

Věc: K možnosti uzavřít smlouvu na základě nabídky převzetí týkající se registrovaných cenných papírů mimo veřejný trh (výklad § 183e odst. 12 obchodního zákoníku ve znění zákona č. 370/2000 Sb.)

V souvislosti s rozsáhlou novelou obchodního zákoníku, která vstupuje v účinnost dne 1. ledna 2001, vzniká poměrně složitá otázka ohledně možnosti uskutečnit nabídku převzetí týkající se registrovaných cenných papírů mimo veřejný trh.

Nejasnosti působí poněkud nešťastně formulované ustanovení § 183e odst. 12 obchodního zákoníku ve znění novely 370/2000 Sb.: *„Jestliže zákon pro nabytí účastnických cenných papírů vyžaduje souhlas Komise pro cenné papíry, lze nabídku převzetí uveřejnit až po udělení souhlasu podle odstavce 9 a smlouva na základě nabídky převzetí může být uzavřena pouze na veřejném trhu.“* Z dikce § 183e odst. 7 obchodního zákoníku totiž nade vši pochybnost plyne, že zákon rozlišuje mezi „souhlasem Komise pro cenné papíry s obsahem nabídky převzetí, popř. s jejím uveřejněním“ a „souhlasem Komise pro cenné papíry s nabytím účastnických cenných papírů cílové společnosti“. V posledně uvedeném případě se jedná o situace, ve kterých nabytí podílu na základním kapitálu nebo hlasovacích právech některých typů akciových společností podléhá zvláštnímu regulačnímu režimu předpokládajícímu souhlas regulátora (v případě Komise pro cenné papíry jde např. o investiční společnosti a investiční fondy, obchodníky s cennými papíry, do určité míry penzijní fondy apod.). K tomu lze odkázat např. ustanovení § 183e odst. 7 věta druhá: *„Navrhovatel je povinen ... požádat o její (Komise pro cenné papíry) souhlas s obsahem nabídky převzetí, popřípadě o souhlas s nabytím účastnických cenných papírů cílové společnosti, jestliže zvláštní právní předpis takový souhlas vyžaduje.“*

Striktně formalisticky by tedy dikci § 183e odst. 12 obchodního zákoníku bylo možné ve vazbě na předcházející odstavce 7, jakož i další ustanovení téhož předpisu interpretovat tak, že smlouvu na základě nabídky převzetí je nutno uzavřít na veřejném trhu výhradně v případě, že zvláštní právní předpis podmiňuje souhlasem Komise pro cenné papíry nabytí účastnických cenných papírů cílové společnosti (viz výše uvedené příklady), nikoliv uveřejnění nabídky převzetí (srov. jednoznačnou hypotézu: *„Jestliže zákon pro nabytí účastnických cenných papírů cílové společnosti...“*). Tomu by odpovídala též formulace odstavce 9, na který posuzované ustanovení § 183e odst. 12 odkazuje. Zatímco odstavce 9 výslovně hovoří o „souhlasu s nabytím účastnických cenných papírů cílové společnosti“, ohledně obsahu nabídky převzetí zmiňuje „stanovisko Komise pro cenné papíry“: *„Jestliže Komise pro cenné papíry nedoručí navrhovateli ... své stanovisko k obsahu nabídky převzetí, popřípadě ... neudělí požadovaný souhlas s nabytím účastnických cenných papírů cílové společnosti anebo nabídku převzetí nezakáže ... Své stanovisko může Komise pro cenné papíry ve .. doplňovat nebo měnit...“*.

Proti závěru opřenému o formulaci právní normy (gramatický výklad) ve výše uvedeném smyslu ovšem hovoří celá řada okolností. Předně lze argumentovat obsahem důvodové zprávy, která do určité míry osvětluje legislativní záměr zákonodárce: *„Nově vložené ustanovení § 183e předpokládá, že nabídka převzetí, která se bude týkat registrovaných cenných papírů, se musí uskutečnit prostřednictvím veřejného trhu, aby se zvýšila ochrana zájemců, a z tohoto důvodu se doplňuje do ustanovení odstavce 6 zvláštnost pravidel pro uzavírání smlouvy, pokud se smlouva na základě veřejné nabídky bude uzavírat na veřejném trhu. V takovém případě budou pro uzavření smlouvy platit pravidla, která stanovil organizátor veřejného trhu.“* Přehlédnout nelze ani systematické zařazení § 183e odst. 12 do

ustanovení nadepsaného rubrikou „*Zvláštnosti postupu při nabídce převzetí týkající se registrovaných cenných papírů*“. Ve vazbě na tuto rubriku si lze dokonce představit též gramatickou interpretaci zkoumané normy. Pokud bychom nahradili spojku „a“ v souvětí věty první § 183e odst. 12 obchodního zákoníku tečkou, mohli bychom ke zbylé větě holé představující z právního hlediska dispozici právní normy: „*Smlouva na základě nabídky převzetí může být uzavřena pouze na veřejném trhu.*“ automaticky přiřadit hypotézu vyvozenou z kontextu celého paragrafu a zejména nadpisu v rubrice: „*Jestliže se nabídka převzetí týká registrovaných cenných papírů...*“. Jak ostatně chápat větu druhou § 183e odst. 12 obchodního zákoníku: „*Navrhovatel je povinen uveřejnit nabídku převzetí podle § 183a odst. 2, včetně posudku znalce, nejpozději do 15 pracovních dnů ode dne udělení souhlasu.*“? O jaký souhlas se jedná? Souhlas v kontextu odstavce 12, tj. souhlas s nabytím účastnických cenných papírů, anebo souhlas v kontextu celého paragrafu, tj. vztahující se ke všem nabídkám převzetí, jejichž předmětem jsou registrované cenné papíry, tj. souhlas s uveřejněním nabídky převzetí? Logické důvody svědčí spíše ve prospěch posledně uvedené alternativy. Ustanovení § 183e jako celek upravuje zvláštnosti nabídky převzetí týkající se registrovaných cenných papírů a zákonodárce neměl důvod vyčleňovat z této zvláštní skupiny v odstavci 12 skupinu ještě zvláštnější, která by se týkala těch registrovaných cenných papírů, k jejichž nabytí navíc zájemce potřebuje souhlas Komise pro cenné papíry podle speciálních právních předpisů.

Uvedené argumenty nasvědčují spíše tomu, že se zákonodárci poněkud nezdařila formulace hypotézy § 183e odst. 12 obchodního zákoníku, k čemuž je třeba přihlédnout při interpretaci celého ustanovení. Komise pro cenné papíry ostatně v aplikační praxi usiluje vždy o výklad co nejbližší skutečným úmyslům zákonodárce v duchu zásady spravedlivého uspořádání věcí, neboť praktické zkušenosti z legislativního procesu potvrzují, že záměr zákonodárce (popř. předkladatele) a jeho legislativní ztvárnění se vždy zcela nekryjí.

Uvedená problematika je ovšem z ryze věcného hlediska podstatně složitější. Nakolik se jeví jako málo sporné, co zamýšlel zákonodárce ustanovením § 183e odst. 12 obchodního zákoníku normovat, panují určité pochybnosti, zda při tom vycházel ze správného pochopení problematiky nabídky převzetí ve vztahu k obchodům uzavíraným na veřejném trhu. Úmysl zákonodárce zřejmě směřoval ke zvýšení transparentnosti operací uskutečňovaných v rámci nabídky převzetí a patrně též k lepší dostupnosti akceptačního místa zájemci o přijetí nabídky převzetí, zejména pokud by se nabídka převzetí uskutečňovala prostřednictvím trhu RM-System, a.s. s poměrně rozsáhlou sítí registračních míst. Ve skutečnosti ovšem ani jeden z důvodů neplatí.

Nabídku převzetí lze obecně hodnotit jako velmi transparentní bez ohledu na to, zda se uskutečňuje na veřejném trhu, či mimo něj. Její podmínky jsou jasné, až na zákonem stanovené výjimky neměnné a zejména veřejně známé. K uzavření smlouvy dochází akceptací nabídky, a to za podmínek obsažených v nabídce a v ní uveřejněných. Nabízená cena velmi často převyšuje aktuální cenu na veřejném trhu, zvláště jedná-li se o dobrovolnou nabídku převzetí motivovanou „nepřátelsky“ (hostile takeover bid). Z toho jednoznačně vyplývají specifika obchodu uzavřeného v rámci nabídky převzetí oproti „klasickému“ obchodu na veřejném trhu a do určité míry též obchodu přímému.

Veřejný trh v případě nabídky převzetí funguje jako pouhý prostředník - sběratel adresného pokynu akceptanta, jeho transportér k nabízejícímu a samozřejmě zprostředkovatel vypořádání takto uzavřených smluv, to vše zcela mimo běžné obchodní systémy, kterých jinak využívá pro neadresné zprostředkování nabídky a poptávky ve smyslu svého hlavního

poslání. Činnost veřejného trhu se však v uvedeném smyslu nijak neliší od služby kteréhokoliv obchodníka s cennými papíry nebo dokonce činnosti samotného nabízejícího, jestliže by se rozhodl nevyužít k provedení nabídky převzetí služeb žádného prostředníka. Lze si přeci velmi snadno představit situaci, kdy nabízejícím převzetí bude banka, sama disponující rozsáhlou pobočkovou sítí, na jejíchž koncích mohou zájemci nabídku převzetí na předem připravených formulářích akceptovat. Stejně tak by bylo možné uvažovat o nabízejících, kteří rozešlou k vyplnění pečlivě zpracované akceptační formuláře a vzory plných mocí s požadavkem, aby byl podpis akceptujícího úředně ověřen u notáře či pověřeného obecního úřadu. V čem potom spočívá výhoda dostupnosti pro akceptanta, jestliže by k uzavření smlouvy na základě nabídky převzetí muselo i v popsáných případech dojít výhradně na veřejném trhu? Z jakého důvodu nutit nabízejícího, aby vždy využil služeb organizátora veřejného trhu, byť by jich využit nechtěl a obslužnost akceptantů by se tím v některých případech mohla dokonce zhoršit (pověřený obecní úřad či pobočka nabízejícího popř. obchodníka s cennými papíry, jehož služeb využívá, sídlí např. v místě jeho bydliště, zatímco registrační místo organizátora veřejného trhu se nachází ve vzdáleném okresním městě)?

K tomu je třeba dodat, že s ohledem na charakter aktuálně oprávněných organizátorů veřejného trhu v České republice lze prakticky uvažovat o jediném, který by službu zprostředkování nabídek převzetí mohl nabízet, a to společnosti RM-System, a.s. Členský princip, na jehož základě se organizuje Burza cenných papírů Praha, a.s., zabraňuje přímému vstupu zájemců z řad nekvalifikovaných investorů na trh, což burzu z poskytování podobné služby předem diskvalifikuje. K výše uvedeným argumentům věcné povahy tak přistupují silné pochybnosti o opodstatněnosti zákonodárcem zřejmě původně zamýšlené konstrukce rovněž z hlediska soutěžního práva. Z ekonomického pohledu a do určité míry pohledu právního neexistují věcné důvody hodné zvláštního zřetele, které by svědčily ve prospěch omezení smluvní volnosti navrhovatele a jeho možnosti vybrat si poskytovatele služeb na kapitálovém trhu, který uskutečnění nabídky převzetí zprostředkuje, nebo dokonce vyloučení možnosti nevyužít k provedení nabídky převzetí služeb žádného prostředníka. Argumentace důvodové zprávy o posílení ochrany zájemců z řad adresátů nabídky převzetí v tomto smyslu velmi pokulhává.

V uvedené situaci lze tedy nakonec legislativní pochybení zákonodárce, které znemožnilo jednoznačnou formulaci jeho pochybeného legislativního záměru, hodnotit poměrně pozitivně. Komisi pro cenné papíry v každém případě vymezilo široký prostor pro detailní rozbor dané problematiky v popsáném smyslu a umožnilo dospět na jeho základě k nejvhodnější interpretaci sporného zákonného ustanovení z hlediska spravedlivého uspořádání věcí v duchu zásady *artis boni aet aequi* (umění dobrého a spravedlivého) jako nejvyššího právního postulátu, kterému se Komise pro cenné papíry cítí povinována ve smyslu formulace svého stěžejního poslání přispívat k rozvoji a ochraně kapitálového trhu (§ 2 odst. 2 zákona č. 15/1998 Sb., o Komisi pro cenné papíry a o změně a doplnění dalších zákonů). Obchodní zákoník ostatně v § 1 odst. 2 sám prikazuje při interpretaci sporných ustanovení vycházet subsidiárně ze zásad, na kterých spočívá. Smluvní autonomie, ochrana spotřebitele, spravedlivá soutěž, to vše jsou principy, o jejichž platnosti jako východisku veškeré úpravy obsažené v obchodním zákoníku nelze pochybovat.

Z popsáných důvodů dospívá Komise pro cenné papíry k závěru, že zákon neukládá obecnou povinnost uskutečnit nabídku převzetí na veřejném trhu, byť by se nabídka převzetí vztahovala k registrovaným cenným papírům. Navrhovatel nabídky převzetí může služeb organizátora veřejného trhu využít, neučiní-li tak ovšem, zákon neporuší.

Bude-li nabídka převzetí registrovaných cenných papírů obsahovat odlišný způsob provedení než na veřejném trhu, Komise pro cenné papíry nezhodnotí tuto okolnost jako rozpor se zákonem a s nabídkou převzetí, bude-li jinak v souladu s právem, vysloví podle ustanovení § 183e odst. 9 obchodního zákoníku souhlas.