

## K (dočasnému) neúspěchu evropské úpravy nabídek převzetí

Josef Kotásek\*

I. Nabídky převzetí (*takeover bids*), tedy veřejné návrhy na odkoupení účastnických cenných papírů, které navrhovateli umožní kontrolu společností, patří

k nejzajímavějším fenoménům hospodářského a právního života<sup>1</sup>. Zvláště v anglosaských zemích jsou obvyklým prostředkem k ovládnutí korporace (tzv. cfo-

---

\* Mgr. Josef Kotásek, Ph.D., Katedra obchodního práva Právnické fakulty Masarykovy univerzity, Brno. Příspěvek vznikl během autorova pobytu na MPI (Max-Planck Institut) v Hamburku v lednu a únoru tohoto roku.

<sup>1</sup> Nabídky převzetí jsou v českém právu upraveny v § 183a an. obchodního zákoníku (dále jen „ObchZ“).

vé společnosti). Nezaostává však ani kontinent; v roce 1990 zde byl objem nabídek převzetí poprvé vyšší, než ve Velké Británii<sup>2</sup>, a od té doby se neustále zvyšuje.

Nabídky převzetí patří přitom k těm oblastem evropského práva, jež vykazují pozoruhodnou míru odolnosti vůči harmonizačním snahám. Počátky úsilí evropského společenství o sjednocení národních úprav této významné části práva kapitálového trhu se datují již do poloviny sedmdesátých let. Jako většina podobných projektů Evropských společenství, i tento byl zpočátku pojat ve značně rozmáchlém stylu. První tzv. Penningtonův návrh<sup>3</sup> úpravy nabídek převzetí z roku 1974 se snažil danou problematiku regulovat s maximální možnou podrobností – tato preciozita bylo také do značné míry příčinou jeho neúspěchu.

Během dalších let bylo postupně předloženo několik návrhů směrnice o nabídkách převzetí – označované také jako „třináctá směrnice“. Stejně jako první návrh, i tyto další projekty byly inspirovány principy britské „samoregulační“ úpravy – City Code of Takeover and Mergers<sup>4</sup>. K hlavnímu zlomu došlo zřejmě v roce 1996, kdy bylo původně velkoryse koncipované dílo představeno v již méně ambiciózní a více realistické podobě<sup>5</sup>.

O tuto variantu se – po několika významných změnách – opíral i návrh třinácté směrnice, jež byl v červenci minulého roku předmětem schvalovacího procesu v evropském parlamentu. Nutné absolutní většiny však – jak je všobecně známo – dosaženo nebylo. Stoupence směrnice přitom od úspěchu dělil pouhý jeden hlas, neboť hlasování skončilo kuriózním patem: z celkové přítomných 568 poslanců bylo 273 pro, 273 proti a 22 se zdrželo hlasování<sup>6</sup>. Pro schválení návrhu třinácté směrnice hlasovali především liberálové (ale např. všichni zástupci Velké Británie a Irska bez ohle-

du na politickou příslušnost), proti pak byli zejména poslanci Evropské lidové strany a socialisté. Opět bez ohledu na politickou příslušnost vyjádřili téměř jednotně negativní stanovisko němečtí zástupci<sup>7</sup>.

Z německé strany šlo přitom o překvapivý obrát. Německo totiž několik měsíců předtím<sup>8</sup> akceptovalo jeden z kontroverzních bodů směrnice – zásadu pasivity představenstva cílové společnosti v procesu nabídky převzetí – byť ve zmírněné podobě, kterou se ještě dále snažily oslabit pozměňovací návrhy evropského parlamentu (z této zásady vychází mj. i české právo, když v § 183a odst. 11 písm. b) ObchZ přikazuje členům představenstva a dozorčí rady cílové společnosti zdržet se až do uveřejnění výsledku nabídky převzetí všeho, co by jí mohlo zmařit nebo znesnadnit, ledaže by k tomu dala souhlas valná hromada v době závaznosti nabídky).

Těsně před schvalováním směrnice byl pozitivní vztah ke směrnici opět přehodnocen<sup>9</sup>; touto negativní intervencí Spolková republika zásadně<sup>10</sup> přispěla k neúspěchu celého záměru. Cílem toho článku je podat základní informace o pravděpodobných důvodech a důsledcích tohoto neúspěchu, a to zejména z pohledu německého práva.

II. Oficiálně stála za negativním postojem Německa obava, že by tuzemské společnosti zůstaly vydány bez jakékoliv obrany „nepřátelským“ nabídkám převzetí ze strany zahraničních subjektů. Podle mínění spolkového ministerstva financí by se dostaly německé společnosti do značné nevýhody oproti korporacím z ostatních států EU, kde stále existují účinné mechanismy obrany proti nepřátelskému převzetí<sup>11</sup> (většinou jde o omezení hlasovacích práv pro určitého akcionáře či tzv. zlaté akcie<sup>12</sup>). Těsně před schvalováním směrnice

<sup>2</sup> Cit podle KRAUSE, H.: Das obligatorische Übernahmeangebot, Nomos Verlagsgesellschaft 1996, s. 19.

<sup>3</sup> Kom CI/56/74-E.

<sup>4</sup> „The City Code on Takeovers and Mergers and The Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares“.

<sup>5</sup> Viz Kom (95) 655, C 162 ze dne 6. 6. 1996. Obsahově ochuzená směrnice byla proto prezentována jako „rámcová směrnice“ (dle Merkt, Verhaltenspflichten bei feindlichen Übernahmen, Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht (dále jen pod zkratkou „ZHR“) 2001, s. 228). To je samozřejmě, s ohledem na obecný charakter každé evropské směrnice, zjevný pleonasmus; autoři tohoto výrazu se však snažili naznačit, že jde ve srovnání s předchozími koncepcemi o obecněji formulovanou direktivu s chudší kasuistikou.

<sup>6</sup> „Übernahme-Richtlinie, Europaparlament torpediert Kompromiss“, Frankfurter Allgemeine Zeitung (dále jen pod zkratkou „FAZ“) ze dne 4. 7. 2001 (dle).

<sup>7</sup> PLUSKAT, S.: Das Scheitern der europäischen Übernahmerichtlinie, Wertpapiermitteilungen (dále jen pod zkratkou „WM“) 2001, s. 1938.

<sup>8</sup> Viz např. LAND, V.: Das neue deutsche Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Der Betrieb (dále jen pod zkratkou „DB“) 2001, s. 1707.

<sup>9</sup> WACKERBARTH, U.: Von golden shares und poison pills: Waffengleichheit bei internationalen Übernahmeangeboten, WM 2001, s. 1741.

<sup>10</sup> Jestliže tedy S. PLUSKAT (PLUSKAT, S.: Das Scheitern der europäischen Übernahmerichtlinie, WM 2001, s. 1942) hovoří o tom, že jde u neúspěchu evropské směrnice o „von deutscher Seite nicht unmaßgeblich beeinflussten Scheitern“, je to z její strany značně eufemistická formulace.

<sup>11</sup> Handelsblatt ze dne 5. 7. 2001 (<http://handelsblatt.com>), cit. dle WACKERBARTH, U.: Von golden shares und poison pills: Waffengleichheit bei internationalen Übernahmeangeboten, WM 2001, s. 1741, pozn. pod čarou č. 3 a 7.

<sup>12</sup> Za „zlaté akcie“ jsou zpravidla považovány takové účastnické cenné papíry, jež svému majiteli poskytují právo vetovat rozhodnutí valné hromady, resp. jen některá z nich (prodej podniku apod.). Ve většině zemí ES je toto privilegium poskytováno pouze státu; např. britská vláda disponuje „zlatou akcií“ v privatizované správě letišť BAA, francouzský stát má podobné zvýhodnění u Elf Aquitaine (podle LAND, V.: Das neue deutsche Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, DB 2001, str. 1707). Nejinak je tomu – odhlédneme-

ce se generální advokát Damazo Ruiz-Jarabo Colomer nepřímo vyslovil spíše pro přípustnost tzv. zlatých akcií a podobných zvýhodnění<sup>13</sup>, čímž zhatil i poslední německé naděje, že by k odstranění této konkurenční nevýhody došlo nepřímou cestou<sup>14</sup>.

Do značné míry lze proto německé obavy ze znevýhodnění oproti zahraničním společnostem chápat. Porušení parity „co akcie, to hlas“<sup>15</sup> (např. omezením hlasovacích práv pro jednoho akcionáře či emisí tzv. zlaté akcie s právem veta) představuje obecně velmi účinnou preventivní obranu proti „nepřátelským“ nabídkám převzetí. Nevýhodné nastavení hlasovacích práv demotivuje případného zájemce o získání kontroly nad cílovou společností a za určitých okolností dokonce „nepřátelskému“ získání kontroly spolehlivě brání<sup>16</sup>.

Podle současné německé úpravy poskytuje zásadně každá akcie právo účastnit se valné hromady a hlasovat na ní,<sup>17</sup> a to tak, že hlasovací práva akcionáři náleží principiálně podle podílu na základním kapitálu společnosti (srov. k tomu § 134 odst. 1 věta první AktG). Z tohoto pravidla zná ovšem německá úprava výjimky<sup>18</sup>:

První z nich představují akcie s více hlasovacími právy (vybavené tzv. *Mehrstimmrechte*). Zde je určitým akcionářům „přidáno“ na hlasech. Jde o značně pochybné privilegium, neboť hlasovací právo takto zvýhodněných akcionářů neodpovídá ani jejich podílu, ani míře neseného rizika. Podle dřívější německé úpravy bylo možno tyto akcie emitovat na základě ministerské výjimky<sup>19</sup>, a to pouze ve veřejném zájmu. Podle nynější úpravy je již v německém právu vydávání akcií s více hlasovacími právy zakázáno<sup>20</sup>.

Další případ porušení principu „co akcie, to hlas“ představují v německém právu tzv. *Höchststimmrechte*<sup>21</sup>. Jde o zákonem uznanou variantu neproporcionálního nastavení hlasovacího práva omezením výkonu hlasovacích práv pro jednoho akcionáře<sup>22</sup>. Motivy pro podobou limitací hlasovacích práv nemusí mít nutně povahu obranného opatření proti „nepřátelské“ nabídce převzetí<sup>23</sup>. Bez ohledu na případné důvody takové regulace však tuto bariéru představují. Dokazuje to i skutečnost, že omezení hlasovacího práva se ve stanovách německých korporací značně rozšířilo po ropné krizi v 70. letech, kdy se spo-

li od některých pochybností ohledně legislativního provedení – také v českém právu (k tomu blíže DĚDIČ/KŘÍŽ/ŠTENGLOVÁ: *Akciové společnosti*, 4. vydání, C.H.Beck 2001, s. 101).

<sup>13</sup> Podle LAND, V.: *Das neue deutsche Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, DB 2001, s. 1707.

<sup>14</sup> Generální advokát v řízení Evropské komise proti Belgii, Francii a Lucembursku uvedl, že existence tzv. zlatých akcií, tj. akcií s právem veta náležejícím státu sama o sobě neodporuje evropskému právu (dle PLUSKAT, S.: *Das Scheitern der europäischen Übernahmerichtlinie*, WM 2001, s. 1939). Viz k tomu také FAZ ze dne 28. února 2002, s. 18 (článek „Vorentscheidung im Streit um das VW-Gesetz bis Mai“).

<sup>15</sup> Jako každý slogan, i tento trpí určitou mírou nepřesnosti, již jen proto, že jisté mohou existovat akcie s různou jmenovitou hodnotou (základem potom je princip, že na akcie se stejnou jmenovitou hodnotou připadá shodný počet hlasů a pokud jsou vydány akcie s různou jmenovitou hodnotou, musí být počet hlasů určen ve stejném poměru, jako je poměr těchto různých nominálů). Zásada „one share one vote“ není za určitých okolností zachována ani u prioritních akcií nebo (při určitém úhlu pohledu) i v případě odděleného hlasování podle druhu akcií. Laskavý čtenář nechť tedy parolu „co akcie, to hlas“, vnímá s určitou rezervou jako nutné zjednodušení.

<sup>16</sup> Po neschválení třinácté směrnice byl vytvořen zvláštní sedmičlenný expertní výbor (tzv. *Winter Committee*). Jeho členy jsou 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). Jejich expertíza publikovaná dne 10. ledna 2002 („Report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids“; přístupná v angličtině na adrese [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int)) navrhuje za určitých podmínek pravidlo, podle kterého by při získání určitého kvalifikovaného podílu v průběhu nabídky převzetí, odpadly jinak možné zábrany v hlasovacích právech (tzv. „break-through“ rule; k tomu v podrobnostech zejména str. 28 an. expertní zprávy). Stručně k tomu také FAZ ze dne 28. února 2002, s. 18 („Vorentscheidung im Streit um das VW-Gesetz bis Mai“).

<sup>17</sup> Srov. § 12 odst. 1 věta první, § 118 odst. 1 a § 119 Aktiengesetz (německý akciový zákon ze dne 6. září 1965, BGBI. I str. 1089, dále jen „AktG“). Opět je odhlédnuto od prioritních akcií.

<sup>18</sup> Pro přehlednost zůstanou stranou naší pozornosti již zmíněné prioritní akcie (srov. § 12 odst. 1 AktG), u kterých také nemusí být princip „co akcie, to hlas“ naplněn.

<sup>19</sup> Z tohoto důvodu byly i za účinnosti dřívější úpravy považovány akcie vybavené tzv. *Mehrstimmrechte* za velmi nedokonalý obranný instrument proti „nepřátelským“ nabídkám převzetí (viz např. ASSMANN/BOZENHARDT: *Übernahmeangebote als Regelungsproblem zwischen gesellschaftlichen Normen und zivilrechtlich begründeten Verhaltensgeboten* in ASSMAN/BASALDUA/BOZENHARDT/PELTZER: *Übernahmeangebote*, Walter de Gruyter, 1990, s. 124).

<sup>20</sup> Srov. zejména § 12 odst. 2 AktG.

<sup>21</sup> Ze starší literatury k tomu srov. např. BAUMS, *Die Höchststimmrechte*, *Die Aktiengesellschaft* (dále jen pod zkratkou „AG“) 6/1990, s. 222.

<sup>22</sup> Podobným ustanovením disponuje i české právo; srov. k tomu § 180 odst. 2 ObchZ, podle kterého mohou stanovy omezit výkon hlasovacího práva stanovením nejvyššího počtu hlasů jednoho akcionáře, a to ve stejném rozsahu pro každého akcionáře nebo i pro akcionáře a jím ovládané osoby. Viz také § 6 odst. 4 zákona č. 214/1992 Sb., o burze cenných papírů, jenž limituje hlasovací právo akcionáře „na jednání valné hromady“ na nejvýše 20 % z celkového počtu hlasů. Cíle, které citované ustanovení sleduje, jsou zřejmé: odrazující limitací hlasovacího práva má být zachován „klubový charakter“ burzy cenných papírů.

<sup>23</sup> Například u akciových společnostech transformovaných z družstva (tzv. *genossenschaftliche Aktiengesellschaften*) může představovat podobné omezení hlasovacích práv možnost, jak si podržet osvědčenou „družstevní“ zásadu i při hlasování na valné hromadě (dle BAUMS, *Die Höchststimmrechte*, AG 6/1990, s. 222).

lečnosti po některých iniciačních případech<sup>24</sup> obávaly „äußerer Überfremdung“.

Z pohledu odpůrců směrnice představuje zrušení tzv. Höchststimmrechte další odhozenou zbraň vůči „nepřátelským“ nabídkám převzetí. V roce 1998 totiž novela akciového zákona (skrže KonTraG<sup>25</sup>) značně omezila možnost podobné limitace. Podle současné úpravy je zakázáno omezení hlasovacích práv u akcií, které jsou kotovány na burze cenných papírů<sup>26</sup>. Předtím mohly této licence využít všechny akciové společnosti bez rozdílu. Jako profylaxe před nabídkami převzetí již proto omezení hlasovacích práv využít nelze.

Situace ovšem není zdaleka tak černobílá. I po zíněních provedených KonTraG zná německé právo významnou výjimku z principu „co akcie, to hlas“. Jde o omezení hlasovacího práva akcionářů VW AG, které vyplývá přímo ze zvláštního zákona o privatizaci této společnosti<sup>27</sup>. Zákon omezuje hlasovací práva akcionářů; podle zákonné úpravy nemá žádný akcionář této společnosti, bez ohledu na výši svého podílu, větší hlasovací právo než 20 % z celkového počtu hlasů. Tím je Volkswagen AG jedinou společností obchodovanou na burze, jejíž akcionáři jsou limitováni při výkonu hlasovacích práv.

Z právního pohledu nejde o nic jiného než o určitou variantu omezení hlasovacích práv (Höchststimmrechte), nikoliv o „zlatou akcii“. Hlavní akcionář společnosti Volkswagen (spolková země Dolní Sasko) drží v současné době 18,6 % akcií a 10 % vlastní samotný Volkswagen. Vzhledem k rozptýlu akcií a poměrně nízké návštěvnosti valných hromad v posledních letech<sup>28</sup> disponuje proto Dolní Sasko pohodlnou majoritou. Důsledkem je podhodnocený kurs akcií Volkswagenu, kterou investoři vnímají jako „state owned company“. Z akcií společnosti to činí lákavý předmět nabídky převzetí. Za potenciálního navrhovatele je tiskem považován především Ford a Toyota; ze strany prve jmenovaného již také bylo iniciováno několik právnických rozborů o přípustnosti omezení hlasovacích práv. Zda Komise zahájí s Německem šetření<sup>29</sup>, po-

dobně jako učinila s některými jinými státy pro nepřipustné omezení hlasovacího práva ve prospěch státu, zatím není možné odhadnout<sup>30</sup>.

Ze shora uvedeného je zřejmé, že v německém akciovém právu již několik let panují velmi liberální poměry. Až na uvedenou zákonnou výjimku – akcie Volkswagen AG – je u společností obchodovaných na burze striktně respektován princip odvozující hlasovací práva akcionáře od účastnického podílu na společnosti. V ostatních zemích EU však zůstávají podobná opatření součástí právního řádu; proto bychom mohli dospět k závěru, že německá obava z „nerovnosti zbraní“ používaných v procesech převzetí (vedoucí k negativnímu stanovisku ke třinácté směrnici) byla veskrze oprávněná.

III. Více než slova prozrazují však činy. A následné kroky německého zákonodárce naznačují, že důvody negativního stanoviska ke třinácté směrnici nemusely spočívat pouze v obavě z nerovné „soutěže“ s ostatními státy společenství, nýbrž možná také v rozdílném pojetí akcionářské kultury (zohledňující více zájmy zaměstnanců) a obecně v odlišném (spíše vlažnějším) vztahu k samotnému fenoménu nabídek převzetí.

Neúspěch harmonizačních snah měl na německého zákonodárce (jen zdánlivě paradoxně) značně akcelerující účinky. Absence evropské direktivy byla využita k tomu, aby byl ve velmi krátké době přepracován původní návrh zákonné úpravy nabídek převzetí. Již 11. 7. 2001, tedy týden po neschválení směrnice, tak mohl být předložen nový návrh zákona. Dne 15. 11. 2001 byla potom nová úprava pod názvem „Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen“<sup>31</sup> schválena v německém Bundestagu.

Od předchozích návrhů, které se ještě orientovaly podle kritérií návrhu třinácté směrnice, se schválené znění odlišuje zejména jinou koncepcí obranných opatření proti „nepřátelským“ nabídkám převzetí. Původní návrh WpÜG<sup>32</sup> byl ještě k možným zásahům předsta-

<sup>24</sup> V literatuře je v této souvislosti zmiňován prodej významného podílu na společnosti Daimler-Benz AG do rukou Kuvajtu v roce 1975.

<sup>25</sup> KonTraG (Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich), ze dne 27.4.1998, BGBl. I 1998, s. 786.

<sup>26</sup> Srov. v podrobnostech dnešní znění § 134 odst.1 věty druhé AktG. Existující limity hlasovacího práva platily pouze do 1. 6. 2000 – k tomu viz dále § 5 odst. 7 EGAktG („Einführungsgesetz zum Aktiengesetz“).

<sup>27</sup> „Gesetz über die Überführung der Anteilsrechte an der Volkswagenwerk Gesellschaft mit beschränkter Haftung in private Hand“ ze dne 21. července 1960, publ. v BGBl. č. 39, s. 585–587, novelizovaný zákonem ze dne 2. srpna 1966, BGBl. I 1966, s. 461 a zákonem ze dne 31. 7. 1970, BGBl. I 1970, s. 1149.

<sup>28</sup> Podle údajů Deutsche Bank činila průměrná návštěvnost valných hromad společnosti Volkswagen v letech 1997–1999 pouhých 36,3 % (zdroj: Deutsche Bank Research, č. 226, 18. únor 2002, dle <http://www.dbresearch.de>).

<sup>29</sup> K možné argumentaci ze strany evropského práva viz ENDELL, A.: Volkswagen in Angebot. WV-Gesetz bietet keinen dauerhaften Schutz vor feindlicher Übernahme, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (dále jen pod zkratkou „NZG“) 2000, s. 1161.

<sup>30</sup> FAZ ze dne 28. února 2002, s. 18 (článek „Vorentscheidung im Streit um das VW-Gesetz bis Mai“).

<sup>31</sup> V překladu: „Zákon o úpravě veřejných nabídek směřujících k nabytí cenných papírů a podnikovým převzetím“. Zákon byl publikován v sbírce BGBl. 2001 na str. 3822. Pokud dále nebude uvedeno jinak, bude citován první článek zákona (tedy Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz), a to pouze pod zkratkou „WpÜG“.

<sup>32</sup> Viz zejména PÖTZSCH/MÖLLER: Das künftige Übernahmerecht – der Diskussionsentwurf des Bundesministeriums der Finanzen zu einem Gesetz zur Regelung von Unternehmensübernahmen und der Gemeinsame Standpunkt des Rates zur europäischen Übernahmerrichtlinie, WM, zvláštní příloha č. 2 k číslu 31/2000, s. 25–27.

venstva a dozorčí rady cílové společnosti do procesu převzetí poměrně striktní<sup>33</sup>. Od okamžiku, kdy bylo zveřejněno rozhodnutí učinit nabídku až do uplynutí lhůty pro její přijetí, měly být tyto dva orgány povinny jednat tak, aby nebyl narušen úspěch celé transakce. Vycházelo se z myšlenky, že rozhodnutí o nabídce by mělo zůstat v rukou akcionářů (valné hromady) a nemělo by se přesouvat např. do rukou členů představenstva nebo dozorčí rady. Nepřípustnost obranných opatření byla přitom formulována objektivně – nemělo rozhodovat, zda opatření bylo zamýšleno jako obrana proti nabídce či ne.

Poté, co ale odpadly zábrany v evropském právu (neschválením návrhu 13. směrnice), Německo dokonale dostalo své pověsti „Fortress Germany“: původní návrh<sup>34</sup> byl urychleně přepracován na úpravu, která dává do rukou statutárního orgánu cílové společnosti podstatně větší arzenál „zbraní“ proti nepřátelským nabídkám (v tisku se potom hovořilo o společném nátlaku představenstev velkých společností a zástupců odborů).

Toto pojetí je velmi sporné. Již samotné označení „nepřátelská nabídka“<sup>35</sup> je zkreslující; svým pejorativním nádechem vzbuzuje obranné instinkty, které ale zpravidla nejsou na místě. Odhlédneme-li od poněkud paranoidních představ převzetí strategické společnosti organizovaným zločinem či státem, který podporuje terorismus, jsou jedinou skutečnou „obětí“ nabídky převzetí právě členové představenstva. Úspěšný návrhovatel bude mít za cíl co nejrychlejší převzetí kontroly v exekutivě společnosti a bude proto usilovat o co nejrychlejší výměnu vedení. „Nepřátelská“ nabídka vůbec nemusí být spojena s nepříznivými dopady na menšinové akcionáře; ti mohou naopak profitovat z nabídky, která v drtivé většině případů leží nad běžným burzovním kursem.

Klíčovým ustanovením nové německé úpravy je, bohužel jen zdánlivě, § 33 odst. 1 věta první WpÜG, podle kterého nesmí představenstvo činit žádné kroky, které by mohly zhatit úspěch nabídky. Ze zdánlivě velkoryse formulovaného zákazu („keine Handlungen, durch die der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte“) se však kvůli navazujícímu textu stává prázdná proklamace. Nominálně statuované „zásadě neutrality“ totiž rapidně ubírají na síle pravidla dalších odstavců. Podle nich jsou přípustné čtyři následující kroky a opatření představenstva:

Za všech okolností může představenstvo podle § 33

odst. 1 věta druhé WpÜG jednat tak, jak by jednalo řádné a svědomité představenstvo společnosti, která není dotčena nabídkou převzetí (v originále: „die auch ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter einer Gesellschaft, die nicht von einem Übernahmeangebot betroffen ist, vorgenommen hätte...“). Bez dalšího je rovněž možné aktivní vyhledávání konkurenční nabídky (tzv. „white knight“).

Kromě toho ale může představenstvo i bez souhlasu valné hromady, resp. i bez předběžného souhlasu valné hromady (tzv. Vorratsbeschluss, viz k tomu dále) učinit jakékoliv kroky směřující proti nabídce převzetí, pokud s tím souhlasí dozorčí rada. Jde o nejvíce sporné ustanovení nové úpravy. V případě (předpokládaného) společného zájmu dozorčí rady a představenstva tak může i v rozporu se zájmy akcionářů (zejména těch, kteří se nepodíli na kontrole představenstva a dozorčí rady, tedy zpravidla menšinových akcionářů) dojít k odmítnutí i výhodné nabídky převzetí. Citované ustanovení nebylo součástí původního návrhu, do textu zákona bylo vepsáno až na samém konci schvalovacího procesu doslova v poslední minutě.

Výsledek je poměrně tristní. Představenstvo a dozorčí rada německé cílové společnosti mají k dispozici obranné instrumenty, jejichž obdobu jen těžko najdeme v jiných právních rádech<sup>36</sup>. Obavy vzbuzuje, že zrovna dozorčí rada (se zástupci zaměstnanců) má mít v rukou rozhodnutí, které se zásadně dotýká sféry akcionářů<sup>37</sup>. Proto např. Hopt odhaduje, že uvedené ustanovení nebude mít v německém právu dlouhého trvání<sup>38</sup>. Jak navíc uvádí citovaný autor, uvedená úprava se ani nemůže stát vzorem pro všechny státy ES, neboť v některých se vychází z principu, že vedle valné hromady existuje pouze jediný orgán – správní rada (tzv. monistický princip<sup>39</sup>). Podobný předpis by měl za následek, že by se výkonný orgán společnosti mohl k případným obranným opatřením zmocnit sám.

Pokud by nic ze zákonodárce velkoryse poskytnutého obranného instrumentária představenstvu pro případnou obranu proti „nepřátelské“ nabídce nepostačovalo, otevírá se mu ještě další a dokonce i pohodlnější cesta. Podle § 33 odst. 2 WpÜG může valná hromada společnosti předem zmocnit představenstvo k úkonům, které mají zabránit úspěchu nabídky převzetí. Příslušné rozhodnutí valné hromady je označováno jako „Vorratsbeschluss“. I tyto úkony představenstva potom vyžadují souhlas dozorčí rady.

<sup>33</sup> Návrh se v podstatě dosti blížil současné české úpravě (srov. v českém právu § 183a odst. 10 ObchZ). Podrobněji k návrhu německé úpravy např. MENNICKE, P.: The draft German Takeover Act, Company Lawyer, č. 2/2000, str. 38.

<sup>34</sup> K němu blíže zejména MERKT, H.: Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, ZHR 2001, s. 224–257.

<sup>35</sup> Kterou se rozumí nabídka, která není podána se souhlasem představenstva cílové společnosti.

<sup>36</sup> THOMA, G. F.: Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz im Überblick, NZG 2002, s. 110.

<sup>37</sup> ZSCHOCKE, CH.: Europapolitische Mission: Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, DB 2002, s. 82.

<sup>38</sup> KLAUS J. HOPT in „Übernahmegesetz widerspricht Expertenvorschlag“, FAZ, 16. ledna 2002.

<sup>39</sup> K tomu např. POKORNÁ, J.: Některé otázky obchodního práva Evropských společenství, Masarykova Univerzita Brno, 1993, str. 71.

Zmocnění ze strany valné hromady je přitom udělováno paušálně, do budoucna, bez toho, že by se jednalo o reakci na konkrétní nabídku. Tím je ovšem předem rozhodnuto o nabídce: pokud s ní představenstvo nesouhlasí, nebude transakce úspěšná, i kdyby se jednalo o nabídku, jejichž odmítnutí by z racionálních důvodů fakticky ani nebylo možné. Tím, že zmocní představenstvo, se akcionáři předem vzdávají možnosti rozhodovat o konkrétní nabídce. A jak je v této souvislosti oprávněně připomínáno, existují nabídky, které jsou tak dobré, že je vlastně není možné odmítnout<sup>40</sup>. Zejména významné je to z pohledu malých akcionářů, kteří nekontrolují orgány společnosti.

Neprosadil se původní model, který předpokládal, že o obranných opatřeních bude valná hromada cílové společnosti rozhodovat až v reakci na konkrétní nabídku. Kvalita obou rozhodnutí je přitom nesouměřitelná: zatímco by podle návrhu hlasovali akcionáři se znalostí věci ad hoc o konkrétní nabídce, podle nakonec přijaté normy tak činí abstraktně, do budoucna a s rizikem, že budou pasivními diváky hry, která poškozuje jejich zájmy. O tom, zda nutný souhlas dozorčí rady k úkonům představenstva bude představovat dostatečnou zábranu zneužití obranných opatření ze strany představenstva, lze oprávněně pochybovat. Již výše popsany potenciální střet zájmů je zde vyřešen jednoznačně v neprospěch akcionářů a jejich autonomie. Argument, že je to právě představenstvo, které může nejlépe posoudit výhodnost nabídky, neboť disponuje nejlepšími informacemi o společnosti, nelze považovat za případný. Svého prominentního postavení může (a také má) představenstvo využít ve svém písemném stanovisku k nabídce<sup>41</sup>, resp. při vyhledávání výhodnější nabídky.

IV. Ze shora uvedeného vyplývá, že nejvíce spornou oblastí při úpravě nabídek převzetí jsou obranná

opatření proti nabídkám převzetí (zejména ze strany exekutivy společnosti). Ty mohou rozhodnout o úspěchu celé transakce – proto bylo oprávněně konstatováno, že spor o rozsah kompetence představenstva je současně sporem mezi zastánci nabídek převzetí a jejich odpůrci<sup>42</sup>. Německý zákonodárce se na rozdíl od mnoha jiných evropských států nenechal příliš ovlivnit osvědčenými principy britského kapitálového trhu (City Code), kde se vychází ze striktní pasivity představenstva a za dostačující instrument k ochraně před „nájezdnicí“ se považuje povinný odkup při nabytí kontrolního podílu.

Spolková republika je tak – alespoň podle autorovi dostupných informací – zřejmě jedinou zemí, která kombinuje povinné odkupy účastnických cenných papírů při dosažení kontrolního podílu<sup>43</sup> s rozsáhlým a účinným defenzivním instrumentáři. Důraz je přitom kladen na rozhodování exekutivy a dozorčí rady s významným (až polovičním) zastoupením zaměstnanců. Výsledkem je poměrně nebezpečná emancipace dvou orgánů společnosti, jimž se otevírá možnost hovořit do složení budoucích akcionářů.

S ohledem na shora uvedené lze proto další vývoj v evropském právu nabídek převzetí jen stěží odhadovat. Bude závislý na politických (volby v Německu i v jiných státech) a také faktických okolnostech (omezení hlasovacích práv u společnosti Volkswagen AG a velmi reálná hrozba „nepřátelského převzetí“ po zrušení této limitace). Významně do něj zasáhne stanovisko k tzv. zlatým akciím a jiným zvýhodněním akcionáře (ty jsou v současné době předmětem soudního přezkumu na úrovni společenství a rozhodnutí ESD se očekává přibližně v květnu tohoto roku<sup>44</sup>) a zejména na postoj k pravidlu „break-through“, které navrhuje komise expertů ve své zprávě z ledna tohoto roku<sup>45</sup>. Vyloučeno není ani překvapení v podobě schválení návrhu direktivy v poměrně dohledné době.

<sup>40</sup> DRYGALA, T.: Die neue deutsche Übernahmeskepsis und ihre Auswirkungen auf die Vorstandspflichten nach § 33 WpÜG, ZIP (Zeitschrift für Wirtschaftsrecht) 2001, s. 1865.

<sup>41</sup> Srov. rovněž § 183a odst. 10 písm. c) ObchZ.

<sup>42</sup> Dle MERKT, H.: Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, ZHR 2001, s. 225.

<sup>43</sup> Srov. k tomu § 183b ObchZ.

<sup>44</sup> FAZ ze dne 28. února 2002, s. 18 (článek „Vorentscheidung im Streit um das VW-Gesetz bis Mai“).

<sup>45</sup> Viz pozn. pod čarou č. 15.