



EVROPSKÁ KOMISE

V Bruselu dne 28.6.2012
COM(2012) 347 final

**ZPRÁVA KOMISE EVROPSKÉMU PARLAMENTU, RADĚ, EVROPSKÉMU
HOSPODÁŘSKÉMU A SOCIÁLNÍMU VÝBORU A VÝBORU REGIONŮ**

Uplatňování směrnice 2004/25/ES o nabídkách převzetí

(Text s významem pro EHP)

ZPRÁVA KOMISE EVROPSKÉMU PARLAMENTU, RADĚ, EVROPSKÉMU HOSPODÁŘSKÉMU A SOCIÁLNÍMU VÝBORU A VÝBORU REGIONŮ

Uplatňování směrnice 2004/25/ES o nabídkách převzetí

(Text s významem pro EHP)

1. Úvod

1. Tato zpráva obsahuje přezkum uplatňování směrnice 2004/25/ES¹ o nabídkách převzetí (dále jen „směrnice o nabídkách převzetí“ nebo „směrnice“), jak ukládá článek 20 směrnice.
2. Směrnice o nabídkách převzetí obsahuje minimální pokyny pro provádění nabídek převzetí včetně jejich zveřejňování, které zahrnují cenné papíry spojené s hlasovacími právy společností, které se řídí právními předpisy členských států, v případě, kdy jsou všechny nebo některé tyto akcie přijaty k obchodování na regulovaném trhu.
3. Cíle, které sleduje směrnice o nabídkách převzetí, jsou důležité pro finanční trhy a účastníky kotovaných společností. Konkrétní cíle směrnice jsou:
 - právní jistota ohledně provádění nabídek převzetí a srozumitelnost a průhlednost, pokud jde o nabídky převzetí, v celé Unii,
 - ochrana zájmů akcionářů, zejména menšinových akcionářů, a zaměstnanců a dalších zúčastněných stran prostřednictvím průhlednosti a práv na informace, pokud je společnost předmětem nabídky převzetí nebo změny ovládnutí,
 - zjednodušení nabídek převzetí prostřednictvím posílení svobody obchodování cennými papíry společností a hlasování o nich a předcházení operacím, které by mohly nabídku zmařit,
 - posílení jednotného trhu tím, že se umožní volný pohyb kapitálu v celé EU.
4. Směrnice o nabídkách převzetí je založena na obecných zásadách², které by měly být dodržovány členskými státy pro účely provedení směrnice. Mezi tyto zásady patří:
 - rovné zacházení s akcionáři,
 - ochrana menšinových akcionářů v případě změny ovládnutí,

¹ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES ze dne 21. dubna 2004 o nabídkách převzetí, Úř. věst. L 142/12, 30.3.2004, s. 38. K dispozici na adrese:

http://ec.europa.eu/internal_market/company/official/index_en.htm.

² Viz článek 3 směrnice.

- zákaz manipulace s trhem nebo jeho zneužívání, a
- akcionáři musí mít dostatek času a informací, aby mohli dospět k řádně informovanému rozhodnutí o nabídce.

Případná osvobození od pravidel směrnice ze strany členských států musí zůstat v souladu s těmito zásadami, jakož i s dalšími zásadami, které jsou v ní vyjmenovány.

5. Tato zpráva popisuje dopad směrnice o nabídkách převzetí a to, jakým způsobem jsou ustanovení této směrnice dodržována (oddíl 2). Uvádí hlavní problémy, které vyvstávají v důsledku uplatňování směrnice (oddíl 3), a vyvozuje několik závěrů (oddíl 4).

2. DOPAD SMĚRNICE O NABÍDKÁCH PŘEVZETÍ A JEJÍ DODRŽOVÁNÍ

6. Externí studie o uplatňování směrnice o nabídkách převzetí, kterou nechala vypracovat Komise (dále jen „externí studie“ nebo „studie“)³, dochází k závěru, že směrnice o nabídkách převzetí nevedla k zásadním změnám v právním rámci členských států zahrnutých do studie⁴, protože podobná pravidla již existovala nebo byla na vnitrostátní úrovni připravována již před přijetím směrnice.
7. Pokud jde o provádění nepovinných ustanovení směrnice o nabídkách převzetí, ukazuje externí studie, zpráva útvarů Komise z roku 2007 o provádění směrnice⁵ a další průzkum provedený Komisí, že 19 členských států⁶ provedlo pravidlo o neutralitě řídicího nebo správního orgánu⁷, ale jen tři členské státy⁸ provedly pravidlo zákazu omezení⁹. V souladu s čl. 12 odst. 3 směrnice asi polovina členských států¹⁰ umožňuje společně, na které se vztahuje pravidlo neutrality řídicího nebo správního orgánu a/nebo pravidlo zákazu omezení (podle zákona nebo na základě stanov společnosti), toto pravidlo neuplatňovat, pokud musí čelit nabídce převzetí ze strany předkladatele, na něž se toto pravidlo nevztahuje (vzájemnost).

³ Marcus Partners, ve spolupráci s Centrem pro evropská politická studia (červen 2012), *Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids*. K dispozici na adrese: http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm.

⁴ Rakousko, Belgie, Kypr, Česká republika, Dánsko, Estonsko, Finsko, Francie, Německo, Řecko, Maďarsko, Irsko, Itálie, Lucembursko, Nizozemsko, Polsko, Portugalsko, Rumunsko, Slovensko, Španělsko, Švédsko a Spojené království.

⁵ Pracovní dokument útvarů Komise. Zpráva o provádění směrnice o nabídkách převzetí, 21. února 2007, SEK(2007) 268.

⁶ Rakousko, Bulharsko, Kypr, Česká republika, Estonsko, Finsko, Francie, Řecko, Irsko, Itálie, Lotyšsko, Litva, Malta, Portugalsko, Rumunsko, Slovinsko, Slovensko, Španělsko a Spojené království.

⁷ Pravidlo o neutralitě řídicího nebo správního orgánu (článek 9 směrnice) stanoví, že během období nabídky musí řídicí nebo správní orgán cílové společnosti získat předběžné zmocnění valné hromady akcionářů před provedením jakýchkoliv kroků, které by mohly vést ke zmaření nabídky.

⁸ Estonsko, Lotyšsko a Litva.

⁹ Pravidlo zákazu omezení (článek 11 směrnice) neutralizuje při převzetí ochranná opatření před nabídkou tím, že určitá omezení (například omezení převodu akcií nebo omezení hlasovacích práv) činí nepoužitelnými během období převzetí a umožňuje úspěšnému předkladateli nabídky odstranit stávající řídicí nebo správní orgán cílové společnosti a změnit její stanovy.

¹⁰ Belgie, Dánsko, Francie, Německo, Řecko, Maďarsko, Itálie, Lucembursko, Nizozemsko, Polsko, Portugalsko, Slovinsko a Španělsko.

8. Pokud jde o uplatňování právního rámce v členských státech, neobjevil se ohledně souladu žádný strukturální problém.
9. Z externí studie vyplývá, že směrnice o nabídkách převzetí přispěla ke zlepšení v oblastech jejích cílů, například prostřednictvím zavedení pravidel koordinace pro dozorčí orgány v případě přeshraničních nabídek, obecných zásad směrnice, pravidel týkající se zveřejňování, pravidla povinné nabídky a práv výkupu účastnických cenných papírů a odkoupení na žádost menšinového akcionáře.
10. Strany, které se zúčastnily průzkumu vnímání, jenž byl proveden v rámci přípravy externí studie, se domnívají, že směrnice o nabídkách převzetí je užitečná pro řádné a účinné fungování trhu. Zúčastněné strany jsou obecně spokojeny s jasností pravidel obsažených ve směrnici a s přiměřeností jejich prosazování. Zúčastněné strany mají obecně za to, že směrnice posílila postavení menšinových akcionářů a souhlasí s režimem zveřejňování, pravidlem povinné nabídky a právy výkupu účastnických cenných papírů a odkoupení na žádost menšinového akcionáře obsaženými ve směrnici. Zástupci zaměstnanců, kteří byli konzultováni prostřednictvím průzkumu vnímání, jsou však se směrnici spokojeni méně. Zejména se vyjádřili v tom smyslu, že směrnice dostatečně nechrání zaměstnance proti riziku změny pracovních podmínek či propouštění po převzetí.
11. Pokud jde o nepovinná ustanovení směrnice o nabídkách převzetí, která upravují používání ochranných opatření, zdá se, že zúčastněné strany domnívají, že tato ustanovení mají jen malý účinek. Externí studie například ukazuje, že podle názoru zúčastněných stran nemá směrnice žádný významný vliv na počet nabídek a že bez ohledu na existenci směrnice se v Evropě používá velký počet ochranných opatření, zejména před nabídkou. Zúčastněné strany však rovněž vyjádřily názor, že existují dostatečné možnosti, jak tato ochranná opatření prorazit, i když většina členských států neprovedla pravidlo zákazu omezení.
12. Je obtížné vypočítat dopad směrnice o nabídkách převzetí na ekonomiku, zejména proto, že v EU bylo od provedení směrnice učiněno jen malé množství nabídek převzetí¹¹, a to v důsledku hospodářské situace v EU po finanční krizi¹². Kromě toho charakter směrnice, tj. pouze minimální harmonizace, společně s nepovinným charakterem článků týkajících se ochranných opatření a s ustanovením čl. 4 odst. 5 směrnice, které členskými státy umožňuje odchýlit se od pravidel směrnice, vedly k velké různorodosti vnitrostátních pravidel v oblasti nabídek převzetí.

Ekonomická analýza¹³ obecněji ukazuje, že ačkoli nabídky převzetí teoreticky podporují hospodářskou účinnost, v praxi tomu tak vždy není, protože podmínky týkající se racionálního jednání, plně informovaných účastníků trhu a neexistence transakčních nákladů nejsou vždy splněny (například mohou být nabídky převzetí podávány pro účely budování konsorcií a akcionáři mohou narazit na neúplné informace, vysoké transakční náklady a tlak na nabídkové řízení). Kromě toho některá ustanovení směrnice, například pravidlo neutrality řídicího nebo správního orgánu, pravidlo zákazu omezení a právo výkupu účastnických cenných papírů,

¹¹ Kromě „boomu“ v roce 2007, viz obrázek 2.

¹² Viz obrázky 1 a 2 v příloze této zprávy.

¹³ Viz kapitola 4 externí studie.

nabídky převzetí usnadňují, zatímco jiná ustanovení, například pravidlo povinné nabídky, mohou být u nabídek převzetí odrazujícím aspektem¹⁴.

13. Srovnání s třetími zeměmi¹⁵ ukazuje, že právní předpisy v oblasti nabídek převzetí v uvedených zemích jsou založeny na podobných zásadách, jako jsou zásady obsažené ve směrnici o nabídkách převzetí. Výjimkou je zásada ochrany zaměstnanců prostřednictvím práv na informace, která se obecně ve zkoumaných třetích zemích nevyskytuje. Trvání nabídky převzetí a informace, které musí být poskytnuty, jsou ve třetích zemích rovněž obdobné jako v EU. V právních předpisech většiny zkoumaných třetích zemí s výjimkou Spojených států existuje pravidlo povinné nabídky nebo podobné pravidlo, podle něž je prahová hodnota pro ovládnutí obvykle asi 30 % nebo jedna třetina, a tato hodnota je rovněž obdobná jako v EU (směrnice o nabídkách převzetí ponechává určení prahové hodnoty pro ovládnutí na členských státech, většina členských států však zvolila 30 % nebo jednu třetinu). Pokud jde o ochranná opatření, srovnání ukazuje, že se používají ve všech zkoumaných třetích zemích a že většina těchto zemí (s výjimkou Spojených států) má pravidlo odpovídající pravidlu neutrality řídicího nebo správního orgánu. V právních předpisech žádné zkoumané třetí země však neexistuje žádné pravidlo odpovídající pravidlu zákazu omezení. Pokud jde o práva výkupu účastnických cenných papírů a odkoupení na žádost menšinového akcionáře, jen malý počet zkoumaných třetích zemí taková pravidla nemá. Mají však jiné mechanismy s podobnými účinky (například akcie splatné na požádání v Japonsku, povinné akvizice v Austrálii a hotovostní fúze ve Švýcarsku). Některé třetí země také nabízejí možnost získat plné vlastnictví společnosti prostřednictvím využívání programů ujednání.
14. Článek 20 směrnice o nabídkách převzetí ukládá Komisi, aby do svého přezkumu směrnice zahrнула prošetření kontrolních struktur a překážek pro nabídky převzetí, které směrnice neupravuje. Externí studie zkoumala pyramidové struktury¹⁶ a křížové podíly, na které se směrnice o nabídkách převzetí nevztahuje. Dospěla k závěru, že 18,1 % kotovaných společností v členských státech zahrnutých do studie má pyramidové struktury a 3,5 % společností vlastní křížové podíly¹⁷. To odpovídá skutečnosti, že kontinentální akcionářské struktury v EU jsou do značné míry založeny na držení balíku akcií. Ze studie vyplývá, že ačkoli pyramidové struktury zůstávají oblíbeným mechanismem k udržení kontroly nad společností s menším kapitálem, oba mechanismy jsou považovány za nedostatečná ochranná opatření proti převzetí. Dalším závěrem externí studie je rovněž to, že další možné překážky převzetí, například odvětvové předpisy, veřejné fondy, postupy spolurozhodování a vlastnictví zaměstnaneckých akcií, nepředstavují závažné nebo neoprávněné překážky¹⁸.

¹⁴ Viz obrázek 3 v příloze této zprávy.

¹⁵ Externí studie se týká těchto třetích zemí: Austrálie, Kanada, Čína, Hongkong, Indie, Japonsko, Rusko, Švýcarsko a Spojené státy.

¹⁶ Pyramidové struktury jsou struktury, kdy subjekt vlastní kontrolní podíl ve společnosti, která vlastní kontrolní podíl v další společnosti, která vlastní kontrolní podíl v další společnosti a tak dále.

¹⁷ Viz obrázek 4 v příloze této zprávy.

¹⁸ Viz strany 48 a 267 externí studie.

3. PŘEZKUM FUNGOVÁNÍ SMĚRNICE: NOVÉ PROBLÉMY

15. Při přezkumu fungování směrnice o nabídkách převzetí se vynořila řada otázek.
16. Za prvé existují určité obavy ohledně právní jistoty pojmu „jednající ve shodě“ a jeho uplatňování ze strany vnitrostátních regulačních orgánů. Pojem „jednající ve shodě“ je důležitý pro výpočet, zda byla překročena prahová hodnota pro ovládnutí, a v důsledku toho i zda vznikla povinnost učinit povinnou nabídku. Ustanovení čl. 2 odst. 1 písm. d) směrnice o nabídkách převzetí vymezuje pojem „jednající ve shodě“ takto:

„fyzické nebo právnické osoby, které spolupracují s předkladatelem nabídky nebo cílovou společností na základě výslovné či konkludentní, písemné či ústní dohody, jejímž cílem je buď ovládnutí cílové společnosti, nebo zmaření úspěšného výsledku nabídky“.

Jednotlivé členské státy tuto definici provedly různými způsoby. Některé členské státy¹⁹ se například úzce drží definice uvedené ve směrnici o nabídkách převzetí, zatímco jiné²⁰ začlenily prvky definice pojmu „jednající ve shodě“, kterou uvádí směrnice o transparentnosti²¹. Pojem „jednající ve shodě“ je rovněž zahrnut v tzv. směrnici o nabývání²². Širokou definici tohoto pojmu zahrnutou v pokynech 3. úrovně směrnice o nabývání²³ však regulační orgány v souvislosti s nabídkami převzetí nepoužívají. Aby se zmírnila nejistota v souvislosti s používáním pojmu „jednající ve shodě“, vydaly některé vnitrostátní regulační orgány²⁴ výkladové pokyny nebo předpoklady. Avšak obsah těchto pokynů není tentýž. Existence různých definic a výkladů na národní úrovni je zdrojem nejistoty pro mezinárodní investory, kteří chtějí vzájemně spolupracovat, a mohou mít omezující účinek na jejich vůli aktivně se zapojit do spolupráce se společnostmi, které jsou příjemci investic. To potvrzují i ohlasy na zelenou knihu Komise o rámci EU pro správu a řízení společností²⁵, které vyjadřují názor, že je zapotřebí vyjasnit stávající ustanovení týkající se pojmu „jednající ve shodě“²⁶.

¹⁹ Např. Rakousko, Kypr, Dánsko, Itálie, Maďarsko, Irsko, Lucembursko, Nizozemsko, Slovensko a Spojené království.

²⁰ Např. Belgie, Finsko, Francie, Německo, Polsko, Portugalsko, Rumunsko, Španělsko a Švédsko.

²¹ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/109/ES o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu. V čl. 10 písm. a) uvedené směrnice je pojem „jednání ve shodě“ vymezen takto: „*třetí strana, se kterou tato fyzická nebo právnická osoba uzavřela dohodu, jež je zavazuje provádět prostřednictvím jednotného výkonu hlasovacích práv, která drží, trvalou společnou politiku vůči vedení dotčeného emitenta*“.

²² Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2007/44/ES týkající se procesních pravidel a hodnotících kritérií pro obezřetnostní posuzování nabývání a zvyšování účasti ve finančním sektoru.

²³ Podle pokynů 3. úrovně směrnice o nabývání se osoby považují za „jednající ve shodě“, jestliže: „*se každá z nich rozhodne vykonávat svá práva spojená s podíly, které získává, v souladu s explicitní nebo implicitní dohodou uzavřenou mezi nimi*“.

²⁴ Např. Itálie a Spojené království.

²⁵ Zelená kniha o rámci EU pro správu a řízení společností, 4. dubna 2011, KOM(2011) 164 v konečném znění. K dispozici na adrese: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_cs.pdf#page=2.

²⁶ Viz: Zpětná vazba, shrnutí odpovědí na zelenou knihu o rámci EU pro správu a řízení společností. K dispozici na adrese: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement_en.pdf.

17. Za druhé široká škála vnitrostátních odchylek od pravidla povinné nabídky vyvolává otázku, zda pravidlo povinné nabídky náležitě chrání menšinové akcionáře v případě změny ovládnutí. Ustanovení čl. 4 odst. 5 směrnice o nabídkách převzetí umožňuje členským státům, aby se odchýlily od pravidel směrnice takto:

„Za předpokladu, že budou dodrženy obecné zásady stanovené v čl. 3 odst. 1, mohou členské státy v pravidlech, která stanoví nebo zavedou podle této směrnice, stanovit odchylky od těchto pravidel

i) zařazením těchto odchylek do svých vnitrostátních pravidel, aby přihlédly k okolnostem zjištěným na vnitrostátní úrovni, a/nebo

ii) tím, že poskytnou svým dozorčím orgánům v rámci jejich působnosti pravomoc udělit výjimku z těchto vnitrostátních pravidel s cílem přihlédnout k okolnostem uvedeným v bodě i) nebo jiným zvláštním okolnostem, a v tom případě je požadováno odůvodněné rozhodnutí.“

Všechny členské státy zahrnuté do externí studie stanovily odchylky od pravidla povinné nabídky. Tyto odchylky lze rozdělit do několika kategorií²⁷:

- pravomoc vnitrostátního dozorčího orgánu jednat ve věci udělení výjimky podle vlastního uvážení. Této možnosti využilo jen několik členských států²⁸,
- postupy „whitewash“, kdy se akcionáři mohou rozhodnout upustit od povinnosti zahájit povinnou nabídku,
- technické odchylky, jako je odchylka pro otevřené systémy kolektivního investování (které jsou mimo oblast působnosti směrnice), které neomezují rozsah působnosti použití pravidla povinné nabídky, jak předpokládá směrnice,
- situace, kdy nedochází ke skutečné změně ovládnutí, například když je změna ovládnutí dočasná nebo když k nabytí došlo ve stejné skupině společností nebo ve skupině „jednající ve shodě“. Tyto odchylky nemají vliv na cíl směrnice chránit menšinové akcionáře v případě změny ovládnutí,
- chránit zájmy předkladatele nabídky nebo ovládajícího akcionáře, například v případě, kdy změna ovládnutí nebyla způsobena dobrovolným aktem, nabytí bylo nepřímé, nebo k němu došlo v důsledku osobní události, jako je dědictví,
- chránit zájmy věřitele, například v případech, kdy k nabytí došlo v důsledku výkonu finanční záruky věřitelem,
- chránit zájmy ostatních zúčastněných stran, například v případě, kdy je investor ve finanční tísní, kdy ovládnutí bylo dosaženo prostřednictvím specifického

²⁷ Srovnávací tabulka různých odchylek od pravidla povinné nabídky s uvedením členských států, kde se tyto odchylky uplatňují, je uvedena na straně 152 externí studie. Tato zpráva shrnuje nejčastější odchylky a zařazuje je do kategorií.

²⁸ Finsko, Irsko a Spojené království. V Německu má BaFin omezenou pravomoc jednat podle vlastního uvážení ve věci udělení výjimky od povinné nabídky, zatímco ve Francii potvrdil rozhodnutí orgánu AMF o udělení výjimky odvolací soud.

typu podnikové transakce, jako je fúze nebo program ujednání, nebo kdy k ovládnutí dojde po prodeji cenných papírů státem.

V rámci různých vnitrostátních odchylek od pravidla povinné nabídky není vždy zřejmé, jak je zajištěna ochrana menšinových akcionářů. Jak vyplývá z čl. 4 odst. 5 směrnice, členské státy, které stanoví odchylky od pravidel směrnice, musí dodržovat obecné zásady směrnice. Jednou z obecných zásad je, že, pokud některá osoba ovládne společnost, musí být ostatní držitelé cenných papírů chráněni (čl. 3 písm. a) směrnice). Směrnice neupravuje způsob, jakým by členské státy měly zajistit dodržování obecných zásad směrnice.

18. Za třetí je v čl. 5 odst. 2 směrnice o nabídkách převzetí stanoveno, že pokud bylo ovládnutí dosaženo po dobrovolné nabídce učiněné všem držitelům cenných papírů na všechny cenné papíry v jejich držení, neuplatní se již povinnost zahájit povinnou nabídku. Komise zjistila, že tuto výjimku mohou předkladatelé nabídek využít k tomu, aby předešli nutnosti zahájit povinnou nabídku za spravedlivou cenu. Výhodou pro předkladatele nabídky je, že směrnice neupravuje cenu dobrovolné nabídky. Výjimka pro případy, kdy ovládnutí bylo dosaženo po dobrovolné nabídce, předpokládá, že cena nabídky byla dostatečně vysoká, aby přiměla významný podíl akcionářů k jejímu přijetí, jinak by předkladatel prostřednictvím nabídky nedosáhl ovládnutí. Pokud však předkladatel nabídky již vlastní podíl blížící se prahové hodnotě pro ovládnutí, stačí mu k překročení prahové hodnoty pro ovládnutí, když své podíly nabídne pouze několik akcionářů. Proto i když předkladatel nabídky nabízí velmi nízkou cenu, je pravděpodobné, že dosáhne ovládnutí prostřednictvím dobrovolné nabídky, a má tak možnost využít výjimky z pravidla povinné nabídky. Menšinová akcionáři se v tomto případě nemohou podílet na prémii za ovládnutí. V řadě členských států však tento postup není možný, protože vnitrostátní právní předpisy stanoví, že nabídka musí podléhat podmínce, že předkladatel nabídky získá minimální podíl akcií²⁹ nebo že následné pořízení akcií povede k povinné nabídce³⁰.

Rovněž byl vznesen argument, že předkladatelé nabídek mohou nabýt ovládajícího podílu, aniž by museli zahájit povinnou nabídku, tím, že udržují svou účast těsně pod prahem pro ovládnutí, ale ve skutečnosti jsou schopni společnost ovládat, nebo tím, že nabudou derivátové pozice³¹.

19. Za čtvrté by s ohledem na nepovinné články směrnice o nabídkách převzetí mohl být učiněn závěr, že ačkoli pravidlo neutrality řídicího nebo správního orgánu představuje relativní úspěch³², pravidlo zákazu omezení tak úspěšné nebylo vzhledem k tomu, že je provedly pouze tři členské státy. V okamžiku přijetí směrnice se předpokládalo, že by akcionáři mohli v případě, že se členské státy rozhodnou tato ustanovení neprovádět, požadovat, aby společnosti nepovinná ustanovení uplatňovaly dobrovolně. Zdá se však, že tomu tak není. Proto lze dospět k závěru, že směrnice není příliš účinná při regulaci používání ochranných opatření. To potvrzují

²⁹ Například ve Spojeném království musí nabídka podléhat podmínce, že předkladatel nabídky získá alespoň 50 % akcií.

³⁰ Přehled vnitrostátních ustanovení, která definují, kdy následné pořízení akcií vede k závazku povinné nabídky, je uveden na straně 130 externí studie.

³¹ Návrh na změnu směrnice o transparentnosti již zahrnuje povinné zveřejňování derivátových pozic. Viz: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal_cs.pdf

³² Viz odstavec 7 této zprávy.

i zúčastněné strany. Uvedly však také, že bez ohledu na nedostatečné provedení pravidla zákazu omezení existuje dostatek možností, jak prorazit ochranná opatření proti převzetí (viz odstavec 11 této zprávy).

20. Za páté směrnice o nabídkách převzetí vyžaduje, aby zástupci zaměstnanců cílové společnosti a předkladatel nabídky byli podrobně informováni v případě nabídky převzetí³³. Informace poskytnuté zástupcům zaměstnanců by měly obsahovat prohlášení o záměrech předkladatele nabídky týkajících se budoucí činnosti cílové společnosti a předkladatele nabídky, pokud jde o dopady na zaměstnanost a podmínky zaměstnanosti³⁴, a stanovisko řídicího nebo správního orgánu cílové společnosti k nabídce a jejím pravděpodobným dopadům na zaměstnanost³⁵. Externí studie ukazuje, že zástupci zaměstnanců nejsou spokojeni s tím, jak směrnice chrání zájmy zaměstnanců. Uvádějí, že požadované informace nejsou vždy poskytovány včas nebo jsou nedostatečné a že nabídky převzetí mají významný dopad na pracovní podmínky a na propouštění. Kromě toho tvrdí, že po zveřejnění nabídky neexistuje žádná kontrola nad tím, zda předkladatel nabídky koná v souladu s informacemi zveřejněnými v nabídkovém řízení. To však směrnice neupravuje.

4. ZÁVĚRY

21. Tento přezkum fungování směrnice o nabídkách převzetí ukazuje, že režim vytvořený směrnicí pracuje obecně uspokojivě. Neobjevily se žádné strukturální problémy v oblasti souladu v souvislosti s používáním tohoto právního rámce v členských státech. Zúčastněné strany jsou obecně spokojeny s jasností pravidel uvedených ve směrnici a s přiměřeností jejich prosazování a považují směrnici za užitečný nástroj pro řádné a účinné fungování trhu. Externí studie se domnívá, že směrnice o nabídkách převzetí přispěla ke zlepšení v oblastech jejích cílů.
22. Existují však oblasti, kde by bylo vhodné pravidla směrnice o nabídkách převzetí objasnit, a sice v zájmu zlepšení právní jistoty pro dotčené strany a účinného výkonu práv (menšinových) akcionářů.
23. Za prvé by mohl být na úrovni EU objasněn **pojem „jednající ve shodě“**, aby se zajistila větší právní jistota pro mezinárodní investory, pokud jde o to, do jaké míry mohou vzájemně spolupracovat, aniž by byli považováni za „jednající ve shodě“ a aniž by jim hrozilo, že budou muset zahájit povinnou nabídku. K tomuto objasnění by například mohlo přispět vytvoření pokynů Komisí a/nebo ESMA. Takové objasnění by akcionářům poskytlo více příležitostí požadovat od řídicích nebo správních orgánů, aby nesly odpovědnost za svou činnost, a podpořilo by řádné standardy správy a řízení v kotovaných společnostech v EU. Neměla by tím však být omezena schopnost příslušných orgánů ukládat stranám, které ve shodě usilují o ovládnutí, povinnost přijímat právní důsledky takového jednání. Možné iniciativy v této oblasti by byly v souladu s cíli zelené knihy Komise o rámci EU pro správu a řízení společností a sdělení Komise s názvem „Akt o jednotném trhu“³⁶ na podporu

³³ Viz čl. 6 odst. 1 a 2 a čl. 8 odst. 2 směrnice.

³⁴ Viz čl. 6 odst. 3 písm. i) směrnice.

³⁵ Viz čl. 9 odst. 5 směrnice.

³⁶ Sdělení s názvem „Akt o jednotném trhu“, duben 2011, KOM(2011) 206 v konečném znění. K dispozici na adrese:

dlouhodobého a udržitelného vlastnictví ve prospěch udržitelného růstu evropského trhu. V říjnu 2012 má Komise v úmyslu oznámit, jaká opatření zamýšlí v této oblasti přijmout.

24. Za druhé tento přezkum ukazuje, že existuje široká škála **vnitrostátních odchylek od pravidla povinné nabídky** a že není vždy jasné, jak je při použití takové vnitrostátní odchylky respektována obecná zásada směrnice, která vyžaduje ochranu menšinových akcionářů v případě změny ovládnání. Jako další možný postup má Komise v úmyslu provést další šetření týkající se toho, jak jsou menšinoví akcionáři chráněni v případě použití vnitrostátní odchylky od pravidla povinné nabídky. Je skutečně zapotřebí více informací jednak o rozsahu uplatňování vnitrostátních odchylek od pravidla povinné nabídky, dále o tom, do jaké míry vnitrostátní odchylky omezují ochranu menšinových akcionářů v případě změny ovládnání, a případně o tom, jaké alternativní mechanismy na ochranu menšinových akcionářů v případě změny ovládnání ve vnitrostátních právních předpisech existují. Pokud se po tomto šetření ukáže, že ochrana menšinových akcionářů je nedostatečná, přijme Komise nezbytné kroky (například prostřednictvím řízení o nesplnění povinnosti) k obnovení účinného uplatňování této obecné zásady směrnice.
25. Za třetí přezkum ukazuje, že osvobození od pravidla povinné nabídky obsažené ve směrnici o nabídkách převzetí pro situace, kdy ovládnutí bylo dosaženo po **dobrovolné nabídce pro všechny akcie společnosti**, vytvořilo pro předkladatele nabídek možnost obejít pravidlo povinné nabídky tím, že nabudou podílu, který se blíží prahové hodnotě povinné nabídky, a pak zahájí dobrovolnou nabídku za nízkou cenu. V důsledku toho by předkladatel nabídky překročil prahovou hodnotu povinné nabídky, aniž by menšinovým akcionářům umožnil odchod ze společnosti za spravedlivých podmínek a podíl na prémii za ovládnání. Tato technika je jasně v rozporu s cílem směrnice chránit menšinové akcionáře v případě změny ovládnání, ačkoli se zdá, že literu směrnice neporušuje³⁷. Příklady ve vnitrostátních právních předpisech, jako jsou dodatečné prahové hodnoty pro povinné nabídky³⁸ nebo minimální podmínky přijatelnosti pro nabídky převzetí³⁹, ukazují, že existují možnosti, jak používání této techniky zamezit. Komise přijme vhodná opatření, aby zabránila používání této techniky v celé EU, například prostřednictvím dvoustranných jednání s dotčenými členskými státy nebo doporučeními Komise.
26. Za čtvrté, pokud jde o nepovinné **články 9 a 11 směrnice o nabídkách převzetí**, přezkum ukazuje, že ačkoli pravidlo o neutralitě řídicího nebo správního orgánu (článek 9) provedl relativně velký počet členských států, u pravidla zákazu omezení (článek 11)⁴⁰ tomu tak není. Zdá se však, že nedostatečné uplatňování nepovinných pravidel nepředstavuje pro nabídky převzetí v EU žádnou závažnou překážku, jelikož zúčastněné strany uvedly, že existuje dostatek možností, jak ochranná opatření proti převzetí prorazit. Vzhledem k výše uvedeným skutečnostem a rovněž s ohledem na to, že nejsou k dispozici dostatečné ekonomické důkazy, které by ospravedlňovaly

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0206:FIN:CS:PDF>.

³⁷ Viz čl. 5 odst. 2 směrnice, který výslovně vyjímá z pravidla povinné nabídky nabytí po dobrovolné nabídce na všechny akcie společnosti.

³⁸ Pro přehled dodatečných prahových hodnot viz strana 130 externí studie.

³⁹ Viz strana 146 externí studie.

⁴⁰ Viz odstavec 7 této zprávy.

změnu situace, se nezdá vhodné navrhnout v této fázi povinné provedení nepovinných článků směrnice.

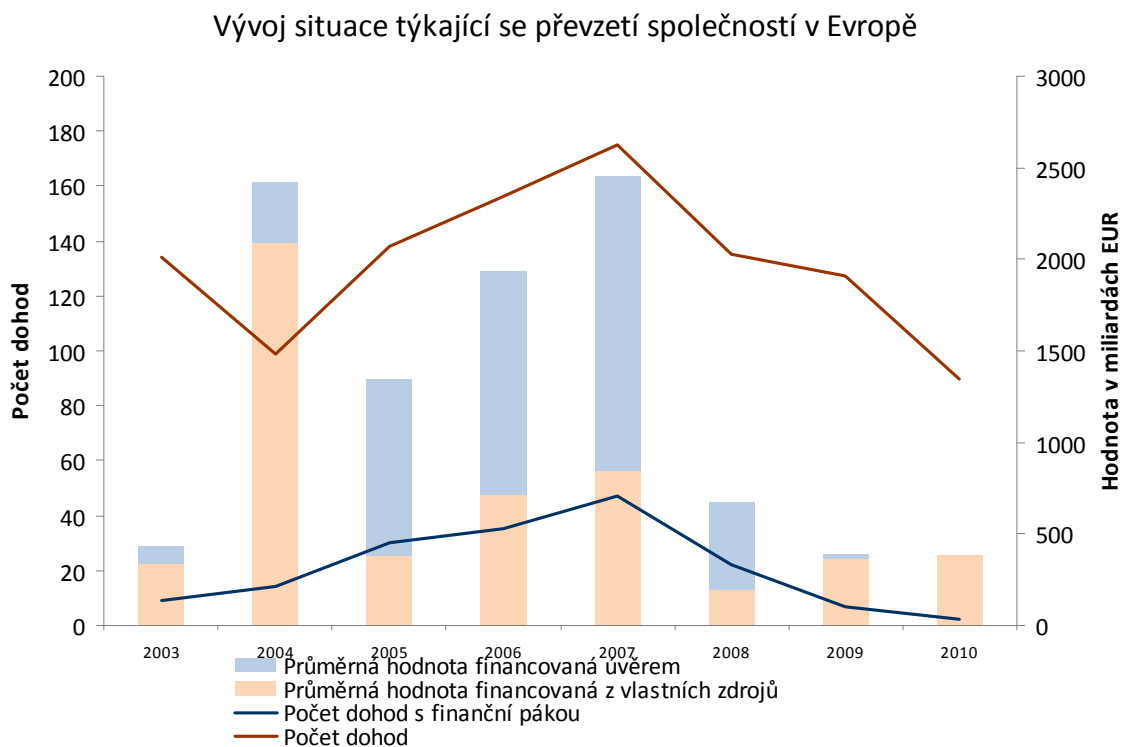
27. Zástupci zaměstnanců uvedli, že nejsou spokojeni s tím, jak směrnice o nabídkách převzetí chrání **práva zaměstnanců** v případě převzetí, zejména s ohledem na riziko změny pracovních podmínek a dostupnosti pracovních míst. Komise bude pokračovat v dialogu se zástupci zaměstnanců s cílem prozkoumat možná budoucí zlepšení. Bude rovněž dále zkoumat v praxi získané zkušenosti s ustanoveními směrnice, která požadují poskytnutí informací o záměrech předkladatele nabídky týkajících se budoucí činnosti společnosti a podmínek zaměstnání a o stanovisku řídicího nebo správního orgánu cílové společnosti k této věci, jakož i poskytnutí informací o financování nabídky a totožnosti předkladatele nabídky⁴¹.
28. Členské státy, Evropský parlament, Evropský hospodářský a sociální výbor a ostatní zúčastněné strany se vyzývají, aby se k přezkumu popsanému v této zprávě vyjádřily.

⁴¹ Viz čl. 3 odst. 1 písm. b), čl. 6 odst. 3 písm. i), l) a m) a čl. 9 odst. 5 směrnice.

**PŘÍLOHA ZPRÁVY KOMISE EVROPSKÉMU PARLAMENTU, RADĚ,
EVROPSKÉMU HOSPODÁŘSKÉMU A SOCIÁLNÍMU VÝBORU A VÝBORU
REGIONŮ**

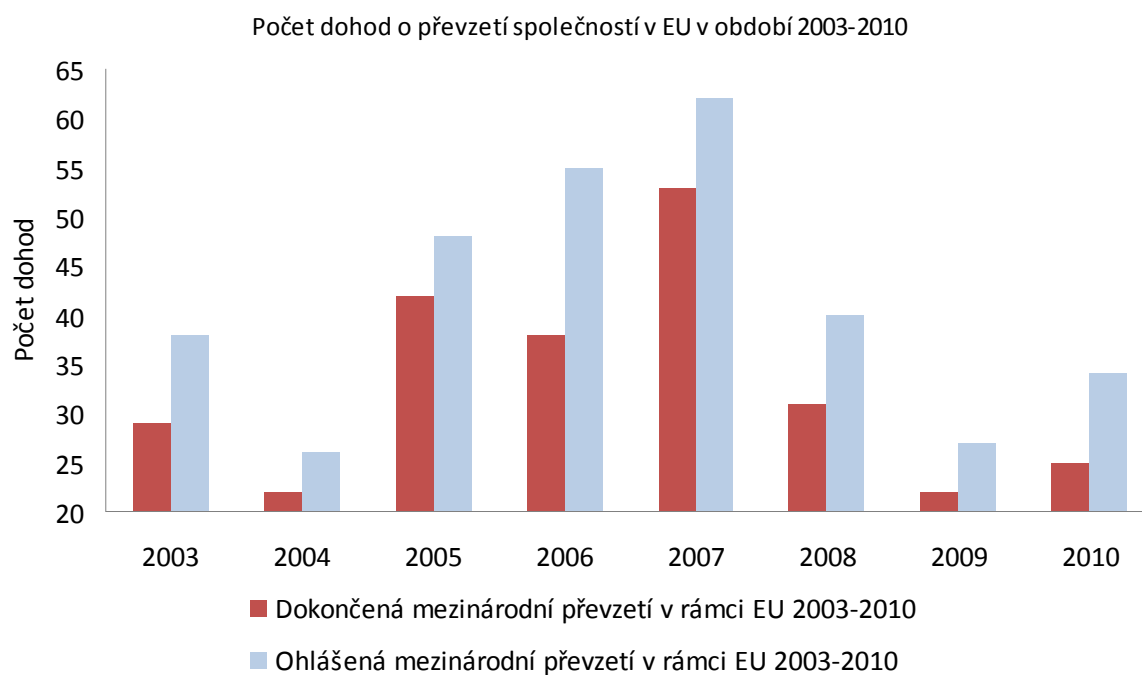
Uplatňování směrnice 2004/25/ES o nabídkách převzetí

Obrázek 1: Vývoj situace týkající se převzetí společností v Evropě



Zdroj: Externí studie, s. 284

Obrázek 2: Počet dohod o převzetí společností v rámci EU v období 2003–2010



Zdroj: Externí studie, s. 285

Obrázek 3: Dopad předpisů týkajících se převzetí (+ vztah a intenzita)

	Množství převzetí		Ochrana (menšinových) akcionářů		Nevyváženost mezi vlastnictvím a ovládním	
	KONCENTROVANÉ VLASTNICTVÍ	ROZPTÝLENÉ VLASTNICTVÍ	KONCENTROVANÉ VLASTNICTVÍ	ROZPTÝLENÉ VLASTNICTVÍ	KONCENTROVANÉ VLASTNICTVÍ	ROZPTÝLENÉ VLASTNICTVÍ
Pravidlo povinné nabídky	-	--	++	+	+	++
Průhlednost vlastnictví	+	++	+	++	-	-
	-	--				
Pravidlo výkupu účastnických cenných papírů	++	+	-	-	+	+
Pravidlo odkoupení na žádost menšinového akcionáře	--	-	++	+	--	-
Pravidlo zákazu omezení	++	+	++	+	++	+
Pravidlo o neutralitě řídicího nebo správního orgánu	++	+	+	-	+	++

Zdroj: Externí studie, s. 29

Obrázek 4: Překážky převzetí, na které se nevztahuje směrnice o nabídkách převzetí. Procentní podíl společností, které mají pyramidové struktury nebo křížové podíly.

Pyramidové struktury		
Obecně	Nedávno kotované společnosti	Celkem
18,1 %	27,5 %	20,5 %

Křížové podíly		
Obecně	Nedávno kotované společnosti	Celkem
3,5 %	0 %	2,6 %

Zdroj: Externí studie, s. 48