

ZÁKON č. 104/2008 Sb.

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 zpracovává příslušné předpisy Evropských společenství¹⁾ a upravuje nabídku převzetí určenou vlastníků 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 kótované 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 společností 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 vlastníkůům 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 vlastníkůům 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 hlavy 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 postačí, 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 stanovena 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 vyvstálé problémy a otázky a sjednocují názory na celém vnitřním trhu. Úroveň 4 se zabývá souladem a vyamatelností předpisů a stanovisek.

18. Problematika regulovaných trhů je upravena primárně v úrovni 1 v MiFID z roku 2004 v člancích 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 CENTRAL 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 platforem, 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 nejvyspělejší 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 vícestranné 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 obchodů 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 asistence třetích osob. Negativní dopady jednotné 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 zájmově 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 současně díkce § 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 adresáty 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 vykazuje 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 nutně 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 kterákoliv 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 popsaném 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, jíž 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 nejvýznamnější (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 dovést, 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 poukazujeme 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.