 odst. 1 v souvislosti s úpravou povinné nabídky převzetí. Směrnice i v tomto svém klíčovém ustanovení tedy staví přímý podíl spíše naroven podílu nepřímému. Ani tato okolnost tak výklad pojmu přímý podíl nikterak neulehčuje a je zřejmé, že by zákon sám měl postavit najisto, kam přesně touto formulací míří. To platí tím spíše, pokud obsah pojmu přímý podíl nelze jednoznačně dovodit ani eurokonformním výkladem zákona, resp. za pomoci ustanovení směrnice o nabídkách převzetí.

62. Dorniváme se, že užitím pojmu přímý podíl podíl na podíl na hlasovacích právech osoby, jejíž podíl na hlasovacích právech, resp. nabídková povinnost (srov. výklad dále a komentář k § 35 a násl.), se posuzuje, který plyne z účastnických cenných papírů, které přímo vlastní tato konkrétní osoba. Takto držený přímý podíl, tj. podíl na hlasovacích právech spojený s vlastnickým právem konkrétní osoby k účastnickým cenným papírům, potom zákon o nabídkách převzetí staví do kontrastu právě s podílem nepřímým, tak jak jej mj. chápe například shora zmiňované ustanovení § 2 odst. 1 písm. d) zák. pod. kap. t., resp. zákon o nabídkách převzetí zejména v ustanovení § 37 a 38. Jinými slovy, definice podílu na hlasovacích právech v podstatě stanoví, že podíl na hlasovacích právech se zásadně počítá pouze z hlasovacích práv spojených s akciemi (resp. jinými účastnickými cennými papíry), které tato konkrétní osoba (resp. akcionář) vlastní. Kdy konkrétní osoba (přímo) vlastní účastnické cenné papíry, s nimiž je spojen příslušný podíl na hlasovacích právech, plyne z příslušné úpravy vlastnického práva jednak k listinným cenným papírům, jednak k zaknihovaným či obdobným cenným papírům či investičním nástrojům vedeným v příslušné evidenci. Zatímco v případě listinných cenných papírů by určení jejich vlastníka v praxi nemělo zásadně činit větší obtíže (nehledě však na to, že praktický význam listinných účastnických cenných papírů a práv k nim byde chybět právě v kontextu nabídek převzetí, jejichž úprava míří v první řadě na kótované společnosti), u zaknihovaných či obdobných cenných papírů či investičních nástrojů, o nichž je vedena příslušná evidence, to může být podstatně složitější.

63. U zaknihovaných či obdobných cenných papírů či investičních nástrojů držených v příslušné evidenci v zahraničí bude třeba mj. postupovat podle příslušných kolizních norem (srov. zejména ustanovení § 11b z. m. p. s.), a následně pak podle hmotněprávních ustanovení právních řádů určených na základě těchto kolizních norem. Význam uvedených cenných papírů bude přitom zřejmý především v kontextu nabídek převzetí s mezinárodním prvkem (srov. zejména § 5 a komentář k tomuto ustanovení), tedy zejména v případech nabídek převzetí cílových společností se sídlem na území jiného členského státu či na území státu, který není členským státem, přičemž jejich účastnické cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu (srov. § 1 a výklad k němu, jakož i § 55 odst. 1 zák. pod. kap. t.) či na jednom či více evropských regulovaných trzích (srov. § 55 odst. 2 zák. pod. kap. t.) včetně regulovaného trhu, nebo naopak nabídek převzetí cílových společností se sídlem na území České republiky, pokud jsou jejich účastnické cenné papíry přijaty k obchodování na zahraničních regulovaných trzích (srov. § 55 odst. 3 zák. pod. kap. t.), příp. k obchodování na regulovaném trhu a jednom či více zahraničních regulovaných trzích.

64. Odhlédneme-li však od existence cenných papírů či nástrojů držených v příslušné evidenci v zahraničí a možných praktických nesnázích spojených s těmito cennými papíry a nástroji, ani česká právní úprava zaknihovaných či obdobných cenných papírů či investičních nástrojů vedených v příslušné evidenci a vlastnických či jiných věcných práv k nim nevyznívá zcela jednoznačně. Tato úprava je obsažena především v ustanoveních § 92 a násl. zák. pod. kap. t. Pokud jde o některé instituty, je přitom dále rozšířena o ustanovení § 38 zák. o cen. pap., pokud jde o úpravu imobilizovaných cenných papírů, a dále o ustanovení § 35 zákona č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, pokud jde o úpravu sběrného dluhopisu. Ve vztahu k akciím se potom v některých případech uplatní také úprava v ustanovení

§ 154 a násl. obč. zák. Pokud jde o určení vlastníka příslušných zaknihovaných či obdobných cenných papírů či investičních nástrojů, obsahuje příslušná úprava vedení evidence dvě základní, leč dle našeho názoru pro kýženou právní jistotu nedostačující pravidla. Ustanovení § 94 odst. 4 zák. pod. kap. t. sice stanoví, že na účtu zákazníků (srov. v podrobnostech ustanovení § 94 odst. 1 zák. pod. kap. t.) lze evidovat pouze investiční nástroje (tj. jak zaknihované cenné papíry, tak jim obdobné cenné papíry, jakož i jiné investiční nástroje), které majitel účtu převzal od jejich vlastníků. To by znamenalo mj. i s ohledem na povahu evidence jako zásadně dvoustupňové (srov. rovněž § 94 odst. 1 zák. pod. kap. t.), že v navazující evidenci, a to ať již evidenci navazující na centrální evidenci (srov. § 92 zák. pod. kap. t.), tak evidenci navazující na samostatnou evidenci (srov. § 93 zák. pod. kap. t.), by bylo možné evidovat pouze práva vlastníků investičních nástrojů jakožto osob, pro něž je veden účet v navazující evidenci a který je zákonem mj. výslovně označen za účet vlastníka (srov. § 94 odst. 1 zák. pod. kap. t.). Proti tomu však stojí bezprostředně předcházející ustanovení § 94 odst. 3 zák. pod. kap. t., které stanoví vyvatitelnou právní domněnku ohledně vlastnictví investičních nástrojů na účtu vlastníka, resp. bude možný důkaz opaku toho, že vlastníkem investičních nástrojů evidovaných na účtu vlastníka je osoba, pro niž je účet vlastníka zřízen. V praxi to bude znamenat, že ačkoliv je nějaká osoba majitelem účtu vlastníka, a měla by tedy být zásadně považována za vlastníka na tomto účtu evidovaných investičních nástrojů, a to včetně zaknihovaných či obdobných účastnických cenných papírů, nemusí tomu tak být vždy. Zákon zde totiž nestanoví bytí i jen fikci vlastnictví, ba naopak výslovně připouští důkaz opaku.

65. To potom bude mít nesporný vliv při určení přímého podílu těch osob, které jsou majiteli jednoho či více účtů vlastníka, a bylo by tak u nich možno dovozovat výši přímého podílu mj. v závislosti na množství cenných papírů vedených na těchto účtech vlastníka. S ohledem na možnost důkazu opaku připuštěnou zákonem, tj. že tyto osoby, byť jsou majiteli účtu vlastníka, nemusí být nutně vlastníky účastnických cenných papírů na tomto účtu evidovaných, potom nebude vždy platit automatické rovnítko mezi množstvím účastnických cenných papírů spojených s hlasovacím právem (srov. ustanovení § 2 odst. 3, podle něhož mohou být účastnickými cennými papíry nejen ty cenné papíry, s nimiž je spojeno hlasovací právo, leč postačí i podíl na hlasovacích právech), které jsou vedeny na účtech vlastníka pro jednu osobu, a mezi výší přímého podílu na hlasovacích právech této osoby (pokud bychom při stanovení tzv. přímého podílu odhlédli od přímého podílu této osoby drženého např. v zahraničí či na základě vlastnictví listinných cenných papírů, existují-li vůbec takové).

66. Definice podílu na hlasovacích právech má především význam ve vztahu k ustanovení bezprostředně následujícího odst. 6, které obsahuje definici pojmu rozhodného podílu. Jeho význam potom právě ve spojení s ustanovením § 2 odst. 6, tedy definicí pojmu rozhodného podílu, narůstá o to více v souvislosti s úpravou povinné nabídky převzetí (srov. § 35 až 45 a komentář k nim), jakož i úpravou dodatečné nabídkové povinnosti v ustanovení § 49 (srov. rovněž komentář k tomuto ustanovení).

67. Platí přitom, že ač je podíl na hlasovacích právech vymezen jako tzv. přímý podíl hlasů plynoucích z účasti akcionáře ve společnosti, pro účely povinné nabídky převzetí upravené v ustanoveních § 35 a 36, tedy pro účely jak nabídkové povinnosti individuální, tak nabídkové povinnosti kolektivní, avšak pouze pro účely těchto nabídkových povinností

(resp. pouze při výpočtu podílu na hlasovacích právech pro účely těchto ustanovení), se bude přihlížet i k jiným hlasovacím právům, které se budou při výpočtu podílu na hlasovacích právech přičítat, resp. naopak nezapočítávat (resp. chcete-li odečítat), a to zejména podle ustanovení § 37 a 38. Srov. ustanovení § 37 a 38 a komentář k němu. Ustanovení § 37 a 38 však není možné brát v potaz při výpočtu podílu na hlasovacích právech pro účely dodatečné nabídkové povinnosti upravené v § 49.

68. Právě ustanovení § 37 a 38 potom při výpočtu podílu na hlasovacích právech (pouze pro účely stanovení nabídkové povinnosti podle ustanovení § 35 a 36) definici podílu na hlasovacích právech rozšiřují i o podíl nepřímý, který bude nutné buď přičítat (srov. zejména § 37), nebo v důsledku jeho existence nebude naopak tzv. přímý podíl v určité výši započítáván, resp. bude z něj v této výši určitá jeho část odečtena (srov. zejména § 38 a komentář k němu).

69. To znamená, že kromě podílu na hlasovacích právech, který je v ustanovení § 2 odst. 5 vymezen zásadně jako přímý podíl hlasů akcionáře ve společnosti, bude třeba ve vztahu k nabídkové povinnosti, resp. při výpočtu podílu na hlasovacích právech pro účely stanovení nabídkové povinnosti (a to nejen individuální upravené v § 35, ale i kolektivní nabídkové povinnosti upravené v § 36), vždy zjistit a posoudit rovněž existenci nepřímého podílu na hlasovacích právech té které osoby.

70. Nelze však podle našeho názoru tvrdit, že podíl na hlasovacích právech pro účely stanovení nabídkové povinnosti (ať již podle § 35, či 36) je konstruován jako součet přímého a nepřímého podílu na hlasovacích právech cílové společnosti. Takový závěr je podle našeho názoru matoucí ze dvou důvodů. Jednak proto, že jakoby implicitně předpokládá, že zde vždy musí být i jen nepatrný přímý podíl na hlasovacích právech cílové společnosti, což je třeba podle našeho názoru odmítnout (srov. komentář k § 37). Jednak také proto, že takový závěr nebere ohled, alespoň ne explicitně, na možnost nezapočítání některých hlasovacích práv (ať již držení jako přímý, či nepřímý podíl) postupem podle § 38.

71. Podle ustanovení odstavce 5 dále platí, že akcie, se kterými není spojeno hlasovací právo, se pro účely výpočtu podílu na hlasovacích právech považují za akcie bez hlasovacích práv i v případech, kdy jich podle zvláštního právního předpisu dočasně nabývají. Tato část ustanovení odstavce 5 je tak obdobou ustanovení § 66a odst. 1 věta čtvrtá obch. zák., podle něhož „*prioritní akcie, se kterými není spojeno hlasovací právo, se považují pro účely tohoto ustanovení za akcie bez hlasovacích práv i v případech, kdy podle zákona hlasovací právo dočasně nabývají*“. Lze tedy mít za to, že zákon o nabídkách převzetí zde obdobně jako obchodní zákoník míří především na prioritní akcie, které v českém právu upravuje zejména ustanovení § 159 obch. zák. V českých podmínkách se za prioritní akcie označuje takový druh akcií, jejichž vydání mohou umožnit podle § 159 odst. 1 obch. zák. stanovy akciové společnosti s tím, že s nimi jsou spojena přednostní práva týkající se dividendy nebo podílu na likvidačním zůstatku. Souhrn prioritních akcií vydaných jednou akciovou společností přitom nesmí překročit polovinu základního kapitálu této společnosti. Podle ustanovení § 159 odst. 3 obch. zák. přitom zásadně platí, že stanovy mohou určit vydání prioritních akcií, s nimiž není spojeno právo hlasování na valné hromadě, ledaže zákon vyžaduje hlasování podle druhů akcií. Hlasování podle druhů akcií pak obchodní zákoník stanoví zejména v § 186 odst. 2, 3 a 4. S prioritními akciemi tedy

nebudou zpravidla spojeno hlasovací právo, přičemž jejich vydání musí výslovně upravit stanovy akciové společnosti.

72. Lze mít za to, že vzhledem k tomu, že toto ustanovení nehovoří pouze o prioritních akciích tak, jak činí zmiňované ustanovení § 66a odst. 1, věta čtvrtá obch. zák., pama- tuje tak i na jiné akcie, s nimiž je podle zákona, nikoliv však nutně podle obchodního zákoníku, hlasovací právo spojeno jen v některých případech, jakož i na obdobné akcie vydané cílovými společnostmi se sídlem v zahraničí, resp. jejichž vnitřní poměry (včetně vydávání akcií a jiných účastnických cenných papírů) se řídí zahraničním právem. Byť ustanovení v tomto směru hovoří pouze o akciích, lze podle našeho názoru jeho dikci *per analogiam* vztáhnout rovněž na jiné účastnické cenné papíry obdobného charakteru, byť tyto nebudou českým právem výslovně upraveny (srov. rovněž komentář k § 2 odst. 3 a výklad o cenných papírech českým právem výslovně neupravených).

73. Podle našeho názoru toto ustanovení však nemíří na ty akcie, s nimiž není spojeno hlasovací právo toliko v důsledku smluvního ujednání, jehož stranou je akcionář, tedy například akcionářské dohody atp. Je tomu tak mj. i proto, že ustanovení odstavce 5 hovoří o situacích, kdy mohou akcie hlasovací práva dočasně nabývat podle zvláštního předpisu, nikoliv však o situacích, kdy tato hlasovací práva pozbyla a mohou následně znovu, byť i jen dočasně, nabyt podle smlouvy.

74. Ustanovení odstavce 5 konečně obdobně jako ustanovení § 66a odst. 1 věta pátá obch. zák. stanoví, že při výpočtu podílu na hlasovacích právech se nezohledňují hlasy z vlastních akcií, resp. akcií v majetku cílové společnosti. Stejně tomu je i v případě akcií v majetku osoby ovládané cílovou společností a hlasů z akcií, které jsou drženy na účet cílové společnosti nebo jí ovládané osoby.

K odst. 6

75. **Rozhodným podílem na hlasovacích právech společnosti** je podíl na hlasova- cích právech cílové společnosti, pokud tento alespoň dosáhne, či případně i jen nepatrně překročí, podíl na hlasovacích právech představující alespoň 30 % všech hlasů spojených s účastnickými cennými papíry vydanými cílovou společností.

76. K pojmu podíl na hlasovacích právech a jeho určení, resp. výpočtu, lze odkázat na komentář k ustanovení § 2 odst. 5 výše s tím, že je třeba zdůraznit, že tento je zásadně chápán pouze jako tzv. podíl přímý, tj. podíl na hlasovacích právech plynoucí z účastnických cenných papírů, které přímo vlastní určitá osoba, jejíž podíl na hlasovacích právech, resp. nabídková povinnost, se posuzuje.

77. Význam definice rozhodného podílu na hlasovacích právech je v podstatě omezen na ta ustanovení zákona, která upravují nabídkovou povinnost (srov. § 35 až 45 a kome- ntář k nim). Právě pro tato ustanovení zákona, a zejména pak pro ustanovení § 35 až 36, která upravují podmínky vzniku individuální, resp. kolektivní nabídkové povinnosti, je však význam této definice zásadní. Úprava rozhodného podílu na hlasovacích právech naproti tomu nemá žádný význam pro posuzování dodatečné nabídkové povinnosti upra- vené v ustanovení § 49 (srov. rovněž komentář k tomuto ustanovení).

78. Při určení, zda došlo k dosažení rozhodného podílu na hlasovacích právech v kon- krétní cílové společnosti či nikoliv, resp. při výpočtu podílu na hlasovacích právech cílové společnosti, se pro účely jak individuální (srov. § 35 a komentář k němu), tak kolektivní

(srov. § 36 a komentář k němu) nabídkové povinnosti vždy zohledňují, resp. přičítají či nezapočítávají (či chcete-li odečítají), hlasovací práva podle příslušných ustanovení § 37 a 38 (srov. komentář k těmto ustanovením). Platí přitom, že pro výpočet podílu na hlasovacích právech, resp. rozhodného podílu na hlasovacích právech společnosti z celkového počtu všech hlasovacích práv spojených se všemi účastnickými cennými papíry cílové společnosti bude vždy východiskem podíl na hlasovacích právech té osoby, jejíž případná nabídková povinnost se posuzuje.

79. Ustanovení odstavce 6 stanoví rozhodný podíl na hlasovacích právech společnosti tak, že jím je podíl na hlasovacích právech představující alespoň 30 % všech hlasů spojených s účastnickými cennými papíry vydanými cílovou společností. Tato 30% hranice určuje minimální velikost, které musí podíl na hlasovacích právech dosáhnout, aby se dalo hovořit o rozhodném podílu. Rozhodným podílem však bude i jakýkoliv vyšší podíl na hlasovacích právech spojených s účastí na cílové společnosti.

80. Základem pro výpočet rozhodného podílu podle zákona jsou přitom všechna hlasovací práva spojená se všemi účastnickými cennými papíry, které vydala cílová společnost, a to bez ohledu na to, zda tyto cenné papíry jsou či nejsou kótované, byť by z účastnických cenných papírů vydaných cílovou společností byla kótovaná pouze jejich část (resp. jedna z jejich emisí). Srov. komentář k ustanovím § 1, jakož i § 2 odst. 1, 3 a 5.

81. Lze doplnit, že směrnice o nabídkách převzetí v čl. 5 odst. 1, který upravuje povinnou nabídku na komunitární úrovni, neuvádí konkrétní procentní výši¹⁹⁾ pro stanovení rozhodného podílu a ponechává její stanovení zcela na jednotlivých provádějících národních úpravách. Ať již tak směrnice činí záměrně, či nikoliv, nepochybně takto podstatně snížila svůj harmonizační význam. Důvodová zpráva k zákonu o nabídkách převzetí k tomu uvádí, že zákonodárce následuje většinu právních řádů.²⁰⁾

82. Jádrem povinnosti učinit nabídku převzetí je tedy získání nebo překročení rozhodného podílu na hlasovacích právech²¹⁾ v cílové společnosti s tím, že rozhodným podílem se rozumí alespoň 30% podíl na všech hlasovacích právech spojených s účastnickými cennými papíry vydanými cílovou společností.

83. Nicméně ani po tomto dosažení, ba ani (být i relativně významné) překročení hranice 30% podílu na hlasovacích právech nebude v řadě případů nutně znamenat vznik nabídkové povinnosti, neboť v takovém případě zřejmě často nalezneme, kromě řady dalších aplikačních výjimek z nabídkové povinnosti podle § 39 odst. 1, prostor k aplikaci obecné výjimky podle § 39 odst. 2, podle něhož se nabídková povinnost nevztahuje na toho, kdo sám ani společně se spolupracujícími osobami neovládá cílovou společnost. Nabídková povinnost v takovém případě vzniká až v okamžiku, kdy tato osoba sama

¹⁹⁾ Konkrétní procentní hranici rozhodného podílu stanovil pouze návrh směrnice z roku 1989 (Úřední věstník ES C 64, 14. března 1989, s. 8).

²⁰⁾ Většina členských států přitom skutečně zvolila hranici 30 %, resp. 1/3 jako hranici rozhodného podílu.

²¹⁾ Podle bodu 11 preambule směrnice o nabídkách převzetí by se povinnost zahájit nabídku neměla vztahovat na nabytí cenných papírů, s nimiž není spojeno právo hlasovat na řádných valných hromadách akcionářů. Členské státy by však měly být schopny zajistit, aby se povinnost učinit nabídku všem držitelům cenných papírů týkala nejen cenných papírů, s nimiž jsou spojena hlasovací práva, ale i cenných papírů, s nimiž jsou spojena hlasovací práva pouze za určitých okolností, nebo cenných papírů, s nimiž hlasovací práva spojena nejsou.

nebo společně se spolupracujícími osobami cílovou společnost ovládne. Srov. blíže § 39 odst. 1 a 2 a komentář k nim.

84. Nabídková povinnost se tak bude vztahovat pouze na osoby, resp. skupiny osob, které nejenže dosáhnou hranice 30% podílu na hlasovacích právech v cílové společnosti (resp. jejichž podíl na hlasovacích právech dosáhne alespoň 30 % všech hlasů spojených s účastnickými cennými papíry vydanými cílovou společností), ale zároveň budou cílovou společností ovládat, resp. bude mezi nimi a cílovou společností existovat vztah osob ovládající a ovládané. Jak autoři uvádějí již v komentáři k § 2 odst. 1, jakož i k jiným ustanovením zákona (srov. zejména komentář k § 35 a 39), zákon o nabídkách převzetí neobsahuje zvláštní ustanovení a ohledně ovládaní toliko odkazuje na obecnou úpravu tohoto institutu v příslušných ustanoveních koncernového práva obsažených v ustanovení § 66a a násl. obch. zák. Ovládaní společnosti vymezuje § 66a obch. zák., který stanoví, že ovládající osobou je ten, kdo vykonává rozhodující vliv na řízení nebo provozování podniku jiné osoby.

85. Jak známo, definice ovládaní obsažená v § 66a obch. zák. je obecná, a zda došlo či nedošlo k ovládnutí cílové společnosti, je třeba vždy zjišťovat vzhledem ke konkrétním mocenským strukturám v cílové společnosti. Obchodní zákoník pouze předepisuje nevyvratitelné právní domněnky, kdy se jedná o ovládající osobu (srov. § 66a odst. 3 obch. zák.) a vyvratitelnou právní domněnku pro případ dosažení 40% hranice podílu na hlasovacích právech, pokud jiná osoba nedisponuje procentem stejným nebo vyšším (srov. § 66a odst. 5 obch. zák.). Cílovou společností však může ovládnout také osoba, která získala nižší procento hlasovacích práv než 40 %, pokud vykonává rozhodující vliv na řízení nebo provozování podniku cílové společnosti. Jinými slovy, podmínku ovládnutí cílové společnosti bude možno splnit i při nabytí nižšího podílu na hlasovacích právech než 40 %.

K odst. 7

86. Ustanovení § 2 odst. 7 definuje **členský stát** pro účely zákona o nabídkách převzetí v souladu s teritoriální aplikací směrnice o nabídkách převzetí. Tato je podle vůle evropského zákonodárce textem s významem pro Evropský hospodářský prostor, a proto ji je třeba vztáhnout, stejně jako celou řadu dalších evropských směrnic, nejen na členské státy Evropské unie, ale i na další země, které jsou smluvními státy Dohody o Evropském hospodářském prostoru.

87. Členskými státy Evropské unie jsou: Belgie, Bulharsko, Česká republika, Dánsko, Estonsko, Finsko, Francie, Řecko, Irsko, Itálie, Kypr, Litva, Lotyšsko, Lucembursko, Maďarsko, Malta, Německo, Nizozemsko, Polsko, Portugalsko, Rakousko, Rumunsko, Řecko, Slovensko, Slovinsko, Španělsko, Švédsko a Spojené království.

88. Kromě členských států Evropské unie jsou smluvními státy Evropského hospodářského prostoru též Norsko, Island a Lichtenštejnsko. Smluvním státem Evropského hospodářského prostoru pak naopak není Švýcarsko. V nejbližších letech lze dále očekávat rozšíření Evropské unie o následující státy: Chorvatsko, Srbsko, Island a také Bývalou jugoslávskou republiku Makedonie.

K odst. 8

89. Zákon v ustanovení odstavce 8 upravuje institut **spolupracujících osob**. Jedná se o úpravu jednání osob, resp. jejich spolupráce, která má význam pro výklad a aplikaci některých dalších ustanovení zákona. Na rozdíl od institutu skupiny spolupracujících osob, který je upraven v ustanovení bezprostředně následujícího odstavce 9, se ovšem význam institutu spolupracujících osob zásadně neomezuje pouze na úpravu povinné nabídky převzetí (srov. zejména § 35 a násl. a komentář k nim), resp. zejména na úpravu kolektivní nabídkové povinnosti v ustanovení § 36, leč nachází svůj význam i v řadě dalších ustanovení zákona týkajících se mj. i úpravy dobrovolné nabídky převzetí.

90. Nelze však říci, že by tento institut jakýmkoliv způsobem nahrazoval institut jednání ve shodě tak, jak jej zná obchodní zákoník ve svém ustanovení § 66b obch. zák. Je vhodné připomenout, že dříve, tj. před účinností zákona o nabídkách převzetí, se pro nabídky převzetí použil § 66b obch. zák. o osobách jednajících ve shodě ve spojení s § 183a odst. 2 písm. b) obch. zák. Je však rovněž vhodné připomenout, že nabídkou převzetí zákon mj. rozumí veřejný návrh smlouvy na koupi a směnu účastnických cenných papírů, kterým navrhovatel projevuje vůli nabýt účastnické cenné papíry v rozsahu, který umožňuje ovládnutí cílové společnosti (srov. § 2 odst. 1 a komentář k němu). Platí tedy, že z hlediska definice nabídky převzetí je vztah nabídky k rozhodnému podílu irelevantní. Koncept ovládnutí přitom zákon nemění a nedoplňuje a nadále se uplatní ustanovení § 66a obch. zák. (srov. mj. komentář k ustanovení § 2 odst. 6 výše). Platí rovněž, že koncept ovládnutí, jak je definován a vymezen v § 66a a násl. obch. zák., je nerozlučně spjat s jednáním ve shodě upraveném v ustanovení § 66b obch. zák. Nelze tak souhlasit s názorem, který uvádějí někteří autoři,²²⁾ že by zákon o nabídkách převzetí plně nahrazoval jednání ve shodě s institutem spolupracujících osob či skupiny spolupracujících osob (srov. § 2 odst. 9 a komentář k němu).

91. Naopak se ztotožňujeme s názorem,²³⁾ že zákon o nabídkách převzetí zavádí institut spolupracujících osob (srov. § 2 odst. 8 a komentář k němu) vedle institutu ovládnutí a jednání ve shodě, jak jsou tyto vymezeny v obchodním zákoníku. Institut spolupracujících osob je pak vymezen zejména pro účely úpravy a výkladu kolektivní nabídkové povinnosti, tj. nabídkové povinnosti skupiny spolupracujících osob v ustanovení § 36 (srov. komentář k tomuto ustanovení).

92. Lze navíc jen souhlasit s tvrzením,²⁴⁾ že primárním účelem institutu jednání ve shodě je stanovení ovládacího vztahu pro účely práva společností, resp. obchodního zákoníku, přičemž se tento institut pro úpravu nabídek převzetí a nabídkové povinnosti uplatní jen v omezené míře. Úprava spolupracujících osob pak ve shodě s tímto názorem nijak nemodifikuje pojem ovládnutí, když jeho obecná úprava zůstává obsažena v obchodním zákoníku. Samotný zákon o nabídkách převzetí potom na institut ovládnutí explicitně odkazuje v ustanoveních § 2 odst. 1 a § 39 odst. 2 (srov. komentář k ustanovení

²²⁾ Čech, P. Nový zákon o nabídkách převzetí vyvolává pochybnosti, úsměv i obavy. *Právní zpravodaj*. 2008, č. 5, s. 1, 3 a násl.

²³⁾ Havel, B., Pihera, V. Krátké slovo ke kritice zákona o nabídkách převzetí. *Právní zpravodaj*. 2008, č. 7, s. 14 a násl.

²⁴⁾ Havel, B., Pihera, V., tamtéž.

§ 39 odst. 2).²⁵⁾ Institut ovládnání tedy bude třeba vykládat tak, jak jej vymezuje obchodní zákoník, a to včetně podpůrných institutů, mezi něž patří i institut jednání ve shodě.²⁶⁾

93. Upozorňujeme, že spolupracující osoby jsou oproti osobám jednajícím ve shodě vymezeny úžejí. Není zcela jasné, proč se chtěl zákonodárce v zákoně o nabídkách převzetí terminologicky osamostatnit od obchodního zákoníku, když významné související pojmy, jakými je zejména pojem „ovládání“, a jejich definice je třeba nadále hledat v obchodním zákoníku. Navíc i české znění směrnice o nabídkách převzetí mluví o osobách jednajících ve shodě, a nikoliv o osobách spolupracujících tak, jak činí zákon o nabídkách převzetí. Směrnice o nabídkách převzetí přitom pojem jednání ve shodě definuje ve velmi podobném rozsahu, v němž tak původně činil § 183a odst. 2 písm. b) obch. zák. Navzdory tomu bude třeba při výkladu ustanovení § 36, jakož i dalších ustanovení zákona o nabídkové povinnosti vycházet z jeho doslovného textu, který však pracuje s pojmy spolupracující osoby a skupiny spolupracujících osob, a nikoliv s pojmem jednání ve shodě.

94. Spolupracující osobou je osoba, která buď spolupracuje s navrhovatelem, resp. s osobou, která činí nabídku převzetí (tedy mj. s povinnou osobu ve smyslu ustanovení § 35 a násl.), anebo spolupracuje s cílovou společností. Obsah spolupráce se však podle zákonné definice bude lišit v tom, jaký bude její účel, resp. cíl.

95. V případě osoby spolupracující s navrhovatelem tedy půjde o získání nebo prosazení společného vlivu na řízení nebo provozování podniku cílové společnosti, což by ve smyslu ustanovení § 66a obch. zák. v podstatě znamenalo její ovládnutí. Ustanovení § 66a odst. 2 obch. zák. totiž ovládnání definuje jako výkon rozhodujícího vlivu na řízení nebo provozování podniku jiné osoby, a to ať už fakticky nebo právně, či přímo nebo nepřímo. Cílem takovéto spolupráce určité osoby ve vzájemném srozumění s navrhovatelem tedy předně bude získání nebo prosazení společného vlivu na řízení nebo provozování podniku cílové společnosti, resp. ovládnutí cílové společnosti. Naproti tomu, cílem spolupráce určité osoby s cílovou společností na základě jejich společné dohody bude především zmaření nabídky převzetí. V případě osob spolupracujících s navrhovatelem tedy půjde o společnou snahu cílovou společnost ovládnout, a to jak před nabídkou dobrovolnou a při ní, tak před vznikem nabídkové povinnosti a v souvislosti s ním. V případě osob spolupracujících s cílovou společností potom půjde o společnou snahu převzetí cílové společnosti zabránit.²⁷⁾

96. Hlavním prvkem spolupráce bude v obou případech určitá forma vzájemného srozumění osob, resp. společné dohody těchto osob. **Vzájemné srozumění** mezi příslušnými osobami přitom zákonná definice vyžaduje u spolupráce osoby, resp. osob s navrhovatelem, zatímco u spolupráce osoby, resp. osob s cílovou společností, bude vyžadována **společná dohoda** těchto osob s cílovou společností. Lze mít za to, že vzájemným srozuměním zákonodárce míní jakoukoliv vědomou koordinaci postupu spolupracujících osob bez ohledu na její konkrétní formu. Bude tedy nerozhodné, zda k této koordinaci

²⁵⁾ Havel, B., Pihera, V. Krátké slovo ke kritice zákona o nabídkách převzetí. *Právní zpravodaj*. 2008, č. 7, s. 14 a násl.

²⁶⁾ Čech, P. Nový zákon o nabídkách převzetí vyvolává pochybnosti, úsměv i obavy. *Právní zpravodaj*. 2008, č. 5, s. 1, 3 a násl.

²⁷⁾ Obdobně Havel, B., Pihera, V. *Zákon o nabídkách převzetí. Komentář*. Praha: C. H. Beck, 2009, s. 39.

postupu dojde na základě výslovné dohody (ať již písemně, či jen ústní) nebo konkludentně.²⁸⁾ Obdobně to bude platit i pro dohodu mezi spolupracujícími osobami a cílovou společností, kterou v daném případě ustanovení vyžaduje. I zde bude nerozhodná forma takovéto dohody. V případech stejného, leč nekoordinovaného postupu určité osoby s navrhovatelem, resp. cílovou společností, který může být veden stejnými, avšak na sobě zcela nezávislými zájmy, však nebude možné hovořit o spolupráci, resp. jednání ve vzájemném srozumění, a tím méně jednání na základě dohody. V takových případech nepůjde o spolupracující osoby ve smyslu komentovaného ustanovení odstavce 8.²⁹⁾ Pokud tedy určitá osoba či osoby např. hlasují na valné hromadě shodně s navrhovatelem, avšak čini tak na základě zcela jiného a navrhovateli nezávislého motivu, nepůjde v jejich případě o spolupracující osoby.

97. Zatímco bezprostředně následující ustanovení § 2 odst. 9 v definici skupiny spolupracujících osob výslovně vyžaduje, aby každá ze spolupracujících osob, která tvoří skupinu spolupracujících osob, měla podíl na hlasovacích právech, tj. tzv. přímý podíl ve smyslu ustanovení § 2 odst. 5 (srov. dále, jakož i komentář k § 2 odst. 5 a 9), spolupracující osobou ve smyslu komentovaného ustanovení § 2 odst. 8 může podle našeho názoru být též osoba, která vůbec žádný podíl na hlasovacích právech (ať už přímý, či nepřímý) nemá. Pro kvalifikaci určité osoby jako spolupracující osoby podle odstavce 8 není tedy vůbec podstatné, zda tato je či není, a to přímo či nepřímo (například skrze jí ovládanou osobu), akcionářem cílové společnosti. Z uvedeného dále mj. vyplývá, že skupina spolupracujících osob podle odstavce 9 je vymezena podstatně úžeji než spolupracující osoby podle odstavce 8, když součástí skupiny spolupracujících osob mohou být pouze ty spolupracující osoby (ve smyslu zákonné definice podle komentovaného odstavce 8), které mají podíl na hlasovacích právech (ve smyslu zákonné definice podle ustanovení odstavce 5), resp. které jsou ve vztahu ke spolupracujícím osobám s podílem na hlasovacích právech osobami ovládajícími. Osoba, resp. osoby ovládající osobu s podílem na hlasovacích právech budou tedy tvořit s těmito osobami skupinu spolupracujících osob bez ohledu na to, zda tato ovládající osoba, resp. osoby samy mají podíl na hlasovacích právech. Ovládání společnosti vymezuje § 66a obch. zák.

98. Ustanovení odstavce 8 konečně stanoví nevyvratitelnou právní domněnku (arg. slov: *platí, že*)³⁰⁾ s tím, že osoba ovládající a osoba ovládaná, osoby, které uzavřely dohodu o hlasování při volbě členů orgánů cílové společnosti, jakož i osoby, které jsou členy jednoho koncernu, budou vždy a bez dalšího spolupracujícími osobami. Vzhledem k existenci této nevyvratitelné právní domněnky tak nebude v těchto případech nutné zkoumat, zda mezi těmito osobami vůbec existuje ustanovením odst. 8 jinak vyžadovaná kvalifikovaná forma spolupráce.

99. K výkladu pojmů osoba ovládající a osoba ovládaná, jakož i pojmu koncern odkazujeme na ustanovení § 66a obch. zák.

100. Lze souhlasit s názorem, že spolupracujícími osobami nemohou být např. právní či daňoví poradci navrhovatele, resp. cílové společnosti, protože cílem jejich spolupráce

²⁸⁾ Shodně Havel, B., Pihera, V., tamtéž.

²⁹⁾ Shodně Havel, B., Pihera, V., tamtéž.

³⁰⁾ Srov. § 66b obch. zák., který naproti tomu kromě jiného obsahuje domněnku vyvratitelnou.

není dosažení vlastního vlivu na cílovou společnost, resp. přímý samostatný zájem na zmaření nabídky převzetí.³¹⁾

K odst. 9

101. Pojem **skupina spolupracujících osob** je definován zejména pro účely ustanovení § 36 a v něm stanovené kolektivní nabídkové povinnosti. Srov. komentář k § 36.

102. Skupinu spolupracujících osob tvoří pouze ty spolupracující osoby (ve smyslu § 2 odstavce 8), které mají podíl na hlasovacích právech cílové společnosti (ve smyslu § 2 odstavce 5). Skupinu spolupracujících osob potom dále tvoří ty spolupracující osoby, které, ač samy nemají podíl na hlasovacích právech (ve smyslu § 2 odstavce 5), jsou ve vztahu k těm spolupracujícím osobám, které podíl na hlasovacích právech cílové společnosti (ve smyslu § 2 odstavce 5) mají, osobami ovládajícími.

103. Z uvedeného vyplývá, že skupina spolupracujících osob podle odstavce 9 je vymezena podstatně úžeji než spolupracující osoby podle odstavce 8, když součástí skupiny spolupracujících osob mohou být pouze ty spolupracující osoby, které mají podíl na hlasovacích právech, resp. které jsou ve vztahu ke spolupracujícím osobám s podílem na hlasovacích právech osobami ovládajícími. Osoba, resp. osoby ovládající osobu s podílem na hlasovacích právech budou tedy tvořit s těmito osobami skupinu spolupracujících osob bez ohledu na to, zda tato ovládající osoba, resp. osoby samy mají podíl na hlasovacích právech. Ovládání společnosti vymezuje § 66a obch. zák.

104. Jak k tomu uvádí i důvodová zpráva, skupinu spolupracujících osob vytváří pouze vertikální část „koncernové“ struktury, a nikoliv část horizontální. Toto má pak veliký význam ve vztahu k úpravě vzniku nabídkové povinnosti podle ustanovení § 36, kde bude třeba zkoumat podíl na hlasovacích právech a vznik, trvání a zánik, jakož i vnitřní strukturu skupiny pouze v rámci spolupracujících osob podle ustanovení § 2 odst. 9, a nikoliv v rámci celého vztahu spolupracujících osob podle ustanovení komentovaného odstavce.

105. Jinými slovy, zatímco mezi spolupracujícími osobami je vyžadována určitá obecnější, byť kvalifikovaná, forma spolupráce (srov. komentář k odst. 8), u skupiny spolupracujících osob se navíc vyžaduje buď existence podílu na hlasovacích právech u každé ze spolupracujících osob, nebo alespoň existence ovládacího vztahu spolupracující osoby vůči spolupracující osobě s podílem na hlasovacích právech.

106. Ustanovení § 2 odst. 9 hovoří o podílu na hlasovacích právech. Tento je vymezen v ustanovení § 2 odst. 5 zásadně jako tzv. přímý podíl (srov. komentář k odst. 5). Je přitom otázkou, do jaké míry je třeba vždy striktně zohlednit požadavek tzv. přímého podílu (ve smyslu odst. 5) u spolupracujících osob tvořících skupinu spolupracujících osob. Jinými slovy půjde o to, zda při určení, jestli určitá spolupracující osoba toliko na základě svého podílu na hlasovacích právech vůbec může či nemůže tvořit skupinu spolupracujících osob, případně zohlednit či nezohlednit příslušná ustanovení § 37 a 38 o přičítaných a nezapočítávaných hlasovacích právech. To bude o to důležitější v případech, kdy daná spolupracující osoba sice nedisponuje žádným přímým podílem na hlasovacích právech ve smyslu § 2 odst. 5, drží však nepřímý podíl na hlasovacích právech, který by jí bylo možno přičíst například na základě ustanovení § 37 odst. 1 (srov. komentář k tomuto ustanovení).

³¹⁾ Srov. Havel, B., Pihera, V. *Zákon o nabídkách převzetí. Komentář*. Praha: C. H. Beck, 2009, s. 39.

107. Pomoc při řešení této otázky přitom nepřináší ani samotné znění ustanovení § 37 a 38, které hovoří o tom, že k přičítání, resp. nezapočítávání hlasovacích práv dochází pouze pro účely ustanovení § 35 nebo 36, resp. jak § 35, tak § 36. Pokud bychom přijali výklad, podle něhož by bylo možné zohlednit pouze podíl na hlasovacích právech ve smyslu ustanovení § 2 odst. 5 (tedy tzv. přímý podíl), znamenalo by to, že pokud by určitá spolupracující osoba držela svůj podíl na hlasovacích právech, a to jakkoliv velký, pouze jako podíl nepřímý (bez toho, aby současně držela jakkoliv malý podíl přímý či aby případně ovládala jinou spolupracující osobu s přímým podílem), nemohla by tato osoba podle doslovné dikce tvořit skupinu spolupracujících osob. Toto by byl podle našeho názoru z hlediska smyslu a účelu úpravy zákona o nabídkách převzetí výsledek nežádoucí, ba dokonce absurdní. Tudíž se domníváme, že výkladem logickým a teleologickým a za použití *argumenta ad absurdum* lze dospět k závěru, že ustanovení § 37 a 38 o přičítaných a nezapočítávaných hlasovacích právech je třeba zohlednit i v případech posuzování otázky, jestli určitá spolupracující osoba toliko na základě svého podílu na hlasovacích právech tvoří, či netvoří skupinu spolupracujících osob.

K odst. 10

108. **Osoby zájmově zúčastněné** na nabídce převzetí představují zásadně širší okruh osob než spolupracující osoby.³²⁾

109. Podle definice je osobou zájmově zúčastněnou na nabídce převzetí taková osoba, která má zájem na výsledku nebo průběhu nabídky převzetí. Ustanovení tedy stanoví základní požadavek, aby tato osoba měla zájem na výsledku nebo průběhu nabídky převzetí. Je důležité si uvědomit, že taková osoba nemusí mít nutně zájem pouze na úspěchu té či oné nabídky převzetí. Ba naopak, její zájem na výsledku nebo průběhu nabídky může právě nejlépe odrážet případný neúspěch konkrétní nabídky převzetí, či dokonce jen určitý průběh, resp. postup či doba trvání konkrétní nabídky převzetí.

110. Vedle tohoto obecného požadavku, který musí být splněn vždy, máme-li hovořit o osobě zájmově zúčastněné na nabídce převzetí, potom komentované ustanovení § 2 odstavce 10 demonstrativně (arg. slov: *zejména*) vyjmenovává ty osoby, u nichž lze zájem na výsledku nebo průběhu nabídky převzetí předpokládat. Do výčtu těchto osob přitom zákonodárce zahrnul navrhovatele, osoby spolupracující s navrhovatelem, cílovou společnost, osoby tvořící s cílovou společností podnikatelské seskupení, jakož i akcionáře vlastníci nebo disponující alespoň 5 % účastnických cenných papírů cílové společnosti.

111. Jak uvádějí někteří autoři,³³⁾ zákon o nabídkách převzetí se v tomto ustanovení poněkud překvapivě vrací k institutu podnikatelského seskupení. Zákon zde mezi osoby zájmově zúčastněné na nabídce převzetí řadí mj. osoby tvořící s cílovou společností podnikatelské seskupení, neurčuje už však, co podnikatelským seskupením rozumět. Pohříchu tak ovšem nečiní ani obchodní zákoník. Institut podnikatelského seskupení, resp. jeho pojem, se objevil historicky (v roce 2001) pouze v názvu § 66a obch. zák., a to aniž by jej zákon nějak blíže vymezil či definoval. Ani v této souvislosti se jej však nepodařilo

³²⁾ Shodně Havel, B., Pihera, V., tamtéž, s. 40.

³³⁾ Čech, P. Nový zákon o nabídkách převzetí vyvolává pochybnosti, úsměv i obavy. *Právní zpravodaj*, 2008, č. 5, s. 1, 3 a násl.

jednoznačně vymezit, byť se o to právní věda v kontextu ustanovení § 66a a 66b obch. zák. pokoušela.³⁴⁾ Byť je význam pojmu podnikatelské seskupení nejasný, lze mít za to, že se jedná o osoby ovládané jednou osobou, jakož i o osobu ovládající a ovládanou (nikoli tedy nutně přímo o koncern). Naopak se nedomníváme, že pojem podnikatelského seskupení bez dalšího zahrnuje také osoby jednající ve shodě.

112. Upozorňujeme, že význam definice se však v podstatě omezuje na ustanovení § 19, podle něhož mají právě osoby zájmově zúčastněné na nabídce převzetí oznamovací povinnost vůči České národní bance ohledně dispozic s účastnickými cennými papíry cílové společnosti nebo opcí na tyto cenné papíry. Tato jejich povinnost jim zásadně vzniká okamžikem oznámení záměru učinit nabídku převzetí. Srov. komentář k § 19.

Související ustanovení:

§ 1 – Předmět úpravy; § 4 – (*Zastření nabídky*); § 5 – (*Kolizní normy pro nabídky převzetí v rámci EHP*); § 6 – (*Evropský pas pro nabídku převzetí*); § 7 – (*Uveřejnění zahraniční nabídky převzetí*); § 8 – Ochrana vnitřních informací a ochrana před deformacemi trhu; § 9 – (*Komunikace mezi navrhovatelem a cílovou společností, ochrana informací*); § 10 – Nabídkový dokument; § 12 – Oznámení nabídky převzetí; § 19 – Povinnosti osob zájmově zúčastněných na nabídce převzetí; § 20 – Protiplnění při nabídce převzetí; § 35 – Nabídková povinnost; § 36 – Nabídková povinnost skupiny spolupracujících osob; § 37 – Přiřítaná hlasovací práva; § 38 – Nezapočítávaná hlasovací práva; § 39 – Výjimky z nabídkové povinnosti; § 40 – Dočasné nabytí; § 41 – Ostatní případy zániku nabídkové povinnosti; § 42 – Zvláštnosti při povinné nabídce převzetí; § 43 – Protiplnění při povinné nabídce převzetí; § 44 – Změna výše protiplnění Českou národní bankou; § 45 – Snížení výše protiplnění při odvracení úpadku; § 49 – (*Právo sell-out*)

Související předpisy:

§ 61, 66a, 66b, 154, 156, 159, 183a, § 186 odst. 2 až 4, § 276 obch. zák.; § 2 odst. 1 písm. d), § 55 odst. 1 až 3, § 92, § 94 odst. 1, 3 a 4 zák. pod. kap. t.; § 11b z. m. p. s.; § 38 zák. o cen. pap.; § 35 zákona č. 190/2004 Sb., o dluhopisech; čl. 2 odst. 1 písm. a) a g) směr. o nab. převz.

§ 3

Zásady nabídky převzetí

Osoby, kterým tento zákon ukládá povinnosti při nabídce převzetí, postupují tak, aby byly dodrženy tyto zásady

- a) všem vlastníkům účastnických cenných papírů cílové společnosti, s nimiž jsou spojena stejná práva, musí být při nabídce převzetí poskytnuto rovné zacházení, ledaže zákon stanoví jinak,**
- b) ovládne-li někdo cílovou společnost, musí být ostatním vlastníkům účastnických cenných papírů poskytnuta ochrana,**
- c) adresátům nabídky převzetí musí být poskytnut dostatečný čas a informace tak, aby mohli učinit rozhodnutí o tom, zda nabídku převzetí přijmou se znalostí věci,**
- d) představenstvo a dozorčí rada cílové společnosti jednájí v zájmu této společnosti jako celku; svým postupem však nesmí zmařit možnost vlastníků účastnických cenných papírů rozhodnout se, zda nabídku převzetí přijmou,**

³⁴⁾ Dědič, J. et al. *Obchodní zákoník. Komentář. Díl III.* 1. vyd. Praha: Polygon, 2002, s. 476.

- e) v souvislosti s nabídkou převzetí nesmí docházet k deformacím trhu s cennými papíry cílové společnosti, navrhovatele nebo jiné společnosti tak, aby byl uměle ovlivňován jejich kurz a normální fungování trhu bylo narušeno,
- f) navrhovatel smí uveřejnit záměr učinit nabídku převzetí až poté, co zajistí, že bude schopen poskytnout peněžité plnění jejím adresátům v plném rozsahu; má-li být nabízeno jiné než peněžité plnění, smí uveřejnit záměr učinit nabídku převzetí až poté, co učiní taková opatření, na základě nichž bude zajištěno, aby zajistil poskytnutí takového plnění,
- g) cílová společnost nesmí být nabídkou převzetí nepřiměřeně omezována ve své podnikatelské činnosti.

Z důvodové zprávy k § 3:

Ustanovení formuluje zásady nabídek převzetí shodně s čl. 3 směrnice. Návěti zdůrazňuje, že vedle těchto zásad se uplatí i jiné, především obecné zásady soukromého práva a zásady správního řízení.

K § 3

1. V § 3 se představuje katalog sedmi pravidel, které mají být respektovány v zásadě při každé nabídce převzetí bez ohledu na jejich druh. Vytyčení obecných zásad představuje tradiční prvek v právní úpravě nabídek převzetí. Obdobné řešení nalezneme např. v britském *City Code*.³⁵⁾ Přejaly je také (díky vlivu připravované evropské směrnice) již dřívější úpravy v Rakousku (§ 3 ÚbG), Německu (§ 3 WpÜG) a znala je také naše bývalá úprava nabídek převzetí v obchodním zákoníku.³⁶⁾

2. První návrh 13. směrnice z roku 1989³⁷⁾ stanovil toliko jednu zásadu – rovné zacházení se společníky cílové společnosti. Upravený návrh směrnice ze 14. září 1990³⁸⁾ přinášel celý soubor obecných zásad, ze kterých měly vycházet dozorové orgány členských států. Jinak tyto „obecné zásady“ pojímal další návrh 13. směrnice ze dne 7. února 1996³⁹⁾ – rozuměl jimi instrukce pro národního zákonodárce, které měl zohlednit při transpozici do národního právního řádu. Zde formulované zásady se již blíží finálním řešením ve schválené směrnici o nabídkách převzetí. V pozdějších návrzích (pozměněný návrh ze dne 10. listopadu 1997, návrh po „Společném stanovisku“ Rady ze dne 19. června 2000) doznaly totiž zásady nabídek převzetí pouze kosmetických úprav.

3. Dle důvodové zprávy „*ustanovení § 3 formuluje zásady nabídek převzetí shodně s čl. 3 směrnice o nabídkách převzetí*“. Tak tomu na první pohled není. Tvůrci českého předpisu při transpozici čl. 3 směr. o nab. převz. zvolili velmi sporné řešení, když zásady nabídek převzetí formulují jako obecné povinnosti osob, „*kterým tento zákon ukládá povinnosti při nabídce převzetí*“. To nepovažujeme za vhodné. Zásady nabídek se mají uplatnit podle směrnice komplexně a řada z nich je také formulována bez konkrétního adresáta.⁴⁰⁾

³⁵⁾ City Code (General Principles 1-10).

³⁶⁾ § 183a odst. 10 obch. zák. ve znění do 31. března 2004.

³⁷⁾ Srov. Úřední list ES C 64 ze dne 14. března 1989, s. 8.

³⁸⁾ Srov. Úřední list ES C 240 ze dne 26. září 1989, s. 7.

³⁹⁾ Srov. Úřední list ES C 162 ze dne 6. června 1996, s. 5.

⁴⁰⁾ Shodně Versteegen, P. In Hirte, H., Bülow, Ch. et al. *Kölner Kommentar zum WpÜG*. Köln: Carl Heymanns Verlag, 2010, s. 175.

Nejsou tedy jen obecným vodítkem pro plnění povinností nabídkou dotčených osob, jak se nám snaží vsugerovat návěti § 3.

4. Ve všeobecně formulovaných ustanoveních se odráží základní hodnotová hlediska nové úpravy, což poskytuje orientaci a interpretační oporu při aplikaci konkrétních zákonných předpisů a také při transpozici evropského modelu do českého práva.⁴¹⁾ Současné jde o jakýsi univerzální standard, ze kterého má vycházet každá nabídka převzetí, včetně zahraniční (srov. § 5 odst. 1 a § 7 a komentáře k nim).

5. Samotná povaha zásad může být sporná. Část literatury je považuje za vyjádření programu zákonodárce, tj. za přehled cílů a účelů právní úpravy, které pak poslouží při interpretaci či při správním uvážení orgánů. Tím se však význam zásad normovaných v § 3 zdaleka nevyčerpává (v opačném případě by šlo o zbytečné vnitrostátní repetitorium cílů, které českému zákonodárci vytyčil již evropský zákonodárce). Bez ohledu na svou vágnost a neurčitost stanoví § 3 přímo také práva a povinnosti osob zúčastněných na nabídce převzetí⁴²⁾ uplatňující se tam, kde daná oblast není dostatečně upravena v rámci jednotlivých ustanovení. Největší význam tu bude mít zásada rovného zacházení.

6. Zákon o nabídkách převzetí se také na řadě míst dovolává splnění či porušení standardů v § 3. Je tomu tak u odvolání či změny nabídky převzetí netýkající se výše protiplnění, kde je dodržení obecných zásad jednou z podmínek aprobace změny či odvolání nabídky (srov. blíže § 23 odst. 1). Dodržení zásad nabídek převzetí bude zkoumat Česká národní banka také v případě zvažování výjimky ze zákazu nabývání účastnických cenných papírů cílové společnosti po dobu 6 měsíců od ukončení doby závaznosti nabídky (srov. § 30 odst. 2). Pokud jen hrozí bezprostředně porušení některé ze zásad uvedených v § 3, je Česká národní banka oprávněna podle povahy porušení a jeho závažnosti uložit opatření k nápravě v souladu s § 60 (srov. blíže komentář k tomuto ustanovení).

K písm. a)

7. Nikoliv náhodou je první zásadou v katalogu § 3 **zásada rovného zacházení s vlastníky účastnických cenných papírů** označovaná často také jako **zásada nediskriminace**. Představuje ústřední zásadu nabídek převzetí, literatura dokonce emfaticky hovoří o tom, že je to přímo *Magna Charta* práva nabídek převzetí.⁴³⁾ Nejde ovšem o žádnou novinku, princip rovného zacházení s akcionáři vyplývá již z obchodního zákoníku (§ 155 odst. 7 obč. zák.) a pro společnosti, jejichž akcie jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, je též speciálně stanoven v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu (§ 120 odst. 2 zák. pod. kap. t.).

8. Všem vlastníkům účastnických cenných papírů cílové společnosti, s nimiž jsou spojena stejná práva, má být při nabídce převzetí poskytnuto rovné zacházení. Výjimka je možná pouze na základě zákona. Rovné zacházení ovšem není absolutní a uplatní se

⁴¹⁾ Jde přitom o zásady provedení nabídek převzetí, které nemají výlučný či monopolní charakter a vedle kterých se přirozeně uplatní i obecného zásady práva soukromého i zásady správního řízení.

⁴²⁾ Jinou cestou se vydal rakouský zákonodárce, který jednotlivá ustanovení ÚbG považuje za výraz všeobecných zásad formulovaných v § 3 ÚbG (Srov. návěti § 3 ÚbG: „Die Bestimmungen dieses Bundesgesetzes sind Ausdruck folgender Allgemeiner Grundsätze: ...“), čímž jim upírá bezprostřední účinky a činí z nich spíše interpretační pomůcku při výkladu konkrétních ustanovení.

⁴³⁾ Podle Schwennicke, A. In Geibel, S., Süßmann, R. et al. *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG). Kommentar*. München: C. H. Beck, 2002, s. 99.

pouze za srovnatelných výchozích podmínek – těmi jsou práva plynoucí z účastnického papíru. Jinak řečeno, selektivní přístup k vlastníkům opravňuje pouze různost práv spojených s těmito cennými papíry – typicky u různých druhů akcií. Jiná kritéria budou v rozporu s právem. Nerozhoduje tedy například, kdy vlastníci nabyli účastnické cenné papíry, jež mají být vykoupeny v rámci nabídky převzetí. Navrhovatel tak nemůže vázat svou nabídku pouze na vlastníky k určitému okamžiku.

9. Flagrantním příkladem nabídky, která se protíví zásadě rovného zacházení a která zachází s akcionáři rozdílně podle toho, kdy akceptovali nabídku převzetí, je tzv. *two-tiered front-end loaded tender offer* či také *two-step tender offer*.⁴⁴⁾ Jde o „dvoukolový“ mechanismus známý z USA, kde je také v zásadě přípustný díky řešení ve *Williams Act*.⁴⁵⁾ Navrhovatel zde rozštěpí svou nabídku do dvou samostatných kol, přičemž v prvním (*front-end*) nabízí vyšší cenu či výhodnější směnný poměr než v kole druhém (*back-end*). Dvoukolová nabídka diskriminuje později reagující adresáty a je velmi účinným „akceleračním nástrojem“ pro rozhodování, zda návrh přijmout či odmítnout. U majitelů příslušných cenných papírů taková diskriminační oferta vyvolá zpravidla jistou formu „stádního chování“; do rozhodování se totiž promítají i očekávání, resp. obavy z toho, jak budou na nabídku reagovat ostatní oslovení adresáti.

10. Jediným přípustným diferenčním kritériem je tak obsah práv spojených s příslušným účastnickým cenným papírem daný zpravidla typem příslušného účastnického cenného papíru či jeho konkrétním druhem (kmenová či prioritní akcie). Po navrhovateli nelze požadovat, aby ocenil stejně např. prioritní a kmenové akcie. I diferencovaný přístup k oběma skupinám akcionářů musí být proporční a odpovídat důvodům povolené diskriminace, tj. růzností práv spojených s účastnickým cenným papírem.

11. Zásada rovného zacházení nalézá své konkrétní vyjádření v řadě ustanovení zákona. Klíčové je zde ustanovení § 20 odst. 2, dle kterého má být protiplnění identické pro všechny adresáty u téhož zastupitelného cenného papíru. Rovné zacházení s vlastníky účastnických cenných papírů se projevuje i v tom, že pokud by navrhovatel dodatečně „vylepšil“ svou nabídku, budou z ní zpětně profitovat i ti adresáti, kteří již smlouvu na základě nabídky převzetí uzavřeli (§ 23 odst. 2). Obdobně to platí v případě, že navrhovatel výhodnější podmínky poskytne mimo nabídku převzetí vlastníkům v době mezi uveřejněním nabídky a posledním dnem doby závaznosti – stejné výhody pak obdrží i ostatní vlastníci tím, že se modifikuje *ex lege* buď ještě běžící nabídka převzetí, nebo event.

⁴⁴⁾ Hazen, T. L. *Treatise on the law of securities regulation*. 4. vyd. St. Paul, Minn.: West Group, 2002, s. 260.

⁴⁵⁾ V USA upravuje nabídky převzetí Willamsův zákon, *Williams Act* /Publ. L. No. 90-439, 82 Stat. 454 (1968), jenž byl schválen v roce 1968 v reakci na vlnu nepřátelských nabídek převzetí v šedesátých letech. Z materiálního pohledu představuje doplnění *Securities Exchange Act* (SEA) z roku 1934 [zejména o rule 14 (d)]. Dozor nad dodržováním WA i SEA vykonává U. s. *Securities and Exchange Commission* (SEC), která má i legislativní pravomoc. SEC jí několikrát využila i ve vztahu k úpravě nabídek převzetí, zejména pro stanovení zásad rovného zacházení s majiteli [srov. např. tzv. *best price rule* – dle sec. 14 (d) (7) SEA]. Dvoukolový mechanismus nabídky převzetí (*two-tier offer*) je však i nadále přípustný, za určitých podmínek však akcionáři cílové společnosti získává „*blended price*“, tj. cenu průměrovanou za obě kola, srov. sec 14(d)(6) a rule 14d-8 (tzv. *pro rata rule*). V podrobnostech k tomu viz Pinto, A. R. *Corporate Takeovers Through the Public Markets in the Unites States*. *American Journal of Comparative Law*. 1994, s. 351–354.

smlovy, které již byly uzavřeny (§ 18 odst. 2). Výrazem rovného zacházení s vlastníky cenných papírů je také nucené poměrné uspokojení všech akceptantů u částečné nabídky převzetí (§ 25 odst. 3). Výrazem zásady rovného zacházení je i mechanismus výpočtu „prémiové ceny“ u povinných nabídek převzetí, který zohledňuje transakce před vznikem nabídkové povinnosti (§ 43 odst. 2).

K písm. b)

12. V § 3 písm. b) je samostatně zakotvena **zásada protekce vlastníků účastnických cenných papírů před ovládajícím společníkem**. Podle komentovaného předpisu „*ovládne-li někdo cílovou společnost, musí být ostatním vlastníkům účastnických cenných papírů poskytnuta ochrana*“. Absence konkrétnějších způsobů ochrany minoritních společníků (např. ve vazbě na přiměřené protiplnění či opatření procedurální povahy) činí z této zásady prázdnou proklamaci. Lze proto konstatovat, že požadavek směrnice na ochranu vlastníků účastnických cenných papírů není v českém právu „obecnou zásadou“, ale je prostě do českého práva jako požadavek direktivy transponován skrze konkrétní ustanovení o povinné nabídce převzetí (§ 35–45).

K písm. c)

13. V pořadí třetí zásada formulovaná v písm. c) komentovaného ustanovení předpokládá, že adresátům nabídky převzetí budou poskytnuty informace i dostatek času k jejich zpracování. Obvykle je označována jako **zásada transparentnosti**, byť nejde o zcela korektní označení. Transparentní – nikoliv však v souladu s požadavky § 3 písm. c) zákona – bude totiž i nabídka převzetí s dobou závaznosti několika málo dnů.

14. Předlohou § 3 písm. c) byl čl. 3 písm. b) směr. o nab. převz. Podle citovaného článku direktivy „*držitelé cenných papírů cílové společnosti musí mít dostatek času a informací, které jim umožní dojít 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*“. Český zákonodárce převzal do obecných zásad pouze první část uvedeného článku, což lze jen uvítat. Kazuistické obsahové požadavky kladené na zprávy orgánů cílové společnosti (tj. informace o zaměstnanosti, podmínkách zaměstnání a „místu podnikání společnosti“) do obecných zásad nepatří. V zákoně o nabídkách převzetí je proto najdeme až v § 16 odst. 2 písm. f) a g).

15. „**Informované**“ **rozhodnutí** adresátů nabídky převzetí vyžaduje v prvé řadě dostatek relevantních informací. Jejich potenciálním zdrojem je jak navrhovatel, tak cílová společnost. Samozřejmostí vyplývající již z příkazu rovného zacházení s vlastníky účastnických cenných papírů je neselektivní publikace informací. Ty mají být zpřístupněny všem adresátům nabídky – pokud možno ve shodný čas a stejnými způsoby.

16. Ze strany navrhovatele je iniciační informací zpráva o tom, že jeho orgány rozhodly o tom, že učiní nabídku převzetí, příp. že učinil konečné rozhodnutí o zahájení kroků přímo směřujících k nabídce (u fyzické osoby) nebo že mu vznikla nabídková povinnost (blíže k tomu komentář k § 8 odst. 3). Pro vlastníky účastnických cenných papírů je tato zpráva prvním signálem, že na trhu s dotčenými papíry dojde v brzké době k formulaci veřejného návrhu, který je buď dobrovolný (a umožní navrhovateli

získat rozhodný podíl umožňující ovládnutí cílové korporace, nebo povinný práve v návaznosti na nabytí takového podílu. Hlavní zásobárnou informací podávaných návrhovatelem potenciálním partnerům je poté nabídkový dokument (§ 10), doplněný případně informacemi podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu (§ 11), komparací s eventuální konkurenční nabídkou (§ 46 odst. 3) či odůvodněním výše protiplnění u povinné nabídky (§ 43 odst. 6). Nabídkový dokument se publikuje zákonem určeným způsobem (§ 13 odst. 3 a 4).

17. Významným tvůrcem informací bude i samotná cílová společnost. Její představenstvo a dozorčí rada vypracují stanovisko dle § 16, které se může stát již součástí nabídkového dokumentu. Přílohou stanoviska je i případné samostatné stanovisko zaměstnanců k nabídce převzetí. Pokud nebyla uvedena stanoviska publikována spolu s nabídkou převzetí, uveřejňuje je přímo cílová společnost (srov. příslušný komentář k § 16).

18. Penzum získaných informací má adresát nabídky být schopen vstřebat a vyhodnotit („*absorb and evaluate*“). Časově velmi limitované nabídky („*Saturday Night Specials*“) vedly např. americkou SEC k zavedení minimálních lhůt doby závaznosti nabídek a obdobné lhůty zná také *City Code* (viz rule 31 a 32 *City Code*). Zákaz krátkých lhůt adresátům nabídky přináší kromě rozhodovacího komfortu i další výhody: umožňuje koordinaci jednání oslovených vlastníků účastnických cenných papírů, a brání tedy tomu, aby se adresáti nabídky ocitli v jakési variantě „dilematu dvou věžňů“. Ze zavedení lhůt těží adresáti nabídky i nepřímo. Zákon tím umožňuje – alespoň teoreticky – dalším subjektům přijít na trh s konkurenční nabídkou. Jak potvrzují empirické výzkumy z USA, zavedení informačních povinností u nabídek převzetí na základě *Williams Act* mělo za následek růst prémiové ceny. Soutěž, resp. vyhlídka případné soutěže, s dalšími zájemci o převzetí kontroly v cílové společnosti působí blahodárně na růst premie.⁴⁶⁾

19. Lhůta pro přijetí nabídky nemá být podle směrnice kratší než dva týdny (čl. 7 odst. 1 směr. o nab. převz.), česká úprava stanoví nejkratší dobu závaznosti nabídky převzetí na 4 týdny (srov. § 24). Ve zvláštních případech se tato lhůta modifikuje. Je tomu tak u konkurenční nabídky převzetí, pro kterou je zákonným minimem 10 dnů s tím, že se jí prolonguje i původní nabídka (srov. § 47 odst. 1 a 2). U tzv. dodatečné nabídky převzetí dle § 49 (učiněné po nabytí 90% podílu na hlasovacích právech a základním kapitálu cílové společnosti) činí pak doba závaznosti 90 dnů. Vzhledem k takto podrobné úpravě lhůt u nabídek převzetí je pak otázkou, jaký význam má formulace obecné zásady, dle které mají mít vlastníci účastnických cenných papírů dostatek času k rozhodnutí.

K písm. d)

20. Ani v rámci nabídek převzetí nedochází k sistaci základní **povinnosti členů představenstva a dozorčí rady jednat v zájmu společnosti**. Nabídky převzetí ovšem v tomto ohledu představují skutečný prubířský kámen, neboť zájmy společnosti jako celku (rentabilita, další existence společnosti) nemusí být v procesu nabídky převzetí vždy v souladu se zájmy majitelů účastnických papírů.

⁴⁶⁾ Bergström, C., Högfeldt, P., Macey, J. R., Samuelsson, P. The Regulation of Corporate Acquisitions: A Law and Economics Analysis of European Proposals for Reform. *Columbia Business Law Review*. 1995, s. 521.

21. Podle zákona mají navrch zájmy společnosti jako celku, ovšem pouze do té míry, dokud jejich respektování nemaří „možnost vlastníků účastnických cenných papírů rozhodnout se, zda nabídku převzetí přijmou“. Jenom v této kolizi má představenstvo a dozorčí rada preferovat zájmy společníků.

22. Dřívější česká úprava v obchodním zákoníku vyžadovala po orgánech cílové společnosti jednání v zájmu všech majitelů cenných papírů, jakož i v zájmu zaměstnanců a věřitelů.⁴⁷⁾ Ještě více v tomto ohledu „mlžila“ starší rakouská úprava v ÚbG, která do hry vtahovala dokonce i zájmy veřejnosti. Pro orgány cílové společnosti by tak vznikaly kolizní situace, např. v situaci, kdy by navrhovatel akcionářům učinil velmi výhodnou nabídku a současně avizoval rozsáhlé zeštíhlení osazenstva podniku po ovládnutí cílové korporace. Těžko řešitelné zájmové kolize by pak vznikaly také mezi akcionáři a majiteli dluhopisů, kteří jsou „čistými“ věřiteli společnosti a mohou se obávat toho, že náklady nabídky převzetí bude navrhovatel řešit na úkor zdrojů cílové společnosti.

23. Lze tedy jen uvítat, že směrnice o nabídkách převzetí [čl. 3 bod 1 písm. c)] ukládá jednat v zájmu společnosti jako celku a že zákon o nabídkách převzetí toto pravidlo doslova transponuje. Ochrana zájmů věřitelů či zaměstnanců (natožpak dokonce reflexe veřejného zájmu) totiž v úpravě nabídek nemá místo. Nabídky míří na změnu ve struktuře společníků, *ratio legis* příslušných úprav tedy leží ve spravedlivé a transparentní obměně vlastníků účastnických cenných papírů, a nikoliv v realizaci zájmů zaměstnanců a věřitelů.

24. Zákaz zmařit příležitost svobodného rozhodnutí adresátů nabídky o nabídce převzetí je v zákoně konkretizován tzv. povinností neutrality orgánů cílové společnosti upravenou v § 15. Označení „neutralita“ ovšem není zcela namístě. Zákaz totiž nenutí představenstvu a dozorčí radě nějakou „neutralitu“. Je spíše příkazem k pasivitě, tj. zdržení se opatření, které by zasahovala do rozhodování společníků, jež prostě není věcí orgánů cílové společnosti [srov. § 15 odst. 1 písm. a)]. Ve stanovisku, které zpracovává představenstvo spolu s dozorčí radou podle § 16, pak zákon nevyžaduje žádnou „neutralitu“, naopak. Údaje o pravděpodobném vlivu nabídky na zaměstnanost, strukturu a cíle cílové společnosti [srov. § 16 odst. 2 písm. f)] zcela jistě nemají být podány „neutrálně“ a k případnému vstupu navrhovatele do korporace se mohou stavět nepříznivě či zcela odmítavě.

K písm. e)

25. V souvislosti s nabídkou převzetí **nesmí docházet k deformacím trhu s cennými papíry** cílové společnosti, navrhovatele nebo jiné společnosti tak, aby byl uměle ovlivňován jejich kurz a normální fungování trhu bylo narušeno. Tato zásada se týká čistě kapitálového trhu: při obchodování s cennými papíry cílové společnosti, navrhovatele nebo i jiných nabídkou dotčených společností nemá tedy docházet k deformacím trhu. Ustanovení § 3 odst. 1 písm. e) je formulováno všeobecně (tedy nejen pro cílovou společnost a navrhovatele, ale pro všechny případné účastníky) a objektivně, bez ohledu na subjektivní představu případného narušitele.

26. Vzorem obecně formulovaného ustanovení je principle 6 City Code: „*All parties to an offer must use every endeavour to prevent a creation of a false market in the securities of an offeror or the offeree company*“.

⁴⁷⁾ Srov. § 183a odst. 10 písm. c) obch. zák. ve znění do 31. března 2004.

nebezpečí a prostor pro manipulaci. Ta může obecně mít formu obchodní (*trade-based*) a informační (*information-based*).

27. K nesrovnalostem a zkreslení tržních poměrů by mohlo dojít zejména při prodeji cenných papírů cílové společnosti navrhovatelem. Podle rule 4.2 City Code k tomu musí udělit souhlas tribunál (*Panel*). Toto řešení je nasnadě: masovým prodejem cenných papírů cílové společnosti by mohlo dojít k takovému snížení kurzu, že by se zvýšil tlak vyvíjený na dosud váhající majitele. Stejně nebezpečí hrozí například v případech, kdy navrhovatel nabízí směnu za vlastní cenné papíry, které za tím účelem skupuje na veřejném trhu. Zde by uměle vyvolaná poptávka mohla narušit výměnnou relaci papírů společnosti navrhovatele a cílové společnosti. V zákoně o nabídkách převzetí najdeme omezení možnosti nabývat či zcizovat účastnické cenné papíry cílové společnosti v § 17 a 18 (srov. blíže komentáře k citovaným ustanovením). K informačnímu rozměru manipulace s trhem viz blíže komentář k § 8 a 9 zákona.

K písm. f)

28. Ustanovení § 3 písm. f) představuje transpozici čl. 3 písm. e) směr. o nab. převz. Z hlediska stylistického rozhodně nepatří mezi ozdoby předpisu. Navrhovatel může uveřejnit záměr učinit nabídku (§ 8 odst. 3) teprve poté, co dostatečně zajistí peněžité plnění pro vlastníky účastnických cenných papírů. Obdobně to platí pro nabízené nepeněžité plnění. Pozoruhodný text „*opatření, na základě nichž bude zajištěno, aby zajistil poskytnutí takového plnění*“ se v zákoně ocitl patrně technickou chybou při závěrečné redakci v rámci legislativních prací.

29. V souladu se zásadou zabezpečení plnění pro vlastníky účastnických cenných papírů cílové společnosti vyžaduje § 10 odst. 1 písm. l) jako jednu z náležitostí nabídkového dokumentu i údaje o zdrojích a způsobu financování či jiném zajištění plnění. Samotnému navrhovateli a zejména adresátům jeho nabídky tak bude zřejmý poměr financování z vlastních a cizích zdrojů. Obdobně tomu bude v případě, že navrhovatel zvyšuje výši protiplnění dle § 23 odst. 1 – i zde bude nabídkový dokument obsahovat údaje o financování zvýšeného protiplnění (blíže k tomu komentář k § 23).

30. Česká národní banka je oprávněna při přezkumu návrhu nabídkového dokumentu vyzvat navrhovatele k tomu, aby prokázal, že má dostatek zdrojů k financování nabídky převzetí (srov. komentář k § 12 odst. 3). Na nepeněžité plnění zde bohužel již zákonodárce nepamatoval. Vzhledem k tomu, že zajištění plnění pro společníky cílové společnosti je obecnou ubikvitní zásadou (nikoliv jen obecně formulovanou povinností osob zúčastněných na nabídkách převzetí, jak by bylo možno usuzovat z nevhodného návěti § 3), usuzujeme, že i v těchto případech může Česká národní banka vyzvat navrhovatele, aby doložil zajištění nepeněžitého plnění, jež bude společníkům cílové společnosti nabízet. Uvedený závěr ostatně potvrzuje i § 12 odst. 5 zákona, který České národní bance dává poměrně široký prostor pro vynucení dalších informací nebo změnu obsahu nabídkového dokumentu (srov. blíže komentář k citovanému ustanovení) či § 60 s širokou paletou opatření k nápravě.

31. Inspirací pro tvůrce evropské předlohy, tj. čl. 3 písm. e) směr. o nab. převz., byl opět City Code (*General Principles*, 5); obdobná ustanovení najdeme již před schválením směrnice o nabídkách převzetí v rakouském (§ 4 odst. 1 a § 9 odst. 1 ÚbG) či německém

právu (§ 13 WpÜG). V českém právu byla povinnost prokázat dostatečné zdroje pro splnění závazku také zakotvena ještě před schválením směrnice. Obchodní zákoník (ve znění do 31. března 2004) v § 183a odst. 2 povoloval realizaci nabídky převzetí pouze tehdy, pokud navrhovatel měl nejpozději v době splatnosti ceny k dispozici dostatečné prostředky na zaplacení ceny. Dřívější i současné české právo ovšem nepožaduje, aby zajištění peněžitého či nepeněžitého plnění ověřila třetí osoba, která pak bude adresátům nabídky odpovídat za škodu způsobenou nesplněním závazku navrhovatelem. Tak je tomu např. v SRN, kde bonitu navrhovatele povinně „ověřuje“ instituce poskytující služby v oblasti cenných papírů (Wertpapierdienstleistungsunternehmen), která odpovídá akceptantům za případnou škodu (srov. § 13 odst. 2 WpÜG). Zákon o nabídkách převzetí sice počítá s obdobným prohlášením „důvěryhodných“ třetích osob v § 11 odst. 1 – zde jde ale pouze o fakultativní doplněk nabídkového dokumentu.

32. Schopnost navrhovatele dostat svým závazkům ze smluv uzavřených na základě nabídky převzetí má pro úspěch nabídky klíčový význam. Zákon proto vyžaduje zajištění v plném rozsahu, což znamená, že prostředky musí být zajištěny potenciálně pro všechny akcionáře, kteří mohou nabídku převzetí akceptovat. V opačném případě by totiž hypoteticky zůstala část akcionářů bez protiplnění, což by kolidovalo i se zásadou rovného zacházení dle § 3 písm. a).

33. U částečné nabídky převzetí bude navrhovatel prokazovat zajištění protiplnění odpovídající příslušnému počtu účastnických cenných papírů. I tento omezený počet ovšem hypoteticky vede k získání rozhodného podílu umožňujícího ovládnutí společnosti dle § 39 odst. 2 (jinak by totiž vůbec nešlo o nabídku převzetí ve smyslu § 2 odst. 1). V případě úspěchu částečné nabídky (tj. nabytí rozhodného podílu a ovládnutí společnosti) ale navrhovateli vznikne povinnost učinit nepodmíněnou a neomezenou nabídku převzetí všem vlastníkům účastnických cenných papírů. Soudíme proto, že v těchto případech má Česká národní banka při hodnocení požadavku, zda navrhovatel prokázal dostatek zdrojů pro plnění závazku z částečné nabídky, přihlídnout i k potenciální povinné nabídce převzetí, která bude následovat po prvním, „dobrovolném“ kole.⁴⁸⁾

K písm. g)

34. Katalog nejobecnějších pravidel nabídek převzetí uzavírá **zásada ochrany cílové společnosti před nadměrným omezováním**. V souladu s § 3 písm. g) nesmí být cílová společnost nabídkou převzetí „nepřiměřeně omezována ve své podnikatelské činnosti“. Tímto ustanovením má být do českého práva transponován čl. 3 odst. 1 písm. f) směr. o nab. převz., dle kterého „*cílová společnost nesmí být nabídkou svých cenných papírů zdržena ve svém provozu po dobu delší, než je přiměřené*“ (v angličtině „*an offeree company must not be hindered in the conduct of its affairs for longer than is reasonable by a bid for its securities*“).

35. Oproti znění evropské směrnice (zvláště v anglické verzi) je patrné relativní zúžení chráněného zájmu, který se redukuje na nerušenou podnikatelskou činnost cílové společnosti.⁴⁹⁾ Dřívější úprava obsažená v § 183a odst. 10 písm. d) obch. zák. (ve znění do

⁴⁸⁾ Obdobně podle starší úpravy Čech, P. In *Obchodní zákoník: komentář. Díl III*. 1. vyd. Praha: Polygon, 2002, s. 1850.

⁴⁹⁾ Podobně např. úprava v německém WpÜG, který v § 3 ukládá navrhovateli i cílové společnosti, aby nabídku realizovali rychle s tím, že cílová společnost nemá být ve své obchodní činnosti

31. března 2004) určovala obecněji, že při nabídce převzetí „nesmí být cílová společnost nabídkou převzetí zatěžována po neúměrně dlouhou dobu“, aniž by tuto zátěž vážala jen na podnikatelskou aktivitu cílové společnosti. Omezení cílové společnosti v rámci procesu nabídky převzetí totiž nebudou primárně souviset s její podnikatelskou činností a budou mít spíše organizační, administrativní či regulační charakter.

36. V jiném aspektu jde však naše současná úprava v § 3 písm. g) nad rámec směrnice. Direktiva o nabídkách převzetí totiž zásadu neomezuujícího provedení nabídky pojímá především v jejím temporálním významu. Balast cílové společnosti je tedy akceptovatelný za podmínky, že je přiměřený z pohledu časového. Tvůrci našeho transpozičního předpisu tento atribut opomenuli a zákaz neadekvátního omezení cílové společnosti formulovali obecněji. Poněkud se tak ztrácí původní význam a smysl zásady, který v první řadě směřuje k rychlému provedení nabídky převzetí s tím, že omezení cílové společnosti je přirozenou, nutnou a také přijatelnou daní za existenci nabídek převzetí, nemá však být neúměrně prodlužováno ani zneužíváno např. za účelem konkurenčního boje.

37. Rychlé provedení nabídky, resp. její rychlé ukončení (ať už s pozitivním, či negativním výsledkem), bude přitom zpravidla v zájmu jak cílové společnosti, tak i navrhovatele. Nejistý stav neprospívá nikomu z nich a nabídky představují obvykle intenzivní zásah do aktivit obou korporací. Markantní je to u cílové společnosti, kde je limitován manévrovací prostor orgánů ve vztahu k nabídce převzetí [srov. § 15 odst. 1 písm. b)] a dochází k automatickým zásahům do organizačního chodu cílové společnosti.

38. Cílové společnosti vzniká řada sekundárních právních povinností, některé dokonce ještě předtím, než navrhovatel vůbec uveřejnil záměr učinit nabídku převzetí či záměr jednat tak, že mu vznikne nabídková povinnost. Cílová společnost má např. povinnosti směřující k ochraně vnitřních informací (srov. § 8 odst. 1, § 9 odst. 2 a komentáře k nim). Zákon také uložil cílové společnosti informační povinnosti směrem k jejím zaměstnancům (§ 14). Členové představenstva a dozorčích rad cílové společnosti jsou dále povinni dodržovat výše zmíněnou „neutralitu“ (§ 15) současně musí v relativně krátkých lhůtách zpracovat své stanovisko k nabídce a doručit je navrhovateli a případně je i publikovat (§ 16).

39. V souladu s evropskou předlohou bude třeba při hodnocení „přiměřenosti“ případného omezení cílové společnosti akcentovat především časový aspekt této zátěže; samotný fakt, že je cílová společnost vystavena tlaku, je v zásadě irelevantní. Zásada neomezuujícího provedení nabídky převzetí tak nalézá své konkrétní vyjádření v těch ustanoveních zákona, které stanoví časový harmonogram postupů v rámci nabídek převzetí a omezují celý proces relativně rigidním časovým horizontem. Jde zejména o úpravu lhůt pro: předložení nabídkového dokumentu (§ 12), učinění nabídky převzetí (§ 13), informování zaměstnanců (§ 14), svolání valné hromady povolující obranu proti nabídkám (§ 15 odst. 2), formulaci stanoviska členů představenstva a dozorčí rady a jeho předání navrhovateli (§ 16 odst. 1 a 5), dobu závaznosti nabídky převzetí (§ 24), tzv. ochrannou lhůtu, ve které navrhovatel nemůže učinit další nabídku převzetí (§ 29 odst. 1 až 4) a dodatečnou nabídkovou povinnost (§ 49 odst. 1 a 2).

nepřiměřeně zatěžována po nepřiměřenou dobu („Der Bieter und die Zielgesellschaft haben das Verfahren rasch durchzuführen. Die Zielgesellschaft darf nicht über einen angemessenen Zeitraum hinaus in ihrer Geschäftstätigkeit behindert werden“).

40. V souvislosti se zásadou ochrany cílové společnosti před neúměrným zatěžováním hrají klíčovou roli tři z výše uvedených ustanovení. Za prvé jde o dobu závaznosti nabídky převzetí. Ta podle čl. 7 odst. 1 směr. o nab. převz. nemá být kratší než dva týdny a delší než deset týdnů ode dne zveřejnění nabídkového dokumentu. Za předpokladu, že je dodržena obecná zásada ochrany společnosti před nepřiměřeným omezováním nabídkou převzetí, však mohou členské státy stanovit, že lhůtu deseti týdnů lze prodloužit za podmínky, že předkladatel nabídky oznámí svůj záměr uzavřít nabídku nejméně dva týdny předem. Těto příležitosti se chopili tvůrci českého předpisu, když neomezili dobu závaznosti nabídky a u nabídek s dobou závaznosti nad 10 týdnů pouze navrhovateli uložili povinnost publikovat včas (2 týdny předem) upozornění o konci doby závaznosti nabídky. Doba trvání oferty je tedy v rukou navrhovatele. Limitem mu bude právě aplikace zásady formulované v § 3 písm. g), kterou bude Česká národní banka zvažovat v rámci přezkumu nabídkového dokumentu či při povolení publikace povinné nabídky převzetí.

41. Za výraz stejné zásady lze považovat i stanovení speciální jednoroční ochranné lhůty po uplynutí doby závaznosti nabídky převzetí, v níž se navrhovateli brání učinit další nabídku převzetí, nejde-li o nabídku povinnou či konkurenční (§ 29). Cílová společnost tak nemá být opakovaným předmětem „nájezdů“ navrhovatele. Právní úprava ji chrání před dalšími nabídkami stanovením jednoročního oddechového času (blíže k tomu komentář k § 29 odst. 1).

42. Třetím důležitým nástrojem ochrany cílové společnosti před neúměrným zatížením nabídkou je pravidlo označované v odborné literatuře⁵⁰⁾ jako „*put up or shut up*“, které navrhovatele, jenž deklaroval záměr učinit nabídku, nutí tento záměr splnit ve stanovené lhůtě. Pokud této povinnosti nedostojí, má další možnost teprve po uplynutí určité ochranné lhůty.⁵¹⁾ Zákon o nabídkách převzetí upravuje povinnost k realizaci veřejně oznámeného záměru nejpozději do 90 dnů ode dne oznámení (§ 29 odst. 2). Pokud tak navrhovatel neučiní, bude mít možnost opakovat svou nabídku až po uplynutí jednoho roku (srov. blíže komentář k § 29 odst. 1).

Související ustanovení:

§ 5 – (Kolizní normy pro nabídky převzetí v rámci EHP), odst. 1; § 7 – (Uveřejnění zahraniční nabídky převzetí); § 8 – Ochrana vnitřních informací a ochrana před deformacemi trhu; § 9 – (Komunikace mezi navrhovatelem a cílovou společností, ochrana informací); § 10 – Nabídkový dokument; § 11 – Další náležitosti nabídkového dokumentu; § 12 – Oznámení nabídky převzetí; § 13 – Učinění nabídky převzetí; § 14 – Informování zaměstnanců; § 15 – Povinnost neutrality orgánů cílové společnosti; § 16 – Stanovisko orgánů cílové společnosti; § 18 – Následky porušení zákazu nabyvat nebo zcizovat účastnické cenné papíry cílové; § 20 – Protiplnění při nabídce převzetí, odst. 2; § 23 – Změna a odvolání nabídky převzetí, odst. 1 a 2; § 24 – Doba závaznosti nabídky převzetí; § 25 – Vznik smlouvy; § 29 – Ochranná lhůta; § 30 – Zákaz nabytí účastnických cenných papírů cílové společnosti po ukončení doby závaznosti nabídky převzetí, odst. 2; § 43 – Protiplnění při povinné nabídce převzetí; § 46 – (Konkurenční nabídky); § 47 – (Pravidla souběhu); § 49 – (Právo sell-out); § 60 – Opatření k nápravě

⁵⁰⁾ Čech, P. In Dědič, J. et al. *Obchodní zákoník. Komentář. Díl III.* 1. vyd. Praha: Polygon, 2002, s. 1894.

⁵¹⁾ Inspirací zde byl Rule 35 britského City Code, který předpokládá lhůtu 12 měsíců, po kterou nemůže navrhovatel opakovat svou nabídku. Obdobně např. rakouská úprava, která v těchto případech upravuje jednoroční „*Sperrfrist*“, srov. § 21 rakouského ÚbG. Blíže k tomu např. Hausmaninger, Ch., Herbst, Ch. *Übernahmegesetz*. Wien: Manz Verlag, 1999, s. 179 a násl.