

Nabídky převzetí

Josef Kotásek

Asset deal v. Share Deal

Formy získání kontroly nad podnikem

Koupě podniku či jeho části

Kontrola nad společností

- postupné získávání podílů (creeping takeover)
- individuální oslovení akcionářů
- veřejný návrh

Ekonomické teorie NP

- 1 Synergické efekty
- 2 Trh kontroly a řízení společností
- 3 “Empire-building”
- 4 Cílová společnost jako “kořist”
- 5 Nabídka převzetí jako instrument nátlaku na společníky cílové společnosti
- 6 Perverzní motivace

Anti - Empire building

“Another argument against tender offer portrays them as reducing the welfare of the shareholders of the acquirers by more than the premium paid to the target’s shareholders. In this view, tender offers represent self aggrandizing empire building by acquiring managers who err in deciding what firms to acquire or what price to pay. The difficulty with this view is its implicit assumption that product and labor market constrains (and the tender offer process itself) do not discipline managers. A corporation headed by an empire-building management team that did not maximize profits would fare poorly in the product market and would have lower share prices; its managers would fare poorly in the employment market. The corporation itself would become a takeover candidate”

Greenmailing

Různé přístupy judikatury

Good v. Texaco, Inc.

Heckman v. Ahmanson

Starší studie SEC: v období mezi lednem 1979 a březnem 1984 bylo zaplaceno na transakcích typu “greenmailing” cca 5,5 miliardy USD. Kurs příslušných účastnických cenných papírů se pohyboval kolem 4,5 miliardy, takže prémiový “výnos” představoval přibližně 1 miliardu USD

Looting

Po zkušenostech s “looting cases” byla v USA dokonce diskutována dogmaticky mimořádně zajímavá otázka odpovědnosti prodávajících akcionářů.

Část judikatury nenazírá prodej akcií pouze jako privátní operaci mezi dvěma subjekty, ale uznává, že prodejce musí jednat s přiměřenou péčí i vzhledem k zájmům společnosti a “zůstávajícím” akcionářům.

Katalog indicií, které musí být pro prodejce podnětem zvýšeného ostražitosti: (1) ochota zaplatit mimořádně vysokou cenu, (2) zvláště se zajímá o rychle zpeněžitelný majetek společnosti, (3) klade důraz na co nejrychlejší převzetí kontroly nad společností a dispozici nad likvidním majetkem, (4) jeví jen minimální zájem o obchodní provoz podniku společnosti a (5) nepožívá dobré pověsti nebo jsou zde další pochybnosti o jeho osobě.

- tzv. *danger signs*

Důsledky porušení náležité péče při prodeji jsou hodnoceny, část autorů omezuje odpovědnost prodejce pouze na případnou náhradu škody, jiní požadují kromě toho i vydání kontrolní prémie.

(Hamilton, Corporations, s. 271; srovnej také Henn/Alexander, Corporations, s. 658)

Dlouhá cesta k evropské směrnici

- zlaté akcie
- spor mezi VB a Španělskem o Gibraltar
- nedostatečná harmonizace v oblasti stanovení přiměřené ceny při povinné nabídce převzetí
- princip neutrality orgánů cílové společnosti
- absence nástrojů k ochraně zaměstnanců v rámci nabídky převzetí
- Mannesmann, Volkswagen
- City Code on Takeovers and Mergers

Zlaté akcie v judikatuře ESD

Rozsudek ze dne 8. července 2010 - Evropská komise v. Portugalská republika

Věc C-171/08

Výrok: „Portugalská republika tím, že ve společnosti Portugal Telecom SGPS SA zachovala taková zvláštní práva, jaká upravují stanovy uvedené společnosti ve prospěch státu a jiných veřejnoprávních subjektů, která jsou spojena s přednostními akciemi ("golden shares") státu ve společnosti Portugal Telecom SGPS SA, nesplnila povinnosti, které pro ni vyplývají z článku 56 ES“.

Seznam zlatých akcí ke dni 31.12.2005

- [České přístavy, a.s.](#)
- [Československá plavba labská, a.s.](#)
- [Hřebčín Napajedla a.s.](#)
- [CHEVAK Cheb, a.s.](#)
- [Chodské vodárny a kanalizace a.s.](#)
- [Jan Becher - Karlovarská Becherovka, a.s.](#)
- [Severočeská vodárenská společnost a.s.](#)
- [Slovácké vodárny a kanalizace, a.s.](#)
- [Ústav jaderného výzkumu ŘEŽ a.s.](#)
- [VaK Bruntál a.s.](#)
- [Vodárenská a kanalizační a.s.](#)
- [Vodárny Kladno-Mělník, a.s.](#)
- [Vodohosp.zařízení Šumperk,a.s.](#)
- [Vodohospodářská a obchodní společnost, a.s.](#)
- [Vodohospodářská společnost Olomouc, a.s.](#)
- [Vodohospodářská společnost Vrchlice - Maleč, a.s.](#)
- [Vodovody a kanalizace Beroun, a.s.](#)
- [Vodovody a kanalizace Břeclav, a.s.](#)
- [Vodovody a kanalizace Havlíčkův Brod, a.s.](#)
- [Vodovody a kanalizace Hodonín, a.s.](#)
- [Vodovody a kanalizace Hradec Králové, a.s.](#)
- [Vodovody a kanalizace Chrudim, a.s.](#)
- [Vodovody a kanalizace Jablonné nad Orlicí, a.s.](#)
- [Vodovody a kanalizace Kroměříž, a.s.](#)
- [Vodovody a kanalizace Mladá Boleslav, a.s.](#)
- [Vodovody a kanalizace Náchod, a.s.](#)
- [Vodovody a kanalizace Nymburk, a.s.](#)
- [Vodovody a kanalizace Pardubice, a.s.](#)
- [Vodovody a kanalizace Prostějov, a.s.](#)
- [Vodovody a kanalizace Přerov, a.s.](#)
- [Vodovody a kanalizace Trutnov, a.s.](#)
- [Vodovody a kanalizace Vsetín, a.s.](#)
- [Vodovody a kanalizace Zlín, a.s.](#)
- [Vodovody a kanalizace Vyškov, a.s.](#)

The High Level Group of Company Law Experts 2001

- princip autonomie vůle adresátů nabídky převzetí, rozhodnutí nenáleží orgánům cílové společnosti
- ochrana *stakeholderů* speciálními pravidly
- princip proporcionality mezi podílem na základním kapitálu a kontrolou ve společnosti: pozastavení výkonu veškerých disproporčních rozhodovacích oprávnění v rámci nabídky převzetí („break-through rule“)

členové Winterovy komise: J. Winter (Nizozemí, 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).

Evropská předloha

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

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/cs/dd/17/02/32004L0025CS.pdf>

Je nezbytné chránit zájmy držitelů cenných papírů společností, které se řídí právem členského státu, pokud jsou tyto společnosti předmětem nabídek převzetí nebo se mění subjekty, které je ovládají, a alespoň některé jejich cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu v členském státě.

Cílem směrnice je posílení právní jistoty v nabídkách k převzetí akciové společnosti, jejíž akcie jsou veřejně obchodovatelné a zajištění ochrany akcionářů v průběhu takové transakce. Akcionář, který získá určitý podíl na společnosti, je povinen učinit nabídku odkupu podílů menšinových akcionářů za spravedlivou cenu. Způsob určení této ceny je popsán ve směrnici. Orgán dohlížející nad trhem cenných papírů může výslednou cenu upravit s ohledem na konkrétní okolnosti případu, specifikováno ve směrnici.

NP v právu ČR

- do roku 1996 – žádná regulace
- novela ObchZ 142/1996 Sb. - veřejný návrh smlouvy o koupi akcií (§ 183a-183c, od 1. 7. 1996)
- významné změny - zákon č. 370/2000 Sb. (§183a-183h, novela účinná od 1. 1. 2001)
- květen 2006, transpoziční lhůta uběhla a Evropská komise s ČR zahájila řízení pro porušení Smlouvy o založení Evropských společenství
- zák. č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí, s účinností od 1. dubna 2008

Nabídky převzetí v § 2

Týká se nabídek určených vlastníkům účastnických cenných papírů vydaných akciovou společností se sídlem v ČR, jejíž účastnické cenné papíry jsou přijata k obchodování na burze.

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

- Na rozdíl od původní úpravy v obchodním zákoníku se úprava nabídek převzetí (část první zákona) již nevztahuje na nabídky převzetí týkající se
- společností, jejichž účastnické cenné papíry nejsou kótovány na regulovaném trhu.

Sporné „veřejné“ návrhy

Příklad: navrhovatel se obrátí adresně na většinu akcionářů společnosti a posléze bude tvrdit, že nemusel splnit podmínky stanovené v ZNP, neboť se vždy jednalo o neveřejný adresný návrh konstruovaný pro každého akcionáře zvláště.

- Veřejný návrh smlouvy, v němž není obsažen prvek ovládnutí ve smyslu uvedené definice, nelze pokládat za nabídku převzetí dle zákona podléhající jeho regulaci.

Wellmanův Test

Faktory Wellmanova testu:

- Obrací se navrhovatel na značný počet akcionářů?
- Postupuje navrhovatel plánovitě s cílem nabýt větší množství akcií?
- Obsahuje nabízené plnění obvyklou tržní cenu, zejména kurz?
- Obrací se navrhovatel na akcionáře s jednostranně formulovanou závaznou ofertou, anebo podmínky jednotlivých transakcí individuálně dojednává?
- Je nabídka spojená s podmínkami typickými pro nabídky převzetí, např. s možností odstoupení, jestliže akceptace nepřekročí stanovený minimální podíl na základním kapitálu?
- Je nabídka časově omezená?
- Jsou adresáti návrhu vystaveni jakémukoliv ekonomickému tlaku, aby nabídku akceptovali?
- Jsou v souvislosti s postupem navrhovatele činěna veřejná prohlášení?

Klasifikace nabídek převzetí

Dobrovolná

- částečná (§ 21 ZNP)
- podmíněná (§ 22 ZNP)

Povinná (§ 35 ZNP)

Konkurenční (§ 46)

Dodatečná (§ 49)

Další klasifikace:

Přátelské/nepřátelské nabídky převzetí

Zásady nabídky převzetí

- 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 jednají v zájmu této společnosti jako celku; svým postupem však nesmí zmařit možnost vlastníkům účastnických cenných papírů rozhodnout se, zda nabídku převzetí přijmou,
- 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.

Příklady porušení zásad NP

Navrhovatel pro prvních 51 % akcií (first tier) navrhuje zaplatit cenu, která leží 20 USD nad aktuálním burzovním kursem. Současně ale oznámí, že oproti získání zbylých 49 % akcií (second tier) již nenabízí hotovost, nýbrž dluhopisy, jejichž jmenovitá hodnota je pouze 10 USD nad aktuálním kursem akcií.

volně dle případu *Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co.*

V USA ale přípustné, Williams Act:

Pokud na dvoukolovou nabídku reaguje větší počet majitelů (než např. 51 % ve shora uvedeném Merktově příkladu), obdrží akcionáři tzv. *blended price*, v doslovném překladu *řezanou* cenu z obou kol.

Nashovo dilema

“Dilema dvou vězňů” je obvykle demonstrováno na následujícím případě: Pachatelé A a B společně spáchali trestný čin a vzápětí byli dopadeni.

Státní zástupce má v rukou pouze důkazy, které mu umožňují “dostat” oba vězně na jeden rok do vězení.

Vyslýchá proto každého z nich samostatně a nabídne následující “obchod”: jestliže se dotyčný vězeň ke svému činu dozná, obdrží trest tři měsíců odnětí svobody, jeho partner bude ale odsouzen na dobu deseti let. Pokud se však přiznají oba, budou odsouzeni na dobu pěti let.

Subjekty nabídek převzetí

Oferent

Povinná osoba

Cílová společnost

Adresát nabídky převzetí

Akceptant

Zájmově zúčastněná osoba - § 19

Spolupracující osoba

Spory: - jen jeden oferent?

- adresát nabídky i cílová společnost?

- rozdíl mezi spolupracující osobou (§ 2 odst. 9 ZNP x ovládání, jednání ve shodě)

Co je nabídka převzetí?

Jednání směřující k nabytí účastnických cenných papírů cílové společnosti, které vykazuje významné znaky nabídky převzetí, je nabídkou převzetí.

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.

Ten, kdo získá rozhodný podíl na hlasovacích právech v cílové společnosti („povinná osoba“), učiní do 30 dnů ode dne, který následuje po dni získání nebo překročení tohoto podílu, nabídku převzetí všem vlastníkům

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.

NP jako specifický způsob kontraktace

Oznámení o NP - § 8 odst. 3

Nabídkový dokument – výlučná komunikace s publikem

Protiplnění (§ 10 odst. 1 písm. l; § 12 odst. 3)

Ingerence ČNB – nabídkový dokument se předkládá ke schválení (D, § 12)

Pokud není dokument zakázán, navrhovatel jej uveřejní (ve lhůtě pracovních dnů D+15 – D+30)

Pokud je dokument schválen - možné zveřejnění i dříve

Publikace dokumentu - § 13 odst. 3 ZNP

Před uveřejněním ovšem nutný kontakt s cílovou společností
Možnost dalších protektivních opatření ve stanovách

Target

Povinnosti členů představenstva a DR cílové společnosti

- informování zaměstnanců - § 14
- mlčenlivost, ochrana vnitřních informací
- „neutralita“ - § 15
- stanovisko (lhůta 5 dnů), doručí do dvou dnů návrhovateli a ČNB
 - nemusí být formulováno jako konkrétní doporučení
- možnost hledání konkurenční nabídky

Publikace a protiplnění

Základní způsob publikace

- celostátní deník + internet

Doplňkové způsoby

- určují stanovy cílové společnosti!

Doba závaznosti NP

- alespoň 4 týdny

Protiplnění stejné pro všechny adresáty odpovídajícího cenného papíru (§ 20)

Limitace navrhovatele

Žádná právní jednání směřující ke smluvnímu nabytí účastnických CP za jiných podmínek, než je v nabídce převzetí

Výjimky: § 17 odst. 1

Zákaz zcizení účastnických papírů (§ 17 odst. 2)

Důsledky: 3-letá sistance práv
dorovnání ceny

Pravidlo průlomu - § 32

Break-through

one share – one vote

limity jsou prolomeny při:

- rozhodování VH cílové společnosti o obranných opatřeních
- první zasedání VH po skončení NP, pokud oferent získal 75% a více,
- převody cp na oferenta.

Není transpoziční povinností, cílové společnosti je mohou zavést dobrovolně. Některé státy zavedly průlom přímo v zákoně.

„Odevzdání brnění“

Cílová společnost může na sebe vztáhnout tato pravidla (§ 32):

V době závaznosti nabídky převzetí se omezení převoditelnosti účastnických cenných papírů cílové společnosti určené stanovami nebo dohodou mezi cílovou společností a akcionáři nebo akcionáři navzájem stávají pro převody v rámci nabídky převzetí vůči navrhovateli neúčinnými (nevztahuje se na omezení před 21. 4. 2004 – srov. § 64 odst. 4 ZNP).

Na VH rozhodující o obraných opatřeních jsou neúčinná jakákoli omezení hlasovacích práv určená stanovami nebo dohodou mezi cílovou společností a akcionáři nebo akcionáři navzájem.

Pokud navrhovatel získá 75% na hlasovacích právech cílové společnosti, pak na první valné hromadě svolané po nabídce se nepoužijí omezení hlasovacích práv.

Motivace k vlastnímu oslabení

-

Odškodnění při průlomu

Zásada rovných a spravedlivých podmínek - § 34 ZNP

Pravidlo průlomu se nemusí aplikovat v případě, že oferent na sebe nevztáhnul obdobné pravidlo průlomu - § 34

Princip ekvivalence obranných opatření

Navrhovatel je povinen poskytnout odškodnění akcionářům, kteří průlomem utrpěli újmu.

Ochranná lhůta dle § 29 a důsledky koketování navrhovatele

- Po uplynutí doby závaznosti nabídky převzetí nesmí navrhovatel po dobu 1 roku od uveřejnění výsledků učinit další nabídku převzetí (leda povinná či konkurenční)
- Totéž platí pro navrhovatele, který a) veřejně oznámil záměr učinit nabídku převzetí a nakonec ji neučinil nebo b) veřejně oznámil záměr jednat tak, že mu vznikne nabídková povinnost, c) jehož jednání vzbudilo u investorské veřejnosti důvodný předpoklad, že hodlá učinit nabídku převzetí, a navrhovatel veřejně tyto domněnky nepopřel, d) který veřejně prohlásí, že nabídku převzetí neučiní, ani že nebude jednat tak, že mu vznikne nabídková povinnost
- Česká národní banka může lhůtu 1 roku prominout
- Rozpor se zákonem ale nemá takový vliv na ostatní zákonné povinnosti, ani na platnost smluv uzavřených na základě takové nabídky převzetí.

Zákaz následného nákupu a důsledky jeho porušení

- Navrhovatel nesmí po dobu 6 měsíců od konce doby závaznosti nabídky převzetí nabývat převodem účastnické cenné papíry cílové společnosti za vyšší protiplnění, než které obsahovala nabídka převzetí
- Výjimky: regulovaný trh, plnění povinnosti...
- *Možnost* povolení výjimky ze zákazu
- Česká národní banka žádosti vyhoví, pokud to bude v souladu se zásadami nabídek převzetí (§ 3).
- *Sankce*: Jestliže navrhovatel nebo osoba s ním spolupracující nabudou účastnické cenné papíry převodem v rozporu se zákazem, dorovná navrhovatel rozdíl osobám, které přijaly původní nabídku převzetí

Povinná nabídka převzetí

Nabytí tzv. rozhodného podílu (§ 2 odst. 6 ZNP) a ovládnutí společnosti

Přičítání hlasovacích práv - § 36 ZNP

Nezapočítávání hlasovacích práv - § 38

Výjimky z povinnosti učinit nabídku (ex lege či ČNB):

- univerzální sukcese
- exit akcionářů zajištěn dostatečně jinými prostředky
- přesuny podílů v rámci koncernu
- neovládání společnosti i přes rozhodný podíl
- zahozený „horký kaštan“ (§ 40 ZNP)
- plnění zákonných povinností či jednání odvracející úpadek (§ 41 ZNP)

Parametry povinné nabídky

není možná částečná ani podmíněná nabídka

nabídku nelze odvolat

Zvláštní pravidla pro určení ceny - § 43 III ZNP

Prémiová cena

„v posledních 12 měsících před vznikem nabídkové povinnosti účastnické cenné papíry, které jsou předmětem nabídky převzetí“

Ingerence ČNB - § 44 ZNP

změna výše protiplnění, revize znaleckého posudku!

Povinné dojíždání rozjedeného koláče

§ 49 ZNP

Podmínky vzniku dodatečné nabídková povinnosti

- neomezená a nepodmíněná nabídka převzetí
- nabytí 90% podílu na hlasovacích právech

Parametry dodatečné NP

- závaznost 90 dní
- identické protiplnění
- přiměřená aplikace NP

Konkurenční NP

Jiný navrhovatel

Princip rovného zacházení

Stanovisko představenstva a DR uvádí také komparaci s konkurencí

Nutno řešit časový rámec: 5 dní před ukončením závaznosti, trvání minimálně 10 dnů

Sporná prolongace původní nabídky - § 47 II

Konkurenční NP II

Zákaz překupování přijetím konkurenční nabídky

Možnost nesankcionovaného odstoupení od již uzavřených smluv