

## Ponuka na prevzatie v kontexte práva cenných papierov

Dušan Holub<sup>1</sup>

### *The Takeover Bid in the Context of Securities Law*

#### **Abstract**

*The takeover bid is legally regulated mechanism of contracting between the offeror and the holders of transferable securities of the target company. It is admitted to trading on a regulated market in the Slovak Republic or in another EU Member State in a situation where either the plaintiff cornered the target company and then subsequently must perform compulsory offer to purchase, or in a situation where only seeks to take control of the target company. The difference in the legal construction of voluntary and mandatory takeover bid is of particular reason alone, thus in the question why is voluntary or mandatory offer being made because the voluntary takeover bid is an expression of the autonomous will of the applicant, while mandatory takeover bid is a legal obligation. Another difference is the different position of the applicant in the context of the target company as voluntary takeover bid may be realized only by someone that's does not yet have a controlling stake in the target company, while a mandatory takeover bid, the controlling stake of the offeror in the target company is required.*

#### **Key words**

*The takeover bid, securities law, compulsory takeover bid, a controlling stake, target company, shares, regulated securities market*

**JEL Classification:** K39

#### **Úvod**

Snaha o získanie kontroly nad akciovou spoločnosťou a jej zdrojmi má veľa podôb. V prvom prípade sa môže ovládnutie spoločnosti realizovať akvizíciou na základe zmluvy o predaji podniku, podľa § 476 a nasl. Obchodného zákonníka, vďaka ktorej získa kupujúci priamu kontrolu nad spoločnosťou a jej majetkom (asset deal). Druhým variantom ovládnutia spoločnosti je nepriama cesta prostredníctvom kúpy akcií akciovkej spoločnosti (share deal), na základe ktorej získa kupujúci kontrolu nad spoločnosťou podľa veľkosti získaného akciového podielu.

Získať kontrolný podiel, t. j. také množstvo akcií, ktoré svojmu majiteľovi zabezpečí ovládnutie spoločnosti, možno dosiahnuť viacerými spôsobmi. Akcie možno napr. kúpiť priamo od majoritného akcionára alebo menej nápadným spôsobom, ich postupným nadobúdaním na verejnom trhu. V prípade, že sa s akciami obchoduje na štátom regulovanom trhu, môže byť postupné nadobúdanie akcií problematické, pretože akcie môžu byť rozptýlené medzi jednotlivých investorov a kupujúci nebude mať tak príležitosť osloviť svojou ponukou majoritného vlastníka. Postupné nadobúdanie akcií môže

<sup>1</sup> JUDr. Dušan Holub, PhD.; Ekonomická univerzita v Bratislave, Obchodná fakulta, Katedra obchodného práva, Dolnozemska cesta 1, 852 35 Bratislava; E-mail: holub@euba.sk

byť pre kupujúceho aj ekonomicky nevýhodné, pretože sa môže prejaviť na cene akcií, o ktoré má kupujúci záujem.

Do úvahy prichádzajú aj ďalšie podoby ovládnutia spoločnosti, ako je napr. získanie akcií pri zvyšovaní základného imania pri vylúčení prednostného práva na upisovanie doterajších akcionárov, čo však naráža na limity stanovené v Obchodnom zákonníku a stanovách príslušnej akciovej spoločnosti.

Jediným spôsobom ovládnutia spoločnosti tak môže ostať cesta prostredníctvom nástrojov kapitálového trhu – cesta verejnej ponuky na prevzatie podľa zákona č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch v znení neskorších predpisov (ďalej len zákon o cenných papieroch), ktorá je adresovaná všetkým majiteľom akcií.<sup>2</sup>

## 1 Metodika práce

Predkladaný článok je z hľadiska použitých metód spoločenskovedným, teoretickým príspevkom, preto pri jeho spracovaní boli použité všeobecné vedecké metódy, najmä analýza a syntéza na všetkých stupňoch riešenia, ďalej metóda indukcie a dedukcie, metóda abstrakcie, metóda porovnávania a metóda zovšeobecňovania. Pri zovšeobecnení konkrétnych problémov boli použité aj filozofické metódy poznania. Metóda vedeckej abstrakcie bola použitá na elimináciu nepodstatného a náhodného od podstatného a zákonitého. Cieľom článku je sumarizovať problematiku ponuky na prevzatie v kontexte práva cenných papierov.

## 2 Výsledky a diskusia

### 2.1 Ponuka na prevzatie podľa zákona o cenných papieroch

Zákon o cenných papieroch v ustanovení § 114 ods. 1 charakterizuje ponuku na prevzatie ako verejný návrh na uzatvorenie zmluvy podľa osobitného predpisu<sup>3</sup>, ktorej predmetom je kúpa všetkých akcií cieľovej spoločnosti alebo ich časti, alebo výmena týchto akcií, alebo ich časti za iné cenné papiere, ktorý je určený akcionárom tejto spoločnosti a je vyhlásený **na základe povinnosti ustanovenej zákonom** o cenných papieroch **alebo dobrovoľne** a ktorý **nasleduje po nadobudnutí kontrolného podielu v cieľovej spoločnosti alebo má za cieľ nadobudnutie kontrolného podielu v cieľovej spoločnosti**.

Akciami sa na účely ponuky na prevzatie rozumejú akcie, dočasné listy a iné prevoditeľné cenné papiere, s ktorými sú spojené hlasovacie práva, ktoré sú prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu v SR (trh kótovaných cenných papierov a regulovaný voľný trh Burzy cenných papierov v Bratislave) alebo v inom členskom

<sup>2</sup> V prípade verejnej ponuky na prevzatie sa záujemca obracia priamo na akcionárov a vzťahy medzi účastníkmi majú povahu vzťahov medzi subjektmi kapitálového trhu, t. j. medzi majiteľom akcií a ich budúcnym nadobúdateľom. Samotná akciová spoločnosť („cieľová spoločnosť“ podľa § 114 ods. 1 zákona o cenných papieroch) nie je aktívnym účastníkom, je skôr predmetom obchodu.

<sup>3</sup> § 276 až 279 Obchodného zákonníka

štáte EÚ.<sup>4</sup> Ponuka na prevzatie sa bude vzťahovať aj na prípady, keď na obchodovanie na regulovanom trhu boli prijaté aspoň niektoré, nie však nutne všetky akcie. Pokiaľ cieľová spoločnosť vydala niekoľko emisií akcií, z ktorých len jedna bola prijatá na obchodovanie na regulovanom trhu, vzťahuje sa na túto spoločnosť ustanovenie § 114 ods. 1 zákona o cenných papieroch, pričom navrhovateľ bude realizovať ponuku, ktorá sa bude týkať emisie, ktorá bola prijatá na obchodovanie na regulovanom trhu, ako aj emisie, ktorá nebola prijatá na obchodovanie na regulovanom trhu.

Navrhovateľom ponuky na prevzatie sa rozumie právnická alebo fyzická osoba, ktorá prijala rozhodnutie o tom, že uskutoční ponuku na prevzatie alebo ktorej vznikla povinnosť uskutočniť ponuku na prevzatie.

## 2.2 Význam a funkcie dobrovoľnej ponuky na prevzatie

Význam a funkcie dobrovoľnej ponuky na prevzatie vysvetľuje množstvo teórií, najmä z prostredia USA. Niektoré teórie zdôrazňujú ekonomické výhody prevzatia, napr. synergiiu prepojenia riadenia navrhovateľa a cieľovej spoločnosti, iné teórie zdôrazňujú iné dôvody akvizíčných rozhodnutí.

R. Ch. Clark (1992, s. 640) vo svojej učebnici „Firemné právo“ vysvetľuje existenciu a význam ponuky na prevzatie synergickým efektom, ktorý má vzniknúť prepojením navrhovateľa s cieľovou spoločnosťou. Takéto prepojenie nemá podľa tejto teórie byť len súčtom produkčných a finančných možností navrhovateľa s cieľovou spoločnosťou, pretože po nadobudnutí kontrolného podielu v spoločnosti má dôjsť aj k zníženiu nákladov a k rozloženiu rizika pri odvetvovej recesii v prípade, keď navrhovateľ a cieľová spoločnosť nepôsobia v rovnakom odvetví. Synergia môže byť podľa tejto teórie takisto len prejavom monopolizácie alebo aspoň obmedzenia konkurencie. Ekonomické výskumy, ktoré sa zaoberajú touto teóriou, ju nepotvrdili. Štúdie zaoberajúce sa dlhodobosťou vzťahov navrhovateľ, cieľová spoločnosť dokazujú, že vo väčšine prípadov sa podiely na prevzatých spoločnostiach predajú. Úspešnejšie sú len transakcie, pri ktorých je navrhovateľ a cieľová spoločnosť z rovnakej oblasti (Krause, 1995, s. 98). Tieto skutočnosti naznačujú, že predpokladané synergické efekty nenašli alebo že neboli hlavným dôvodom prevzatia.

Teória efektívneho kapitálového trhu vysvetľuje existenciu ponuky na prevzatie snahou o odstránenie neefektívnej manažérskej štruktúry novou, výkonnejšou štruktúrou (Solomon, Schwartz & Bauman, 1998, s. 1147). Podľa tejto teórie sa neschopnosť vedenia spoločnosti odráža v kurze akcií spoločnosti. Pokiaľ existujú osoby, ktoré sú schopné hospodáriť so zdrojmi spoločnosti lepšie a efektívnejšie, pokúsia sa prostredníctvom ponuky na prevzatie získať kontrolu nad spoločnosťou s tým, že v budúcnosti budú mať výnos z priaznivého vývoja kurzu. Ponuka na prevzatie tak udržiava pohotovosť a disciplínu súčasného manažmentu a pod hrozbou straty svojej pozície motivuje manažment lepšie pracovať a hospodáriť. Ponuky na prevzatie tak majú priaznivý vplyv na doterajších akcionárov, ktorí dostanú za svoje akcie dobrú cenu, ako aj na

---

<sup>4</sup> S akciami, ktoré sú typickým investičným nástrojom by sa malo primárne obchodovať na regulovanom trhu a ustanovenie § 114 ods. 1 zákona o cenných papieroch o ponuke na prevzatie sa vzťahuje len na akcie, ktoré sú prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu v SR alebo v inom členskom štáte EÚ. Úprava trhov s investičnými nástrojmi stanovuje určité výnimky z tohto pravidla a aj legislatívne sú upravené zvláštne druhy alternatívnych trhov, ktoré nie sú regulovanými trhmi.

cieľovú spoločnosť. Takisto na všetky spoločnosti, ktorých cenné papiere sa obchodujú na kapitálovom trhu, pretože sa s ich zdrojmi hospodári rozumnejšie a efektívnejšie.<sup>5</sup>

Pre teóriu managerialistov (Baumol, Penrose, Mueller, Herman), ktorí vychádzajú z oddelenia vlastníctva a správy, je základom motivácia konkrétnych členov vedenia navrhovateľa. Podľa tejto teórie je napr. člen predstavenstva síce povinný konať v záujme spoločnosti, ale v skutočnosti sleduje svoje vlastné ciele (majetok, postavenie), ktoré nemusia byť úplne v súlade so záujmami spoločnosti. Skutočnosť, že osobné záujmy týchto osôb sú spravidla v rozpore so záujmami navrhovateľa (predpokladá sa, že po úspešnom prevzatí sa uskutoční zmena v manažmente), sa prejavuje napr. v zavedení povinnosti „neutrality“ pre členov orgánov cieľovej spoločnosti. Táto teória napriek tomu, že nie je všeobecne akceptovaná, upozorňuje na možnú kolíziu záujmov členov predstavenstva cieľovej spoločnosti a navrhovateľa v procese ponúk na prevzatie.

Alternatívna teória ponúk na prevzatie tvrdí, že pre navrhovateľa je prínosom nielen synergický efekt ponuky na prevzatie, ale aj skutočnosť, že prostredníctvom ponuky na prevzatie získa postavenie, ktoré mu umožňuje „drancovanie“ spoločnosti. Či už vo forme neskrývaného drancovania, alebo v zakrytejších, sofistikovanejších formách výhod, ktoré smerujú k akcionárovi, ktorý na základe realizovanej ponuky na prevzatie ovládol spoločnosť.

V praxi sú skutočné dôvody pre dobrovoľné ponuky na prevzatie v prevažnej miere kombináciou rôznych motívov a cieľov, pri ktorých treba zohľadniť nielen právne, ale aj ekonomické, psychologické a sociálne aspekty.

### 2.3 Význam a funkcie povinnej ponuky na prevzatie

Ponuka na prevzatie je verejný návrh na uzatvorenie zmluvy, ktorý v prípade, že bude úspešný, t. j. pokiaľ bude akceptovaný, umožní ovládnutie cieľovej spoločnosti alebo musí byť vykonaný po ovládnutí cieľovej spoločnosti ako povinná ponuka na prevzatie.

Povinná ponuka na prevzatie má ako nástroj ochrany investícií a investorov predovšetkým preventívnu funkciu, pretože predchádza a zabraňuje tomu, aby potenciálny navrhovateľ mohol nadobudnúť v cieľovej spoločnosti kontrolu prostredníctvom neverejného odkupovania akcií. Vďaka nemu by mohol dosiahnuť stav, pri ktorom by v dôsledku poklesu ceny akcií cieľovej spoločnosti (ktorý je spravidla spojený s ovládnutím spoločnosti) došlo k zhoršeniu majetkového postavenia akcionárov, ktorí nemali možnosť svoje akcie predať. Ovládnutie spoločnosti prostredníctvom neverejných ponúk nie je zakázané, ale potenciálny navrhovateľ musí mať stále na zreteli skutočnosť, že po získaní kontrolného podielu **bude musieť uskutočniť povinnú ponuku** ostatným akcionárom cieľovej spoločnosti s tým, že bude musieť ponúknuť primerané protiplnenie v podobe tzv. primeranej ceny (equitable price). Pri jej stanovení sa zohľadňujú okrem iného aj predchádzajúce obchody s akciami cieľovej spoločnosti.<sup>6</sup>

<sup>5</sup> „V situácii, kedy na kapitálovom trhu môžeme sledovať rozšírenou racionálnu apatii menšinového akcionára doprovádzanou navyše značným rozptylom akcií a neexistenciou hlavného akcionára, je potom vyhlídka nabídky prevzatí určitou formou kontroly príliš emancipovaného vedení“ (Lasák, et. al, 2012).

<sup>6</sup> Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2004/25/ES z 21. apríla 2004 o ponukách na prevzatie, ktorá zaviedla dlhoročnú snahu o harmonizáciu predpisov týkajúcich sa ponúk na prevzatie definuje v ustanovení

Primeranosť protiplnenia sa musí doložiť znaleckým posudkom<sup>7</sup>. Výber znalca na určenie výšky protiplnenia vykoná NBS.

Protiplnenie pri povinnej ponuke na prevzatie môže byť vo forme peňažného protiplnenia, vo forme cenných papierov alebo kombinácia týchto dvoch foriem. Ak navrhovateľ ponúka aspoň časť plnenia vo forme cenných papierov, musí ako alternatívu ponúknuť aj peňažné protiplnenie. V prípade, že navrhovateľ navrhuje výmenu akcií cieľovej spoločnosti za iné cenné papiere, musí uviesť ich výmenný pomer za akcie cieľovej spoločnosti nediskriminovane, t. j. rovnako pre všetky osoby, ktorým je určená ponuka na prevzatie.

Povinnosť vyhlásiť ponuku na prevzatie všetkých akcií cieľovej spoločnosti vyplýva v zmysle ustanovenia § 118g zákona o cenných papieroch navrhovateľovi ak sám, alebo spolu s osobami, ktoré s ním konajú v zhode, dosiahne alebo prekročí kontrolný podiel v cieľovej spoločnosti. Pokiaľ nadobudol tento podiel navrhovateľ spolu s osobami konajúcimi s ním v zhode, táto povinnosť vzniká aj im. Táto povinnosť sa považuje za splnenú, ak ponuku na prevzatie vyhlási ktokoľvek z nich.

Kontrolným podielom sa rozumie podiel najmenej 33 percent na hlasovacích právach spojených s akciami jednej cieľovej spoločnosti. Táto 33-percentná hranica určuje minimálnu veľkosť, ktorú musí dosiahnuť podiel na hlasovacích právach tak, aby sa dalo hovoriť o kontrolnom podiele. Kontrolným podielom bude aj akýkoľvek vyšší podiel na hlasovacích právach spojených s akciami jednej cieľovej spoločnosti. Význam definície kontrolného podielu na hlasovacích právach je tak v podstate obmedzený na povinnosť uskutočniť ponuku na prevzatie. Do zverejnenia povinnej ponuky na prevzatie nesmie osoba, ktorej táto povinnosť vznikla, vykonávať hlasovacie práva v cieľovej spoločnosti presahujúce kontrolný podiel.

Zákon o cenných papieroch v ustanovení § 118g ods. 2 stanovuje aj výnimky, keďže povinnosť uskutočniť povinnú ponuku na prevzatie sa nevzťahuje na:

- a) fyzickú osobu alebo právnickú osobu, ktorá nadobudla kontrolný podiel v cieľovej spoločnosti v dôsledku ponuky na prevzatie, za predpokladu, že táto ponuka nebola čiastočná ani podmienená,
- b) právneho nástupcu, ktorý vstupuje do všetkých práv a záväzkov akcionára cieľovej spoločnosti, ak tento akcionár splnil povinnosť uskutočniť povinnú ponuku na prevzatie alebo ak sa v dôsledku právneho nástupníctva nezvyšuje podiel tohto akcionára na hlasovacích právach v cieľovej spoločnosti,

---

čl. 5 ods. 4. primeranú cenu ako najvyššiu možnú cenu, ktorá bola zaplatená za tie isté cenné papiere navrhovateľom alebo osobami konajúcimi v zhode s ním počas obdobia aspoň šiestich mesiacov a nie viac ako 12 mesiacov pred ponukou. Ak po zverejnení ponuky a pred uplynutím lehoty na prijatie ponuky navrhovateľ alebo iná osoba konajúca v zhode s ním nakúpi cenné papiere za cenu vyššiu ako za cenu ponuky, navrhovateľ zvýši svoju ponuku tak, aby nebola nižšia ako najvyššia cena zaplatená za takto nadobudnuté cenné papiere.

<sup>7</sup> Za primerané protiplnenie sa pritom podľa § 118g ods. 6 zákona o cenných papieroch považuje protiplnenie, ktoré nie je nižšie ako najvyššie protiplnenie, ktoré navrhovateľ alebo osoba konajúca v zhode s navrhovateľom poskytla za akcie cieľovej spoločnosti za posledných 12 mesiacov pred vznikom povinnosti vyhlásiť povinnú ponuku na prevzatie a zároveň nie je nižšie ako protiplnenie stanovené znaleckým posudkom vypracovaným znalcom – právnickou osobou z odboru: ekonomika a riadenie podnikov, odvetvie: oceňovanie a hodnotenie podnikov a zároveň nemôže byť nižšie ako hodnota čistého obchodného imania vrátane hodnoty nehmotného majetku podniku pripadajúceho na jednu akciu podľa poslednej účtovnej závierky overenej auditorom pred vznikom povinnosti vyhlásiť povinnú ponuku na prevzatie.

- c) fyzickú osobu alebo právnickú osobu, ktorá nadobúda akcie cieľovej spoločnosti kúpou podniku alebo jeho časti postupom podľa osobitného zákona za predpokladu, že sa v dôsledku toho nezvýšil jej podiel na hlasovacích právach v cieľovej spoločnosti,
- d) fyzickú osobu alebo právnickú osobu konajúcu v zhode s inou fyzickou alebo právnickou osobou, ak sa nemení jej celkový podiel na hlasovacích právach v cieľovej spoločnosti spolu s osobami konajúcimi v zhode a dochádza iba k zmenám jeho vnútornej štruktúry.

## 2.4 Konkurenčná ponuka na prevzatie

Konkurenčnou ponukou na prevzatie je v zmysle ustanovenia § 118e ZCP ponuka na prevzatie, ktorú v lehote platnosti inej ponuky na prevzatie, vo vzťahu k akciám tej istej cieľovej spoločnosti, uskutoční iný navrhovateľ.<sup>8</sup> Pri konkurenčnej ponuke na prevzatie je predstavenstvo cieľovej spoločnosti povinné písomne informovať navrhovateľa pôvodnej ponuky o doručení konkurenčnej ponuky na prevzatie. Konkurenčná ponuka na prevzatie musí byť zverejnená aspoň päť pracovných dní pred skončením platnosti pôvodnej ponuky na prevzatie a lehota jej platnosti musí byť rovnako dlhá ako lehota platnosti pôvodnej ponuky na prevzatie, najmenej však desať pracovných dní. Navrhovateľ pôvodnej ponuky na prevzatie môže najneskôr päť pracovných dní pred uplynutím lehoty jej platnosti ponuku na prevzatie odvolať. Odvolanie pôvodnej ponuky na prevzatie je účinné dňom jeho zverejnenia. Odvolanie pôvodnej ponuky na prevzatie zároveň navrhovateľ písomne oznámi všetkým osobám, ktoré podľa jeho vedomosti prijali túto ponuku na prevzatie pred jej odvolaním a zároveň ich informuje o možnosti prijať konkurenčnú ponuku na prevzatie. Akcionári cieľovej spoločnosti, ktorí prijali pôvodnú ponuku na prevzatie, môžu do uplynutia lehoty platnosti pôvodnej ponuky na prevzatie odvolať prijatie pôvodnej ponuky na prevzatie a bez sankcií odstúpiť od zmluvy uzatvorenej na jej základe.

## 2.5 Zásady ponuky na prevzatie

V zmysle ustanovenia § 114 ods. 4 zákona o cenných papieroch môže navrhovateľ zverejniť oznámenie o ponuke na prevzatie, v rámci ktorej ponúka peňažné protiplnenie, **len ak disponuje dostatočnými peňažnými prostriedkami na jeho poskytnutie.**<sup>9</sup> Ak chce navrhovateľ poskytnúť inú formu protiplnenia, môže zverejniť oznámenie o ponuke na prevzatie, len ak vykonal všetky opatrenia umožňujúce jeho poskytnutie. Schopnosť navrhovateľa splniť svoje záväzky zo zmlúv uzavretých na zá-

<sup>8</sup> Konkurenčnú ponuku na prevzatie nemôže v zmysle ustanovenia § 118e ZCP vyhlásiť osoba konajúca v zhode s navrhovateľom, a to od lehoty zverejnenia ponuky na prevzatie až do uplynutia lehoty jej platnosti.

<sup>9</sup> Podľa článku 3 ods. 1 písm. e) smernice Európskeho parlamentu a Rady 2004/25/ES z 21. apríla 2004 o ponukách na prevzatie musí navrhovateľ oznámiť ponuku iba po zabezpečení, že môže splniť akúkoľvek hotovostnú protihodnotu, ak je takáto ponúkaná, a po prijatí všetkých primeraných opatrení na zaistenie vykonania protihodnoty akéhokoľvek iného druhu. Cieľom právnej úpravy ponúk na prevzatie je podľa bodu 25 preambuly smernice o ponukách na prevzatie stanovenie minimálnych pokynov pre vykonávanie ponúk na prevzatie a zabezpečenie primeranej úrovne ochrany pre držiteľov cenných papierov v Európskej únii. Preto je žiaduce, aby boli adresátom k dispozícii všetky podstatné informácie o ponuke na prevzatie v rovnakom čase tak, aby mali všetci adresáti ponuky na prevzatie možnosť reagovať na ponuku.

klade ponuky na prevzatie má pre úspešnosť ponuky kľúčový význam. Zákon o cenných papieroch preto vyžaduje zabezpečenie finančných prostriedkov v plnom rozsahu, čo znamená, že prostriedky musia byť zabezpečené pre všetkých akcionárov, ktorí môžu ponuku na prevzatie akceptovať. Pri čiastočnej ponuke na prevzatie bude navrhovateľ preukazovať zabezpečenie protiplnenia, ktoré zodpovedá príslušnému počtu cenných papierov.

Ponuky na prevzatie predstavujú zvyčajne intenzívny zásah do aktivít navrhovateľa a cieľovej spoločnosti. V zmysle ustanovenia § 114 ods. 7 zákona o cenných papieroch cieľová spoločnosť **nesmie byť vo svojej činnosti ponukou na prevzatie obmedzovaná dlhšie ako nevyhnutný čas.**<sup>10</sup> Zásada neobmedzujúceho vykonania ponuky na prevzatie je vyjadrená v ustanoveniach zákona o cenných papieroch, ktoré stanovujú časový harmonogram postupov pri realizácii ponúk na prevzatie. Obmedzenia cieľovej spoločnosti, ktoré majú najmä charakter organizačných, administratívnych, resp. regulatórnych obmedzení a ktoré v prvom rade smerujú k rýchlej realizácii ponuky na prevzatie, sú prirodzenou daňou za existenciu ponuky na prevzatie. Rýchle uskutočnenie ponuky, resp. jej rýchle ukončenie je v záujme cieľovej spoločnosti aj navrhovateľa.

**Podmienky ponuky na prevzatie musia byť pre všetkých majiteľov cenných papierov cieľovej spoločnosti rovnaké.**<sup>11</sup> Údaje špecifikované v návrhu ponuky na prevzatie musia byť úplné a pravdivé, nesmú mať klamlivý alebo zavádzajúci charakter a musia akcionárom cieľovej spoločnosti v dostatočnom časovom predstihu poskytovať všetky dostupné informácie na to, aby mohli s plnou znalosťou veci prijať rozhodnutie o ponuke na prevzatie.<sup>12</sup> Pred schválením návrhu ponuky na prevzatie NBS nesmie navrhovateľ tento návrh zverejniť. Návrh ponuky na prevzatie, ktorý je v súlade so zákonom, NBS schváli. Ponuku schválenú NBS navrhovateľ doručí cieľovej spoločnosti a zverejní. Odvolanie a zmena ponuky na prevzatie podliehajú schváleniu NBS, pričom zmena ponuky na prevzatie nesmie zhoršovať podmienky pôvodnej ponuky.

Navrhovateľ, osoby konajúce v zhode s navrhovateľom, (t. j. osoby, ktoré majú záujem na výsledku alebo priebehu ponuky na prevzatie)<sup>13</sup>, členovia ich orgánov, cieľová spoločnosť, členovia orgánov cieľovej spoločnosti a akcionári sú pri príprave ponuky na prevzatie a jej priebehu povinní konať tak, aby v súvislosti s ponukou na prevzatie nedošlo k negatívnemu ovplyvneniu trhu s cennými papiermi, najmä k manipu-

<sup>10</sup> Podľa článku 3 ods. 1 písm. f) smernice Európskeho parlamentu a Rady 2004/25/ES z 21. apríla 2004 o ponukách na prevzatie sa cieľovej spoločnosti nesmie brániť vo výkone jej činnosti dlhšie ako je primerané ponukou na jej cenné papiere.

<sup>11</sup> Podľa článku 3 ods. 1 písm. f) smernice Európskeho parlamentu a Rady 2004/25/ES z 21. apríla 2004 o ponukách na prevzatie sa všetkým majiteľom cenných papierov cieľovej spoločnosti musí poskytovať rovnocenné zaobchádzanie, navyše, ak osoba nadobudne kontrolu nad spoločnosťou, musia byť chránení ostatní majitelia cenných papierov.

<sup>12</sup> Podľa článku 3 ods. 1 písm. b) smernice Európskeho parlamentu a Rady 2004/25/ES z 21. apríla 2004 o ponukách na prevzatie majitelia cenných papierov cieľovej spoločnosti musia mať dostatočný čas a informácie, aby sa im umožnilo dospieť k rozhodnutiu o ponuke na základe dobrej informovanosti; ak sa majiteľom cenných papierov poskytuje poradenstvo, správny alebo riadiaci orgán cieľovej spoločnosti musí poskytnúť svoje názory na účinky realizácie ponuky na zamestnanosť, podmienky zamestnania a miesta podnikania spoločnosti.

<sup>13</sup> Osobou konajúcou v zhode sa v zmysle ustanovenia § 114 ods. 6 ZCP rozumie fyzická alebo právnická osoba, ktorá spolupracuje s navrhovateľom, alebo s cieľovou spoločnosťou na základe ústnej alebo písomnej dohody, či už výslovnej alebo uzavretej iným spôsobom nevzbudzujúcim pochybnosť o tom, čo chceli jej účastníci prejavíť, pričom táto spolupráca je zameraná na nadobudnutie kontrolného podielu v cieľovej spoločnosti alebo na zmarenie úspešného výsledku ponuky na prevzatie.

lácii s trhom, a prijať opatrenia na zamedzenie predčasného šírenia informácií, ako aj zneužitia dôverných informácií súvisiacich s ponukou na prevzatie. Táto zásada sa týka kapitálového trhu. K manipulácii s trhom a skresleniam trhových pomerov by mohlo dôjsť najmä pri predaji veľkého množstva cenných papierov cieľovej spoločnosti navrhovateľom, čo by mohlo spôsobiť také zníženie kurzu, ktoré by zvýšilo tlak vyvíjaný na doteraz váhajúcich majiteľov cenných papierov. Rovnaké nebezpečenstvo hrozí aj v prípadoch, keď navrhovateľ ponúka výmenu za vlastné cenné papiere, ktoré na tento účel skupuje na verejnom trhu. Tu by mohol umelo vyvolaný dopyt narušiť výmennú hodnotu cenných papierov navrhovateľa a cieľovej spoločnosti.

**V ustanovení § 118d ukladá zákon o cenných papieroch povinnosti orgánom cieľovej spoločnosti.**<sup>14</sup> Členovia predstavenstva, dozornej rady a výkonných orgánov cieľovej spoločnosti nesmú od oznámenia o ponuke na prevzatie do zverejnenia výsledkov ponuky na prevzatie prijímať žiadne opatrenia a vykonávať žiadne úkony s výnimkou rokovania o výhodnejších podmienkach ponuky na prevzatie a vyvolania konkurenčnej ponuky na prevzatie, ktoré sú spôsobilé zabrániť akcionárom cieľovej spoločnosti v možnosti prijať so znalosťou veci slobodné rozhodnutie o ponuke na prevzatie. To neplatí, ak tieto opatrenia a úkony vopred, v priebehu lehoty platnosti ponuky na prevzatie, schválilo valné zhromaždenie cieľovej spoločnosti. Orgány cieľovej spoločnosti nesmú hlavne rozhodnúť o zvýšení základného imania, rozhodnúť o kúpe vlastných akcií a uskutočniť právne úkony, pre ktoré sa podstatne zmenia majetkové pomery cieľovej spoločnosti. Členovia predstavenstva cieľovej spoločnosti sú potom povinní do piatich dní odo dňa doručenia ponuky na prevzatie vypracovať spoločné stanovisko k ponuke na prevzatie, v ktorom sa musia vyjadriť, či je ponuka na prevzatie v súlade so záujmami akcionárov, zamestnancov a veriteľov cieľovej spoločnosti, k dôsledkom, ktoré prinesie realizácia ponuky na prevzatie vo vzťahu k záujmom cieľovej spoločnosti a k strategickým plánom navrhovateľa týkajúcim sa cieľovej spoločnosti. Stanovisko k ponuke na prevzatie je predstavenstvo cieľovej spoločnosti povinné zaslať navrhovateľovi a zverejniť.

## Záver

Z pohľadu záväzkového práva môžeme ponuku na prevzatie charakterizovať ako právom kogentne upravený mechanizmus kontraktácie medzi navrhovateľom a majiteľmi prevoditeľných cenných papierov, cieľovej spoločnosti, ktoré sú prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu v SR alebo v inom členskom štáte EÚ v situácii, keď navrhovateľ buď ovládol cieľovú spoločnosť, a tak musí vykonať povinnú ponuku na prevzatie, alebo v situácii, keď sa len usiluje o ovládnutie cieľovej spoločnosti. Rozdiel v právnej konštrukcii dobrovoľnej a povinnej ponuky na prevzatie je predovšetkým v samotnom dôvode, teda v tom, prečo sa dobrovoľná alebo povinná ponuka realizuje, pretože dobrovoľná ponuka na prevzatie je prejavom autonómnej vôle navrhovateľa, zatiaľ čo povinná ponuka na prevzatie je zákonnou povinnosťou. Ďalším rozdielom je rozdielne postavenie navrhovateľa v rámci cieľovej spoločnosti, pretože dobrovoľnú ponuku na prevzatie môže uskutočniť len ten, kto zatiaľ nemá v cieľovej spoločnosti

<sup>14</sup> Podľa článku 3 ods. 1 písm. c) smernice Európskeho parlamentu a Rady 2004/25/ES z 21. apríla 2004 o ponukách na prevzatie správny alebo riadiaci orgán cieľovej spoločnosti musí konať v záujme spoločnosti ako celku a nesmie odoprieť majiteľom cenných papierov možnosť rozhodnúť podľa obsahu ponuky.



kontrolný podiel, zatiaľ čo pri povinnej ponuke na prevzatie sa kontrolný podiel navrhovateľa v cieľovej spoločnosti vyžaduje. Povinná ponuka na prevzatie smeruje k zmene osoby ovládajúcej spoločnosť. Presunom rozhodovacích práv na navrhovateľa, ktorý získal kontrolný podiel v spoločnosti sa ďalej obmedzuje reálna možnosť menšinových akcionárov ovplyvňovať chod spoločnosti, čo je pri ponukovej povinnosti kompenzované možnosťou predaja akciového podielu za primerané protiuplnenie.

### **Zoznam bibliografických odkazov**

Clark, R. Ch. (1992). *Firemní právo*. Praha: Victoria Publishing.

Krause, H. (1995). *Das obligatorische Übernahmeangebot*. Baden Baden: Nomos.

Lasák, J., Vybíral, P., Jemelka, L., Kotásek, J., & Němec, L. a kol. (2012). *Zákon o nabídkách převzetí, Komentář*. Praha: Wolters Kluwer.

Solomon, L. D., Schwartz, D. E., & Bauman, J. D. (1998). *Corporations, Law and Policy*. West Publishing.

Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2004/25/ES z 21. apríla 2004 o ponukách na prevzatie.