

- **rozhodnutí České národní banky č.j. 2023/94621/570 ze dne 25. července 2023, sp.zn. Sp/2022/323/573**

V Praze dne 25. července 2023
Č.j.: 2023 / 94621 / 570
Ke sp.zn. Sp/2022/323/573
Počet stran: 37

ROZHODNUTÍ

Česká národní banka (dále též jako „ČNB“ či „správní orgán“) jako orgán dohledu nad finančním trhem podle zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „zákon o ČNB“) a orgán dohledu nad kapitálovým trhem dle zákona č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů a podle zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „zákon o podnikání na kapitálovém trhu“) dále provedeného vyhláškou č. 234/2009 Sb. ze dne 21.7.2009 o ochraně proti zneužívání trhu a transparenci, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „vyhláška 234/2009 Sb.“) a jako příslušný orgán podle nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014 ze dne 16. dubna 2014, o zneužívání trhu (nařízení o zneužívání trhu) a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES a směrnic Komise 2003/124/ES, 2003/125/ES a 2004/72/ES, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „MAR“), rozhodla v řízení zahájeném dne 2.11.2022 vydáním příkazu č. j. 2022/114737/570 a vedeném podle zákona č. 250/2016 Sb., o odpovědnosti za přestupky a řízení o nich, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „přestupkový zákon“) ve spojení se zákonem č. 500/2004 Sb., správní řád, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „správní řád“) se společností ČEZ, a. s., IČO 452 74 649, se sídlem Duhová 2/1444, 140 53 Praha 4, takto:

I.

Společnost ČEZ, a. s., IČO 452 74 649, se sídlem Duhová 2/1444, 140 53 Praha 4, se uznává vinnou tím, že jako emitent akcií ISIN CZ0005112300 přijatých k obchodování na regulovaných trzích

- a) **co nejdříve neinformovala právními předpisy stanoveným způsobem veřejnost o protinávru akcionáře České republiky – Ministerstva financí k bodu č. 3 pořadu řádné valné hromady společnosti ČEZ, a. s., IČO 452 74 649, se sídlem Duhová 2/1444, 140 53 Praha 4, konané dne 28.6.2022, na zvýšení dividendy za rok 2021 o 4 Kč na částku celkem 48 Kč na akcii a na odloženou splatnost dividendy za rok 2021 na 1.11.2022, který obdržela dne 14.6.2022 v 16:30 hod. a který splňoval znaky vnitřní informace podle čl. 7 odst. 1 písm. a) MAR,**

- b) bezodkladně protinávrh akcionáře České republiky – Ministerstva financí k bodu č. 3 pořadu řádné valné hromady společnosti ČEZ, a. s., IČO 452 74 649, se sídlem Duhová 2/1444, 140 53 Praha 4, konané dne 28.6.2022, na zvýšení dividendy za rok 2021 o 4 Kč na částku celkem 48 Kč na akcii a na odloženou splatnost dividendy za rok 2021 na 1.11.2022, který obdržela dne 14.6.2022 v 16:30 hod. a který splňoval znaky vnitřní informace podle čl. 7 odst. 1 písm. a) MAR, nezaslala České národní bance,

t e d y p o r u š i l a

ad a) povinnost stanovenou v čl. 17 odst. 1 MAR ve spojení s ustanovením § 20 odst. 1 vyhlášky 234/2009 Sb.,

ad b) povinnost stanovenou v ustanovení § 127 odst. 2 zákona o podnikání na kapitálovém trhu ve spojení s ustanovením § 12 odst. 1 vyhlášky 234/2009 Sb.

č í m ž s e d o p u s t í l a

ad a) přestupku podle ustanovení § 177 odst. 1 písm. b) zákona o podnikání na kapitálovém trhu,

ad b) přestupku podle ustanovení § 172 odst. 2 písm. c) zákona o podnikání na kapitálovém trhu,

z a c o ž s e j í u k l á d á

podle ustanovení § 177 odst. 4 písm. a) zákona o podnikání na kapitálovém trhu pokuta ve výši 1 000 000 Kč (slovy jeden milion korun českých). Pokutu je společnost ČEZ, a. s., IČO 452 74 649, se sídlem Duhová 2/1444, 140 53 Praha 4, povinna zaplatit do 30 dnů od nabytí právní moci tohoto příkazu na účet Celního úřadu pro hlavní město Prahu vedený u České národní banky, č. 3754-67724011/0710, konstantní symbol 1148, variabilní symbol je identifikační číslo plátce.

II.

Společnosti ČEZ, a. s., IČO 452 74 649, se sídlem Duhová 2/1444, 140 53 Praha 4, se podle ustanovení § 79 odst. 5 správního řádu ve vazbě na ustanovení § 6 odst. 1 vyhlášky č. 520/2005 Sb., o rozsahu hotových výdajů a ušlého výdělku, které správní orgán hradí jiným osobám, a o výši paušální částky nákladů řízení ve znění vyhlášky 112/2017 Sb. ukládá náhrada nákladů řízení ve výši 1 000 Kč (slovy jeden tisíc korun českých). Paušální náhradu nákladů řízení je společnost ČEZ, a. s., IČO 452 74 649, se sídlem Duhová 2/1444, 140 53 Praha 4, povinna zaplatit do 30 dnů od nabytí právní moci tohoto rozhodnutí na účet České národní banky, č. 115-69193891/0710, konstantní symbol 1148, variabilní symbol je identifikační číslo plátce.

ODŮVODNĚNÍ

A. Charakteristika účastníka řízení

1. Společnost ČEZ, a. s., IČO 452 74 649, se sídlem Duhová 2/1444, 140 53 Praha 4 (dále jen „účastník řízení“) je zapsána v rejstříku vedeném u Městského soudu v Praze, vložka B 1581. Účastník řízení je emitentem akcií ISIN CZ0005112300 přijatých k obchodování na regulovaných trzích organizovaných společností Burza cenných papírů Praha, a.s. (dále jen „BCPP“) (ode dne 22.6.1993)¹ a RM-Systém, česká burza cenných papírů, a.s. (ode dne 23.2.1999).

B. Postup správního orgánu před zahájením řízení

2. Dne 1.7.2022 správní orgán odeslal účastníkovi řízení výzvu č. j. 2022/067725/CNB/570 ze dne 30.6.2022 k poskytnutí informací² k uveřejnění protinávrhu majoritního akcionáře³ České republiky – Ministerstva financí (dále jen „MF ČR“) k bodu č. 3 pořadu řádné valné hromady účastníka řízení konané dne 28.6.2022 na zvýšení dividendy o 4 Kč na částku celkem 48 Kč na akcii a na odloženou splatnost dividendy za rok 2021 na 1.11.2022 (dále jen „Protinávrh“). Výzva byla doručena do datové schránky účastníka řízení dne 1.7.2022. Dne 18.7.2022 správní orgán obdržel odpověď účastníka řízení na výzvu (dále jen „Odpověď na výzvu před zahájením řízení“).

C. Průběh řízení

3. Dne 2.11.2022 bylo s účastníkem řízení zahájeno řízení z moci úřední vydáním příkazu č.j. 2022/114737/570 (dále jen „Příkaz“) (spis č.l. 27 - 38).
4. Účastník řízení podal proti Příkazu dne 9.11.2022 odpor č.j. 2022/118964/570 (dále jen „Odpor“). Spolu s Odporem bylo správnímu orgánu doručeno pověření zaměstnance účastníka řízení [REDACTED], ředitele legal affairs, bytem [REDACTED], nar. [REDACTED] k zastupování účastníka řízení v tomto řízení (spis č.l. 40 - 50).
5. Dne 8.12.2022 se účastník řízení dostavil k nahlédnutí do spisu, o němž byl pořízen Protokol o nahlížení do spisu č.j. 2022/130378/570 (spis č.l. 54 - 57).
6. Dne 19.12.2022 správní orgán zaslal účastníkovi řízení výzvu č.j. 2022/134990/570

¹ od 25.1.1994 v segmentu Prime Market

² předložení dokladu o doručení protinávrhu (např. doručenky ze systému datových schránek), ze kterého bude zřejmé datum doručení protinávrhu účastníkovi řízení; poskytnutí informace, kdy proběhlo jednání představenstva účastníka řízení, jehož výsledkem bylo uveřejnění stanoviska k protinávrhu, a předložení zápisu z tohoto jednání; poskytnutí zdůvodnění postupu účastníka řízení pokud jde o způsob uveřejnění protinávrhu, když protinávrh nebyl uveřejněn jako vnitřní informace ve smyslu čl. 7 odst. 1 písm. a) MAR, ani zaslán jako povinně uveřejňovaná informace ČNB podle § 127 odst. 2 zákona o podnikání na kapitálovém trhu; poskytnutí zdůvodnění postupu účastníka řízení pokud jde o okamžik uveřejnění protinávrhu, když protinávrh byl uveřejněn na internetových stránkách účastníka řízení zřejmě až 6 dní poté, kdy mu byl doručen.

³ prostřednictvím Ministerstva financí ČR držela Česká republika v Emitentovi k 31. prosinci 2021 celkem 69,94 % hlasovacích práv

(dále jen „Výzva“) (spis č.l. 58 - 59), v níž účastníka řízení informoval o možnosti vyjádřit se ve lhůtě 15 pracovních dnů od doručení Výzvy k podkladům rozhodnutí shromážděným správním orgánem pod sp. zn. Sp/2022/323/573. Výzva byla doručena do datové schránky účastníka řízení dne 19.12.2022 a k uplynutí lhůty stanovené Výzvou by tak došlo dne 10.1.2023.

7. Dne 22.12.2022 správní orgán obdržel pod č.j. 2022/136609/570 žádost účastníka řízení o prodloužení lhůty pro vyjádření k podkladům rozhodnutí (dále jen „Žádost o prodloužení lhůty“) (spis č.l. 61), a to o 10 pracovních dnů, tedy do 24.1.2023. Účastník řízení správní orgán současně informoval, že dne 29.12.2022 využije možnost nahlédnout do spisu sp. zn. Sp/2022/323/573.
8. Přípisem ze dne 2.1.2023, č.j. 2023/310/570 (spis č.l. 68 - 69) správní orgán Žádosti o prodloužení lhůty vyhověl.
9. Dne 29.12.2022 se účastník řízení dostavil k nahlédnutí do spisu, o němž byl pořízen Protokol o nahlížení do spisu č.j. 2022/137644/570 (spis č.l. 63 - 65).
10. Dne 23.1.2023 správní orgán obdržel pod č.j. 2023/11048/570 vyjádření účastníka řízení k podkladům rozhodnutí (spis č.l. 71 - 87) (dále jen „Vyjádření k podkladům“).

D. Rozhodná právní úprava

11. Podle ustanovení § 2 odst. 1 přestupkového zákona platí, že *odpovědnost za přestupek se posuzuje podle zákona účinného v době spáchání přestupku; podle pozdějšího zákona se posuzuje jen tehdy, je-li to pro pachatele přestupku příznivější.*⁴ Právní úprava rozhodná pro posouzení jednání účastníka řízení je obsažena v MAR a zákoně o podnikání na kapitálovém trhu. Účastník řízení měl povinnost uveřejnit Proti návrh co nejdříve po jeho obdržení, k němuž došlo dne 14.6.2022. Od uvedeného data do dne vydání tohoto rozhodnutí nedošlo ke změně zákona o podnikání na kapitálovém trhu ani MAR. S účinností ode dne 1.9.2022 sice došlo ke změně⁵ vyhlášky 234/2009 Sb., nicméně bez dopadu na ustanovení § 20 odst. 1 a § 12 odst. 1, která jsou relevantní v případě posuzovaného jednání účastníka řízení.
12. Podle čl. 7 odst. 1 písm. a) MAR se pro účely tohoto nařízení jako vnitřní informace označuje informace přesné povahy, která nebyla uveřejněna, týká se přímo nebo nepřímo jednoho nebo několika emitentů nebo jednoho nebo několika finančních nástrojů a která, pokud by byla zveřejněna, by pravděpodobně měla významný dopad na ceny těchto finančních nástrojů nebo na ceny souvisejících derivátových finančních nástrojů.
13. Podle čl. 7 odst. 2 MAR se pro účely odstavce 1 informace považuje za informaci přesné povahy, pokud je jejím obsahem souhrn okolností, který existuje nebo u něhož lze důvodně očekávat, že vznikne, nebo událost, která nastala nebo u níž lze důvodně očekávat, že nastane, pokud je konkrétní natolik, že umožňuje vyvozovat závěry

⁴ obdobně také čl. 40 odst. 6 Listiny základních práv a svobod: „Trestnost činu se posuzuje a trest se ukládá podle zákona účinného v době, kdy byl čin spáchán. Pozdějšího zákona se použije, jestliže je to pro pachatele příznivější.“

⁵ Vyhláškou č. 251/2022 Sb.

týkající se možného vlivu tohoto souhrnu okolností nebo události na ceny finančních nástrojů nebo souvisejících derivátních finančních nástrojů, souvisejících spotových komoditních smluv nebo dražených produktů založených na povolenkách na emise. V této souvislosti v případě dlouhodobého procesu, který má vyústit nebo vyústí v konkrétní okolnosti či událost, lze tyto budoucí okolnosti či tuto budoucí událost, jakož i dílčí kroky tohoto procesu, které jsou spojeny s vyústěním v tyto budoucí okolnosti nebo v tuto budoucí událost nebo v tuto okolnost či událost vyústit považovat za informace přesné povahy.

14. Podle čl. 7 odst. 4 MAR platí, že pro účely odstavce 1 se informací, která by, pokud by byla uveřejněna, pravděpodobně měla významný dopad na ceny finančních nástrojů, derivátních finančních nástrojů, souvisejících spotových komoditních smluv nebo dražených produktů založených na povolenkách na emise, rozumí informace, kterou by racionální investor pravděpodobně použil jako součást základu pro svá investiční rozhodnutí.
15. V souladu s čl. 17 odst. 1 MAR je emitent povinen co nejdříve informovat veřejnost o vnitřních informacích, jež se tohoto emitenta přímo týkají. Emitent zajistí, aby byly vnitřní informace zveřejněny způsobem, který umožní rychlý přístup a úplné, správné a včasné posouzení informací ze strany veřejnosti a případně v úředně určeném mechanismu podle článku 21 směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/109/ES.
16. Podle ustanovení § 127 odst. 2 zákona o podnikání na kapitálovém trhu povinně uveřejňovanou informaci osoba uvedená v odstavci 1 bezodkladně uveřejní tak, že k ní zajistí neupřednostňující, snadný a bezúplatný přístup; zároveň tuto informaci zašle České národní bance.
17. Podle ustanovení § 12 odst. 1 vyhlášky 234/2009 Sb. jsou vnitřní informace podle čl. 7 MAR a oznámení o odkladu uveřejnění vnitřní informace podle čl. 17 odst. 4 a 5 MAR zasílány ve formátu Portable Document Format (přípona pdf) prostřednictvím elektronického formuláře určeného pro příslušný typ informační povinnosti, jehož struktura je uvedena v přílohách č. 10 a 11 této vyhlášky.
18. Podle ustanovení § 20 odst. 1 vyhlášky 234/2009 Sb. povinně uveřejňovanou informaci uveřejňuje emitent nebo jiná povinná osoba způsobem umožňujícím dálkový přístup v úplném znění, a to způsobem, kterým emitenti obvykle uveřejňují informace o své činnosti. Přitom zajistí zejména, aby internetové stránky byly veřejnosti bez omezení bezplatně přístupné způsobem umožňujícím dálkový přístup a aby je bylo možné snadno obvyklým způsobem vyhledat podle obchodní firmy nebo názvu emitenta.
19. Podle ustanovení § 177 odst. 1 písm. b) zákona o podnikání na kapitálovém trhu se právnická nebo podnikající fyzická osoba dopustí přestupku tím, že nesplní některou z povinností nebo poruší některý ze zákazů podle čl. 16 nebo čl. 17 MAR.
20. Podle ustanovení § 172 odst. 2 písm. c) zákona o podnikání na kapitálovém trhu se právnická nebo podnikající fyzická osoba jako emitent uvedený v § 118 odst. 1 nebo § 121a dopustí přestupku dále tím, že nesplní některou z povinností týkající se povinně uveřejňované informace podle § 127 odst. 2.

E. Skutková zjištění

21. Dne 27.5.2022 účastník řízení uveřejnil na svých internetových stránkách a prostřednictvím Centrálního úložiště regulovaných informací ČNB pozvánku na pravidelnou výroční valnou hromadu s datem konání 28.6.2022. Jedním z bodů, které měly být předloženy ke schválení, byl návrh představenstva účastníka řízení na vyplacení dividendy za rok 2021 ve výši 44 Kč na akcii se splatností k 1.8.2022.⁶
22. Správní orgán zjistil, že dne 20.6.2022 v 9:19 hod. se prostřednictvím internetu⁷ začala šířit informace o tom, že účastník řízení obdržel protinávrh na výplatu dividendy. Uvedená informace byla téhož dne v 9:22 hod. aktualizována tak, že podle agentury Bloomberg podalo protinávrh MF ČR a následně v 9:33 hod. tak, že MF ČR uveřejní podrobnosti téhož dne po 14:00 hod. Již ve 12:15 hod. však byl na stránkách MF ČR uveřejněn článek popisující základní body Protinávru.⁸
23. Dne 20.6.2022 v průběhu odpoledne pak bylo na internetových stránkách účastníka řízení⁹ uveřejněno úplné znění Protinávru¹⁰ a souhlasné stanovisko představenstva účastníka řízení k Protinávru,¹¹ z něhož mj. vyplývá, že Protinávrh byl účastníkovi řízení doručen v souladu s právními předpisy¹² a stanovami účastníka řízení již v úterý 14.6.2022 v 16:30 hod.

F. Hodnocení skutkových zjištění

24. Správní orgán se zabýval otázkou, zda lze Protinávrh považovat za vnitřní informaci ve smyslu čl. 7 odst. 1 písm. a) MAR.
25. Podle čl. 7 odst. 1 písm. a) MAR musí vnitřní informace vykazovat následující znaky, které musí být splněny současně:
26. *Informace přesné povahy, která není veřejně známá (nebyla uveřejněna)*

Protinávrh jasně a přesně definuje podstatu navrhovaných změn ohledně výplaty dividendy za rok 2021. Jelikož MF ČR disponuje akcionářským podílem ve výši přibližně 69,94 %, který mu umožňuje prosadit jakýkoliv návrh, a to bez ohledu na ostatní akcionáře či představenstvo společnosti, splňuje informace o změně výše a splatnosti dividendy hledisko přesnosti (ohledně jejího uskutečnění) stanovené čl. 7 odst. 2 MAR. Účastník řízení totiž mohl důvodně očekávat, že ke schválení (přijetí)

⁶ https://www.cez.cz/webpublic/file/edee/ospol/fileexport-s/pro-investory/investor-relations/vh2022/cj/vh2022_03_rozdeleni-zisku-cz.pdf

⁷ Např. <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/zpravy-z-burzy/269102-cez-obdrzel-protinavrh-na-vyplatu-dividendy-podle-blombergu-ho-podalo-ministerstvo-financi>

⁸ [Ministerstvo financí navrhuje dividendu ČEZ za rok 2021 ve výši 48 Kč na akcii | 2022 | Ministerstvo financí ČR \(mfc.cz\)](https://www.mfcr.cz/ministerstvo-financi-navrhuje-dividendu-cez-za-rok-2021-ve-vysi-48-ke-na-akcii-2022)

⁹ <https://www.cez.cz/cs/pro-investory/valne-hromady/valna-hromada-2022-158748>

¹⁰ https://www.cez.cz/webpublic/file/edee/ospol/fileexport-s/pro-investory/investor-relations/vh2022/cj/vh2022_03_protinavrh-cr-mf-k-bodu-3-cz.pdf

¹¹ https://www.cez.cz/webpublic/file/edee/ospol/fileexport-s/pro-investory/investor-relations/vh2022/cj/vh2022_06_stanovisko-pas-protinavrh-mf-k-bodu-3-cz.pdf

¹² § 362 odst. 1 zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech, ve znění pozdějších předpisů

Protinávru v budoucnu dojde a současně byl Protinávrh natolik **konkrétní**, že umožňoval vyvozovat závěry týkající se možného vlivu tohoto souhrnu okolností nebo události na cenu finančních nástrojů. K okamžiku doručení Protinávru účastníkovi řízení nebyla daná informace veřejně známou¹³, tedy i tato podmínka je splněna.

27. *Informace týkající se přímo nebo nepřímo jednoho nebo několika emitentů nebo jednoho nebo několika finančních nástrojů*

Tato podmínka byla splněna vzhledem k tomu, že Protinávrh se týkal účastníka řízení jako emitenta akcií ISIN CZ0005112300 (dále jen „Akcí“) obchodovaných na regulovaných trzích organizovaných společnostmi BCPP a RM-Systém, česká burza cenných papírů, a.s. (odstavec 1).

28. *Informace by měla poté, co by se stala veřejně známou, pravděpodobně významný dopad na ceny těchto finančních nástrojů nebo na ceny souvisejících derivátových finančních nástrojů.*

Obsahem Protinávru byla změna výše dividendy za rok 2021 a odložení její splatnosti k 1.11.2022. Informace o dividendě (typicky návrh a rozhodnutí o rozdělení zisku, návrh na výplatu dividendy) patří k cenotvorným informacím, které by racionální investor pravděpodobně použil jako součást základu pro svá investiční rozhodnutí (viz výkladové stanovisko ČNB k MAR nazvané „Soubor odpovědí na dotazy související s regulací ochrany proti zneužívání trhu a transparentností“ a uveřejněné na stránkách ČNB) (dále jen „Výkladové stanovisko MAR“).¹⁴

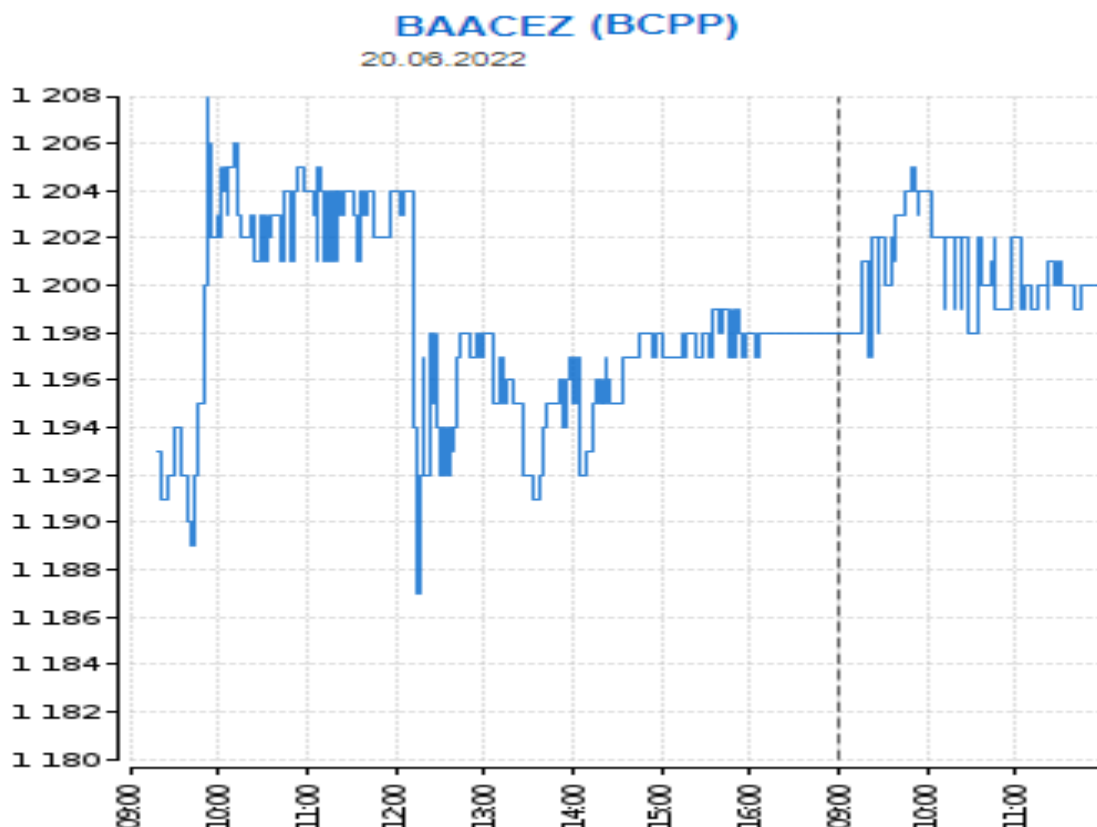
Ohledně Protinávru tak bylo možné dospět již v okamžiku jeho doručení účastníkovi řízení k závěru, že by měl poté, co by se stal veřejně známým, pravděpodobně významný dopad na cenu (kurz) Akcií.

29. Skutečný dopad informace na cenu Akcií je zřejmý z níže uvedeného grafu, z něhož je patrný nárůst v reakci na oznámení o existenci (nějakého) protinávru na výplatu dividend po 9. hodině v pondělí 20.6.2022 (spíše pozitivní reakce v očekávání navýšení dividendy) a následný pokles po 12. hodině, kdy došlo k oznámení konkrétních charakteristik Protinávru (negativní reakce v důsledku odložení splatnosti dividendy v kombinaci s nijak zásadním nárůstem).

¹³ Dokladem toho, že informace o Protinávru nebyla řádně distribuována veřejnosti ještě ani 20.6.2022, tedy 6 dní po obdržení Protinávru účastníkem řízení, je zřejmá ze skutečnosti, že ještě v tento den jinak dobře informovaní aktivističtí investoři na dané téma pouze spekulovali.

Viz např. <https://twitter.com/michalsnabr/status/1538781921391558656>

¹⁴ <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2018-14/>



POZN: Svislá osa – cena akcií (CZK); vodorovná osa (čas)

30. Správní orgán na základě výše uvedených skutečností konstatuje, že Protinávrh vzhledem k jeho obsahu a osobě předkladatele splňoval všechny znaky vnitřní informace podle čl. 7 odst. 1 písm. a) MAR, a to již v okamžiku jeho doručení účastníkovi řízení, tj. 14.6.2022 v 16:30.

G. Vypořádání námitek účastníka řízení správním orgánem

31. Vyjádření a námítky účastníka řízení jsou rozděleny do několika tematických okruhů a uvedeny dále v textu kurzívou. Komentáře a hodnocení správního orgánu k námitkám účastníka řízení jsou dále v textu uvedeny standardním písmem.

(i) Skutkové okolnosti předcházející vydání Příkazu popsané účastníkem řízení

32. V odstavcích 1 až 6 části I. Odporu účastník řízení uvedl, že *obdržel Protinávrh dne 14.6.2022 v 16:30 hod. Vybrané odborné útvary účastníka řízení zahájily přípravu podkladů pro zasedání představenstva účastníka řízení už v následující den, tj. ve středu 15.6.2022; a ve čtvrtek 16.6.2022 byla interně distribuována pozvánka na toto zasedání (zohledňující také předpoklad projednání Protinávru na tomto zasedání).*
33. *Příprava podkladů, zejména analýz potřebných k finalizaci stanovisek představenstva, trvala 3 pracovní dny, navíc pokračovala i přes víkend 18.6. - 19.6.2022, a to se zohledněním nejen Protinávru, ale i dalších šesti protinávruhů k bodu 3 pořadu valné hromady, které byly účastníkovi řízení postupně doručeny ve dnech 12. až 16. 6. 2022. Příprava podkladů zahrnovala i nezbytné konzultace s externími poradci účastníka řízení. Účastník řízení v danou dobu činil vše potřebné, aby Protinávrh byl řádně*

posouzen a aby představenstvo obdrželo veškeré potřebné podklady k tomu, aby ho mohlo zhodnotit a zaujmout k němu stanovisko.

34. *Představenstvo účastníka řízení, vědomo si zákonné povinnosti dle § 362 odst. 1 zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích), ve znění pozdějších předpisů („ZOK“)¹⁵, a v souladu s dřívějším záměrem a svým pracovním plánem, projednalo, jak reagovat po procedurální i věcné stránce na včas doručené protinávry akcionářů.*
35. *V pondělí 20.6.2022 před 10. hod. byly pro jednání představenstva účastníka řízení připraveny všechny potřebné podklady, včetně pracovních návrhů stanovisek představenstva účastníka řízení k doručeným protinávřům. Zasedání představenstva účastníka řízení se uskutečnilo od 15:05 hod. téhož dne.*
36. *Ve stejný den, tj. dne 20.6.2022, a to krátce po 12:00 hod.¹⁶, tedy před začátkem jednání představenstva účastníka řízení, uveřejnil akcionář MF ČR obsah Protinávřhu. Tímto uveřejněním se informace o Protinávřhu k bodu 3 pořadu valné hromady stala veřejně známou.¹⁷ Následně proto účastník řízení veškeré podané protinávřhy k bodu 3 pořadu valné hromady (včetně Protinávřhu) publikoval již jen způsobem vyplývajícím z § 362 ZOK, tj. v plném rozsahu a se stanovisky svého představenstva.¹⁸*

(ii) K výkladu neurčitého právního pojmu informace přesné povahy ve smyslu čl. 7 MAR

37. *V Odporu účastník řízení dále uvedl, že podle ČNB (viz bod 27 Příkazu) platí, že Protinávřh splňuje požadavek na informaci přesné povahy ve smyslu čl. 7 MAR, neboť „MF ČR disponuje akcionářským podílem ve výši přibližně 69,94 %, který mu umožňuje prosadit jakýkoliv návrh, a to bez ohledu na ostatní akcionáře či představenstvo společnosti.“*
38. *S tímto závěrem účastník řízení zásadně nesouhlasí, neboť bez stanoviska představenstva k protinávřhu podle § 362 odst. 1 ZOK nemůže být Protinávřh bez dalšího považován za dostatečně přesnou informaci. Velikost podílu akcionáře, a tedy jeho případná schopnost si daný návrh prosadit na valné hromadě, na výše uvedených závěrech ničeho nemění.*

¹⁵ Pozn. správního orgánu: podle § 362 odst. 1 platí, že návrhy a protinávřhy doručené společnosti nejpozději 3 dny před konáním valné hromady uveřejní představenstvo nebo správní rada bez zbytečného odkladu na internetových stránkách společnosti. Jsou-li návrhy a protinávřhy doručeny nejpozději 5 dnů před konáním valné hromady, uveřejní představenstvo nebo správní rada bez zbytečného odkladu i své stanovisko; stanovy mohou lhůtu 5 dnů přiměřeně zkrátit.

¹⁶ Viz tisková zpráva ČR-MF: [Ministerstvo financí navrhuje dividendu ČEZ za rok 2021 ve výši 48 Kč na akcii | 2022 | Ministerstvo financí ČR \(mfcr.cz\)](https://www.mfcr.cz/Ministerstvo-financi-navrhuje-dividendu-CEZ-za-rok-2021-ve-vysi-48-Kc-na-akcii-2022)

¹⁷ Viz např. <https://www.patria.cz/zpravodajstvi/horke-zpravy/archiv.html> - „Archiv horkých zpráv“, zpráva uveřejněna dne 20.6.2022 ve 12.07 hod.:

„Ministerstvo financí navrhuje, aby společnost ČEZ vyplatila dividendu ve výši 48 Kč/akcie. ČEZ dříve navrhoval 44 Kč/akcie. Ministerstvo dále navrhuje odložení výplaty dividendy na 1. listopadu z 1. srpna, chce tak firmě dát čas na zjištění likvidity (Reuters)“.

¹⁸ Pozn. správního orgánu: v Odpovědi na výzvu před zahájením řízení účastník řízení uvedl, že stanovisko představenstva bylo publikováno na internetových stránkách účastníka řízení v pondělí 20.6.2022 po 16. hodině.

39. Účastník řízení se dále domnívá, že *pokud by společnost zveřejnila Protinávrh akcionáře bez stanoviska představenstva, jak v Příkazu požaduje ČNB (viz bod 32 Příkazu), mohlo by naopak dojít ke zmatení investorské veřejnosti. V dané situaci by pak účastník řízení naopak mohl být sankcionován za možnou manipulaci s trhem s akciemi právě pro to, co konstatuje ČNB (v bodu 44 Příkazu): „investoři, kteří nemají přístup k včasným a úplným informacím, jsou vystaveni riziku, že učiní chybná investiční rozhodnutí...“ Smyslem stanoviska představenstva je zjevně to, aby akcionáři (resp. investoři) měli potřebné informace o protinávru; to platí zejména tehdy, pokud představenstvo po přezkoumání protinávru (včetně mj. jeho očekávaných dopadů ve světle ekonomických plánů společnosti) zjistí, že je namístě k němu zaujmout polemické, případně přímo negativní stanovisko. Rozhodně pak není vyloučeno ani to, že na základě takového stanoviska (reflektujícího komplexní zhodnocení dopadu protinávru) akcionář svůj protinávrh modifikuje, případně zcela vezme zpět; to vše bez ohledu na svůj podíl ve společnosti. Podle názoru účastníka řízení tedy **bez stanoviska představenstva nemohl Protinávrh naplnit znak, že jde o informaci přesné povahy ve smyslu čl. 7 MAR.***
40. Účastník řízení se dále domnívá, že *právě posouzení a přijetí stanoviska představenstvem účastníka řízení ve vztahu k Protinávru nepochybně představovalo podstatný aspekt pro to, aby si akcionáři mohli případně vytvořit konkrétní a v dané fázi rozhodné představy ve smyslu Výkladového stanoviska MAR o tom, jaký je očekávaný dopad Protinávru na účastníka řízení a zda je v souladu s právními a ekonomickými podmínkami na straně účastníka řízení; tím konec konců i o pravděpodobnosti přijetí Protinávru. Zde platí obdobně totéž, co o návrzích na rozdělení podílu na zisku, kdy k tvorbě návrhu dochází postupně na mnoha vnitřních úrovních emitenta a je publikován vždy až finální návrh - poté, co k němu zaujme představenstvo stanovisko na základě souhrnného zhodnocení dílčích podkladů. Bez tohoto posouzení a vyjádření by ještě akcionáři neměli k dispozici kompletní informace vytvářející úplný obraz o pravděpodobnosti schválení protinávru valnou hromadou, a zejména o možnostech účastníka řízení jej realizovat, resp. o jeho ekonomických dopadech na účastníka řízení.*
41. V této souvislosti účastník řízení rovněž zdůraznil, že *ČNB v Příkazu nezohledňuje komplexnost Protinávru a redukuje jej na prostý návrh na zvýšení dividendy. Protinávrem přitom byly navrhovány změny více parametrů dividendy (její absolutní výše, splatnosti a způsobu vyplácení). Schopnost investorů jej v úplnosti posoudit proto předpokládá znalost souvisejícího kontextu, včetně ekonomických možností účastníka řízení pro jeho realizaci. Bez projednání Protinávru představenstvem účastníka řízení a přijetí a uveřejnění jeho stanoviska by bylo tudíž zveřejnění jakýchkoli souvisejících informací předčasné a způsobilé znejistit investory.*
42. V části II. Vyjádření k podkladům (odstavce 10 a násl.) účastník řízení k obecné charakteristice vnitřní informace a k její aplikaci na Protinávrh uvedl, že *podle čl. 17 odst. 1 písm. a) nařízení MAR je vnitřní informací taková informace, která splňuje kumulativně následující předpoklady:*
- a. jde o informaci přesné povahy,*
 - b. nebyla uveřejněna,*
 - c. týká se přímo nebo nepřímo jednoho nebo několika emitentů nebo jednoho nebo*

několika finančních nástrojů a

- d. *pokud by byla zveřejněna, pravděpodobně by měla významný dopad na ceny těchto finančních nástrojů nebo na ceny souvisejících derivátových finančních nástrojů.*
43. *Podle účastníka řízení je na první pohled zřejmé, že z výše uvedených předpokladů je splněn ten sub c. a v době doručení Protinávru účastníkovi řízení rovněž předpoklad sub b. Předpoklady sub a. a d. jsou věci skutkového zjištění a na něj aplikovaného právního závěru. Obojí ČNB učinila v Příkazu, obojí podle názoru účastníka řízení vadně, přičemž na obojí účastník řízení reaguje v kapitole III. Vyjádření k podkladům.*
44. *Ve Vyjádření k podkladům řízení účastník řízení dále obecně prezentoval východiska, která uplatnil na nakládání s Protinávrhem, když uvedl, že bezprostředně po doručení Protinávru jej identifikoval jako protinávrh akcionáře k bodu 3 pořadu valné hromady ve smyslu § 361 a násl. ZOK. Proto s ním byl povinen nakládat tak, jak předepisuje § 362 odst. 1 ZOK, tj. uveřejnit jej a uveřejnit rovněž stanovisko představenstva k němu. Obojí byl účastník řízení povinen učinit bez zbytečného odkladu, což jasně implikuje (jak je potvrzeno i doktrinárním výkladem)¹⁹ že jak Protinávrh, tak i stanovisko představenstva měly být uveřejněny společně. To byl jeden z důvodů, proč nepřicházel v úvahu postup, který bez bližšího vysvětlení prezentovala ČNB v odst. 32 Příkazu, tj. že by účastník řízení nejprve uveřejnil Protinávrh a „[n]ásledně... také“ stanovisko představenstva k němu.*
45. *Účastník řízení argumentuje, že vycházel ze smyslu a účelu § 362 odst. 1 ZOK, který rovněž dokládá doktrinární názor, tj. že stanovisko představenstva akciové společnosti k protinávrhu je nezbytné „...za účelem zprostředkování postoje vedení ostatním akcionářům, neboť to zná společnost zevnitř. Úkolem představenstva (správní rady) je ve stanovisku zhodnotit dopad přijetí protinávru do poměrů společnosti tak, aby se akcionáři mohli rozhodnout, zda budou hlasovat pro původní návrh, nebo pro akcionářský protinávrh.“²⁰ Stanovisko představenstva je tak způsobilé ovlivnit rozhodování akcionářů, resp. jejich vůli přiklonit se k protinávrhu určitého akcionáře, a může nepochybně ovlivnit rozhodování, resp. vůli též samotného navrhujícího akcionáře.*
46. *Podle účastníka řízení přitom není rozhodné, zda se jedná o protinávrh většinového nebo menšinového akcionáře - i většinový akcionář může na základě stanoviska představenstva zjistit, popř. dojít k závěru, že není v zájmu společnosti (případně ani v zájmu jeho samotného), nebo dokonce že by odporovalo právním předpisům, aby hlasoval pro svůj vlastní protinávrh. Ačkoli výše uvedené představuje primárně korporáční pohled na danou problematiku, je analogicky uplatnitelný i na posuzování protinávruhů z hlediska jejich povahy jako vnitřních informací. Jinak řečeno, je-li stanovisko představenstva akciové společnosti k protinávrhu akcionáře nezbytné pro účely rozhodování akcionářů, resp. jejich hlasování, má nepochybně přinejmenším stejný význam též pro investory do akcií dotčené akciové společnosti.*

¹⁹ Viz Filip, V. a Lasák, J. in Lasák, J., Dědič, J., Pokorná, J., Čáp, Z., a kol.: Zákon o obchodních korporacích. Komentář, 2. vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2021, str. 1574.

²⁰ Viz Filip, V. a Lasák, J., in Lasák, J., Dědič, J., Pokorná, J., Čáp, Z., a kol.: Zákon o obchodních korporacích. Komentář, 2. vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2021, str. 1574

47. Účastník řízení dále ve Vyjádření k podkladům odkázal na svou argumentaci v Odporu²¹, ve stručnosti ji rekapituloval a doplnil. Dále jsou shrnuty námitky doplňující (nad rámec) již dříve uvedenou argumentaci účastníka řízení.
48. *Ačkoli obsahuje Protinávrh kvantitativně přesné údaje, není sám o sobě přesnou informací ve smyslu definice vnitřní informace, protože je to teprve jeho spojení se stanoviskem představenstva, co akcionářům / investorům „umožňuje vyvozovat závěry týkající se možného vlivu tohoto souhrnu okolností nebo události na ceny finančních nástrojů nebo souvisejících derivátních finančních nástrojů“ ve smyslu čl. 7 odst. 2 nařízení MAR. Předpoklad přesné povahy příslušné informace je předpokladem primárně kvalitativním a nikoli kvantitativním. Je to mj. systematický kontext celého právního řádu, včetně výše zmíněného ustanovení § 362 ZOK, který ukazuje, že součástí komplexního práva akcionářů na (transparentní a srozumitelné) informace je za zákonem stanovených podmínek i právo vyhodnotit protinávrh akcionáře ve světle stanoviska představenstva. A v tomto konkrétním ohledu neexistuje žádný důvod k rozlišování mezi akcionáři společnosti a investory do jejich akcií přijatých k obchodování na evropském regulovaném trhu (tzv. kótovaných akcií).*
49. *Představenstvo je povinno posoudit protinávrh z řady hledisek formálních (zda splňuje náležitosti vyžadované ZOK pro protinávryhy a zda byl podán včas) i materiálních: jednak zda obsahově není v rozporu se zákonem nebo stanovami (v případě protinávruhu ohledně rozdělování zisku nebo jiných vlastních zdrojů např. s § 34 a 40 ZOK), a jednak i z pohledu obchodního vedení, plánů a zájmů společnosti. Mohou tak nastat situace, kdy je představenstvo nuceno konstatovat (ač to z textu protinávruhu není zjevné), že jeho obsah odporuje právním předpisům, případně je pro společnost z nějakého důvodu zásadně nevhodný, nebo ji dokonce ohrožuje. To jsou jen příklady, které však jasně ukazují, že bez stanoviska představenstva je uveřejnění pouhého textu protinávruhu „neúplné“, a informace v něm obsažené jsou tudíž nepřesné.*
50. *To platí i tehdy, když by se případně nakonec ukázalo, že stanovisko představenstva je souhlasné a vlastnímu textu protinávruhu nedodá další „reálné“ upřesnění, ale svojí existencí ve spojení s příslušným protinávrem poskytuje akcionářům i investorům očekávanou informaci umožňující jejich další rozhodování. Takovou úvahu však nelze provést předem - právě až stanovisko představenstva ukáže reálný stav. Ačkoli jistě platí, že **protinávrh akcionáře** (je-li dostatečně konkrétní) **představuje „obsahový základ“ případné vnitřní informace, až stanovisko představenstva ho zasadí do plného kontextu.***
51. *Účastník řízení je přesvědčen, že předčasným samostatným uveřejněním Protinávruhu by mohlo dojít ve skutečnosti spíše k ohrožení zájmů akcionářů / investorů, případně k manipulaci s trhem. V praxi nelze vyloučit např. situaci, kdy by emitent publikoval pouze protinávrh akcionáře (který by nepovažoval za vhodný) po publikaci takového protinávruhu by došlo k určité reakci trhu (např. růstu ceny) a po následné publikaci negativního stanoviska představenstva, by pak došlo k reakci trhu zcela opačné (např. poklesu ceny). Aniž by v té souvislosti účastník řízení chtěl argumentovat pouhým odkazem na ex post události (viz též odst. 29 a násl. níže), považuje za příznačné následující: V Příkazu ČNB argumentuje tím, že dřívějším uveřejněním Protinávruhu by účastník řízení předešel spekulacím a poukazuje na tweet pana Michala Šnobra*

²¹ viz část „K výkladu neurčitěho právního pojmu informace přesné povahy.“ v kapitole II. Odporu

z 20. 6. 2022, 9.12 hod. (viz odst. 33 a poznámku č. 15 Příkazu; rovněž viz odst. 45 Příkazu). Pomíjí však přitom že uveřejnění Protinávru samotným Ministerstvem financí České republiky krátce po poledni téhož dne, mělo podstatně zásadnější vliv, kdy např. opět pan Michal Šnobl napsal mj. toto: „Vzhledem k protinávru @MinFinCZ @lbynek Stanjura ve věci dividendy@SkupinaCEZ a jejího zdůvodnění, které zpochybňuje solventnost #ČEZ vyplatit 44 Kč k 1.8 tímto žádáme o okamžité zveřejnění info o finanční pozici ČEZ. Upozorňujeme, že MinFin hazarduje s dobrým jménem spol.“²². Není tedy pouhou účelovou spekulací, ale reálnými událostmi podloženým názorem účastníka řízení, že dřívější zveřejnění Protinávru ČR-MF bylo v tomto konkrétním kontextu způsobit znejistit akcionáře, resp. investory společnosti a vyvolat jejich obtížně predikovatelnou tržní reakci.

52. V části III. Vyjádření k podkladům účastník řízení k přesné povaze Protinávru uvedl, že základní argument, o který ČNB dosud opírala svůj závěr o tom, že samotný Protinávru měl přesnou povahu a jeho doručení účastníku řízení došlo ke vzniku vnitřní informace (viz odst. 34 Příkazu), je postaven na skutečnosti, že MF je většinovým akcionářem účastníka řízení, a že ten tudíž mohl důvodně očekávat, že ke schválení (přijetí) Protinávru dojde - viz odst. 27 Příkazu. Účastník řízení vnímá, že aby mohla být konkrétní informace kvalifikována jako přesná, musí být jejím obsahem souhrn okolností, které existují nebo u nichž lze důvodně očekávat, že vzniknou (viz čl. 7 odst. 2 nařízení MAR). Jak již bylo zmíněno v Odporu, podání Protinávru však automaticky bez dalšího nepředznamenává jeho přijetí. Dle Výkladového stanoviska MAR, konkrétně jeho bodu 2.4. pouhá možnost výskytu dané skutečnosti (přijetí Protinávru na valné hromadě) není pro učinění závěru o naplnění podmínky přesnosti informace dostačující. Již výše byly popsány okolnosti, pro které bylo nejen teoreticky, ale i prakticky představitelné, že Protinávru nemusí být schválen.
53. Povinností účastníka řízení je mj. uveřejňovat (pouze) správné a úplné (vnitřní) informace²³. Přitom „informace, které jsou samy o sobě exaktní, mohou být v podstatě nepřesné, pokud emitent opomněl zveřejnit jinou informaci nebo část informace, které by mohly změnit hodnocení jeho situace trhem“.²⁴ Bez zhodnocení dopadů realizace Protinávru ČR-MF k tomu povoláním orgánem (Představenstvem), by předčasná reakce účastníka řízení mohla zmařit (investorskou) veřejnost a trh jako takový. Tento přístup umocňuje skutečnost, že vyhotovení stanoviska představenstva příkazuje zákon (§ 362 odst. 1 ZOK) a že smyslem a účelem tohoto stanoviska je právě poskytnutí názoru samotné akciové společnosti (jejího statutárního orgánu) na vhodnost a proveditelnost příslušného protinávru z hlediska jejích zájmů. Ve svém důsledku by uveřejnění takové - předem nevyhodnocené - informace mohlo přispět ke spekulacím a obavám na trhu, vč. případného využití nebo zneužití v rámci veřejného investorského prostředí, a nikoliv takové spekulace či obavy uvést na pravou míru, jak předpokládá ČNB

²² Viz jeho tweet z téhož dne, 13:55 hod.

²³ Srov. čl. 17 odst. 1 druhá odrážka MAR nebo a contrario k § 17 odst. 1 vyhlášky 234/2009 Sb.

²⁴ Volný překlad z francouzštiny. Převzato ze stanoviska francouzského regulátora AMF s názvem „Position-recommandation. Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée“. DOC-2016-08. V originálu: „S'agissant du caractère précis de l'information, il diffère de celui de l'exactitude en ce qu'une information en elle-même exacte pourrait, en effet, être imprécise si l'émetteur a par ailleurs omis de communiquer une autre information ou un élément d'information qui aurait été susceptible de modifier l'appréciation de sa situation par le marché.“ K dispozici zde: <https://www.amf-france.org/sites/default/files/private/2021-09/2016-08-avril-2021.pdf>

v odst. 33 Příkazu.

54. *Případná předčasná reakce účastníka řízení by mohla dále vyústit až v manipulaci s trhem. Jak potvrzuje Nejvyšší správní soud „zveřejnění nesprávné (nepravdivé) informace na zpravodajském portálu, která ovlivnila kurz akcií na akciovém trhu, je manipulací s trhem ve smyslu § 126 odst. 1 zák. č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu.“ (právní věta rozsudku NSS sp. zn. 7 As 114/2014-35, ze dne 9.10.2014). Právě uvedené platí zejména s přihlédnutím k tomu, že prostý fakt (úmyslného) sdělení (zveřejnění) informace jako informace vnitřní emitentem má potenciál umocnit důležitost informace takto sdělené v očích investorů, jakož i dopady této informace na cenu investičních aktiv (Akcí). K úvahám, jimiž se řídil postup účastníka řízení v konkrétním případě, viz zejména odst. 17 Vyjádření k podkladům (odstavec 47 tohoto rozhodnutí).*
55. *Dílčí závěr: Účastník řízení je přesvědčen, že v důsledku pouhého doručení Protinávru účastník řízení nedisponoval vnitřní informací (mj.) z toho důvodu, že u něj absentovala přesná povaha informace ve smyslu nařízení MAR. Na základě informací dostupných ve spise nepovažuje účastník řízení opačný závěr ČNB za řádně a dostatečně odůvodněný.*

Hodnocení správního orgánu

K relevanci velikosti podílu akcionáře pro naplnění znaku přesnosti

56. K vyjádření účastníka řízení v odstavcích 37 a 38 tohoto rozhodnutí správní orgán uvádí, že je na rozdíl od účastníka řízení toho názoru, že Protinávrh bez stanoviska představenstva podle § 362 odst. 1 ZOK splňoval definiční znaky vnitřní informace dle čl. 7 odst. 1 písm. a) MAR, včetně definičního znaku přesnosti ve smyslu čl. 7 odst. 2 MAR.
57. Obsahem Protinávru byl totiž v souladu s uvedeným ustanovením **souhrn okolností, který existoval nebo u něhož bylo možné důvodně očekávat, že vznikne, nebo událost, která nastala nebo u níž bylo možné důvodně očekávat, že nastane.** Důvodné očekávání, že dojde ke schválení Protinávru (i bez existence stanoviska) přitom pramenilo mj. právě ze skutečnosti, že Protinávrh podal majoritní akcionář účastníka řízení. Protinávrh byl současně (již v okamžiku, kdy jej účastník řízení obdržel) **konkrétní natolik, že umožňoval vyvozovat závěry týkající se možného vlivu tohoto souhrnu okolností nebo události na cenu Akcií.**
58. Správní orgán proto nadále setrvává na svém závěru, že skutečnost, že Protinávrh podal majoritní akcionář účastníka řízení, měla význam pro posouzení Protinávru jako vnitřní informace (z hlediska jeho přesnosti) (viz také odstavec 26 tohoto rozhodnutí).
59. K pravděpodobnosti přijetí Protinávru správní orgán odkazuje na Výkladové stanovisko MAR, kde se v části 2., pododstavci 4. uvádí: „U budoucích skutečností se vychází z úvahy ex ante (z dřívějšího pohledu), což je důležité zejména pro okamžik uveřejnění – nelze čekat na okamžik, kdy skutečnost nastane, stačí, je-li dostatečně pravděpodobné, že v budoucnu nastane (nastala skutečnost, z níž lze usuzovat, že jiná budoucí skutečnost pravděpodobně nastane). V souvislosti s pravděpodobností v budoucnu na jedné straně **nestačí pouhá možnost, na druhé straně není**

vyžadována pravděpodobnost hraničící s jistotou²⁵. V případě Protinávru podaného majoritním akcionářem (na rozdíl od ostatních protinávruhů, které před jednáním valné hromady účastník řízení obdržel) byla pravděpodobnost jeho schválení natolik vysoká, že splnil definiční znaky vnitřní informace, včetně znaku přesnosti podle čl. 7 odst. 1 písm. a) MAR ve spojení s čl. 7 odst. 2 téhož nařízení. Proto dokonce i přesto, že ke schválení Protinávru na valné hromadě teoreticky nakonec nemuselo dojít (MF ČR by změnilo názor a pro Protinávru nehlasovalo), měl být Protinávru splňující znaky vnitřní informace účastníkem řízení co nejdříve uveřejněn.

60. Pro úplnost správní orgán uvádí, že MF ČR podalo od roku 2010 celkem 6 protinávruhů k záležitostem zařazeným na pořad valné hromady, přičemž 5 z těchto protinávruhů bylo na valné hromadě schváleno.²⁶

K potenciálnímu zmatení investorů a manipulaci s trhem

61. Správní orgán se neztotožňuje s názorem účastníka, že by veřejnost mohla být zmatena, pokud by byl Protinávru uveřejněn bez stanoviska představenstva. Správní orgán v této souvislosti odkazuje na rozsudek Evropského soudního dvora ve věci C-19/11 ze dne 28. června 2012 (Geltl) odst. 55., který uvádí, že „*Rozumní investoři opírají svá investiční rozhodnutí o veškeré informace dostupné ex ante. Musjí tedy zohlednit nejen „předpokládaný dopad“ události na emitenta, nýbrž i míru pravděpodobnosti, že k této události dojde.*“²⁷ Podle Výkladového stanoviska MAR (část 2., pododstavec 5.): „Rozumný investor vychází z průměru jak profesionálních, tak drobných neprofesionálních investorů, nepředpokládají se u něj hluboké odborné znalosti z oblasti finančního trhu, práva, účetnictví, matematiky atd., na druhé straně to je investor rozvášněný, zvažující pro i proti každé investici.“ U rozumného investora lze tedy předpokládat, že dokáže na základě dostupných informací vyhodnotit také související skutečnosti, konkrétně v tomto případě skutečnost, že k Protinávru bude ještě uveřejněno v souladu se ZOK stanovisko představenstva, že Protinávru bude

²⁵ rozsudek Evropského soudního dvora ve věci C-19/11 ze dne 28. června 2012 (Geltl)

²⁶ - K bodu 5 valné hromady konané dne 27.6.2014 – změna stanov, protinávru vzalo představenstvo na vědomí, na valné hromadě byl protinávru schválen 92,81 % hlasů přít. akcionářů.

- K bodu 9 valné hromady konané dne 27.6.2014 – auditor pro účetní období 2014 Ernst Young – protinávru vzalo představenstvo na vědomí, na valné hromadě byl protinávru schválen 88,56 % hlasů přít. akcionářů.

- K bodu 10 valné hromady konané dne 27.6.2014 – finanční prostředky pro poskytování darů – protinávru na valné hromadě neschválen, schválen byl původní návrh představenstva.

- K bodu 5 valné hromady konané dne 12.6.2015 – neschválení tantiém (změna výše rozdělení nerozděleného zisku z minulých let), bez dopadu na výši dividendy, představenstvo vzalo na vědomí - protinávru schválen 91,04 % hlasů přít. akcionářů.

- K bodu 5 valné hromady konané dne 3.6.2016 - neschválení tantiém (změna výše částky k převodu na účet nerozděleného zisku minulých let), bez dopadu na výši dividendy, protinávru schválen 90,84 % hlasů přít. akcionářů.

- K bodu 5 valné hromady konané dne 22.6.2018 - neschválení tantiém (změna výše rozdělení nerozděleného zisku z minulých let), bez dopadu na výši dividendy, protinávru schválen 86,54 % hlasů přít. akcionářů.

²⁷ Viz také bod 14 preambule MAR, „*Racionálně uvažující investoři opírají svá investiční rozhodnutí o informace, které již mají k dispozici, to znamená, o informace dostupné ex ante. Proto by otázka, zda by při investičním rozhodování racionální investor pravděpodobně vzal v úvahu konkrétní informaci, měla být hodnocena na základě informací dostupných ex ante. Takové hodnocení musí vzít v potaz předpokládaný dopad informací v kontextu všech souvisejících činností emitenta jako celku, spolehlivost zdroje informací a jiné tržní proměnné, které mohou mít vliv na finanční nástroje, související spotové komoditní smlouvy a za určitých okolností dražené produkty odvozené od povolenek na emise.*“

předmětem jednání valné hromady a současně, že teoreticky existuje jistá míra nejistoty, jak hlasování o Protinávru dopadne.

62. V této souvislosti správní orgán rovněž poukazuje na skutečnost, že v řadě případů jsou jako vnitřní informace uveřejňovány i skutečnosti, které zdaleka nemají tzv. definitivní povahu (např. informace o úvahách o uskutečnění nějakého kroku²⁸). Jde o dílčí krok dlouhodobého procesu ve smyslu čl. 7 odst. 3 MAR.²⁹ Investorská veřejnost je tedy o takových skutečnostech, které mohou mít dopad na hospodaření emitenta, informována průběžně, přestože jejich výsledek ještě není jistý. Je pak pouze na investorech, které z dostupných informací vezmou při svých investičních rozhodnutích v úvahu a jaký budou mít na jejich investiční rozhodnutí dopad. Zásadní a rozhodující pro uveřejnění takových informací jako informací vnitřních je skutečnost, že splnily definiční znaky vnitřní informace.
63. V souvislosti s tvrzením, že případná předčasná reakce účastníka řízení by mohla vyústit až v manipulaci s trhem účastník řízení odkazuje mj. na právní větu rozsudku NSS sp. zn. 7 As 114/2014-35 ze dne 9.10.2014, podle níž „*zveřejnění nesprávné (nepravdivé) informace na zpravodajském portálu, která ovlivnila kurz akcií na akciovém trhu, je manipulací s trhem ve smyslu § 126 odst. 1 zák. č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu.*“ s tím, že uveřejnění určité informace jako vnitřní může umocnit důležitost takto uveřejněné informace v očích investorů a dopady na cenu Akcií (odstavec 54 tohoto rozhodnutí). Podle názoru správního orgánu není odkaz na uvedený rozsudek přiléhavý, jelikož Protinávrh nepředstavoval nesprávnou či nepravdivou informaci a jeho uveřejnění tak nemohlo naplnit definici manipulace s trhem tak, jak ji definuje čl. 12 MAR.
64. Pokud se účastník řízení domníval, že by uveřejnění Protinávru jako vnitřní informace bez stanoviska představenstva mohlo vyvolat spekulace investorů nebo mít dokonce manipulativní dopad na cenu Akcií (mohlo by ohrozit oprávněné zájmy emitenta), mohl při splnění požadavků stanovených v čl. 17 odst. 4 MAR uveřejnění Protinávru jako vnitřní informace odložit.

²⁸ Vnitřní informace ze dne 31.5.2012 „ČEZ zvažuje prodej elektráren Počerady a Chvaletice“

²⁹ Výkladové stanovisko MAR část 2., pododstavec 6.: „Související problematiku představují tzv. vícefázová rozhodnutí, která jsou součástí dlouhodobého procesu, který má vyústit nebo vyúští v konkrétní okolnost či událost (čl. 7 odst. 3 MAR). Taková rozhodnutí se obvykle přijímají tak, že základní rozhodnutí postupně doplňují nebo modifikují ještě rozhodnutí další, která se základním rozhodnutím úzce souvisí. Příkladem může být rozhodnutí emitenta finančního nástroje provést dobrovolnou nabídku převzetí vůči jiné společnosti, kterou se rozhodla ovládnout, dosud se však nerozhodl o ceně, kterou chce vlastníkům účastnických cenných papírů cílové společnosti nabídnout. Jeho rozhodnutí provést nabídku převzetí je totiž dostatečně přesné, ačkoliv by bez stanovení ceny nabídnuté vlastníkům účastnických cenných papírů bylo neproveditelné. Kvalifikaci uvedeného rozhodnutí jako vnitřní informace nebrání ani ta skutečnost, že se emitent finančního nástroje vzhledem ke stanovenému protiplnění a svým finančním možnostem nakonec rozhodne jinak a nabídku převzetí vůbec neuskuteční (např. představenstvo cílové společnosti se k nabídce staví negativně, obranná opatření přijatá cílovou společností by nabídku výrazně prodražila, náklady na převzetí dosáhly takové výše, že jsou mimo finanční možnosti emitenta, došlo ke změně přístupu banky, která se podílí na transakci apod.). Proto je zapotřebí zkoumat v každé fázi rozhodování, zda se již jedná o přesnou informaci, kterou lze klasifikovat jako vnitřní (srov. čl. 7 odst. 2 věta druhá MAR) [8] Srov. rozsudek Evropského soudního dvora ve věci C-19/11 ze dne 28. června 2012 (Geltl).“

65. Správní orgán k tomuto bodu shrnuje, že investoři nemají být diskriminováni v přístupu k cenotvorným informacím, neboť výběrové sdělování vnitřních informací může ohrozit důvěru investorů v řádné fungování finančních trhů. Informace týkající se dividendy přitom představují typickou cenotvornou informaci. Investoři proto měli o existenci a obsahu Protinávru týkajícího se dividendy a podaného majoritním akcionářem vědět co nejdříve po jeho doručení účastníkovi řízení.

K významu stanoviska představenstva podle ZOK

66. Účastník řízení argumentuje (viz odstavec 40 tohoto rozhodnutí), že „*právě posouzení a přijetí stanoviska představenstvem účastníka řízení ve vztahu k Protinávru nepochybně představovalo podstatný aspekt pro to, aby si akcionáři mohli případně vytvořit konkrétní a v dané fázi rozhodné představy ve smyslu Výkladového stanoviska MAR*“. Správní orgán konstatuje, že Výkladové stanovisko MAR (část 2., pododstavec 8.) uvádí, že „V případě procesů, kdy informace dostává konkrétní obrysy postupně (idea, záměr, diskuze, návrh, rozhodnutí), bude zpravidla z hlediska okamžiku vzniku takové informace relevantní okamžik, ke kterému lze učinit závěr, že již jde o informaci natolik konkrétní a v dané fázi rozhodnutou, že z ní lze usoudit na určité pravděpodobné důsledky pro emitenta finančního nástroje nebo příslušný finanční nástroj, např. zařazení věci na program valné hromady, projednání představenstvem apod.“ Podle správního orgánu však Protinávrh nepředstavoval informaci, která by dostávala konkrétní obrysy postupně. Protinávrh totiž již v okamžiku jeho doručení účastníkovi řízení byl informací splňující definiční znaky vnitřní informace dle MAR (viz odst. 57 tohoto rozhodnutí).
67. V souvislosti s uvedenou námitkou správní orgán poukazuje na skutečnost, že informaci o návrhu výše dividendy ze strany představenstva sám účastník řízení standardně jako vnitřní informaci uveřejňuje (viz odstavec 107 tohoto rozhodnutí). Protinávrh majoritního akcionáře týkající se dividendy měl, dle názoru správního orgánu, zcela stejnou povahu a navíc minimálně stejný, ne-li větší význam pro investory (jejich rozhodování), a to i bez stanoviska představenstva. Správní orgán se domnívá, že na základě Protinávru (i bez stanoviska představenstva) bylo možné dospět k závěrům ohledně pravděpodobných důsledků pro účastníka řízení. V této souvislosti správní orgán na okraj poznamenává, že dividendová politika účastníka řízení byla investorům ex ante známa a tudíž si mohli obsah Protinávru ve světle těchto informací vyhodnotit³⁰. Současně pravděpodobnost, že by Protinávrh nebyl v souladu s právními a ekonomickými podmínkami na straně účastníka řízení byla dle názoru správního orgánu velmi nízká. Takový závěr by mj. předpokládal, že majoritní akcionář nezná pravidla pro podávání protinávruhů akcionářů (ZOK, stanovy) a poměry uvnitř účastníka řízení.
68. Správní orgán dále uvádí, že ani skutečnost, že se Protinávrh týkal změny více parametrů dividendy, nic nemění na tom, že Protinávrh představoval vnitřní informaci ve smyslu MAR již v okamžiku doručení účastníkovi řízení. Navíc správní orgán nesouhlasí s tvrzením účastníka řízení (odstavec 41 tohoto rozhodnutí), že by v Příkazu nehodnotil Protinávrh komplexně a opomíjel skutečnost, že se týkal jednak zvýšení

³⁰ <https://www.pse.cz/novinky/cez-meni-vyplatni-pomer-dividend-nove-bude-60-az-80-procent>

dividendy a jednak odložení její splatnosti (viz odstavce 4, 29, 30 Příkazu). Samotný fakt, že z hlediska potenciálního vlivu na kurz Akcií mohou působit tyto dva faktory protichůdně - tedy sice vyšší než původně představenstvem navržená dividenda, ovšem vyplacená později, než trh očekává, nemění nic na faktu, že tato informace je dostatečně přesná, má potenciální vliv na cenu Akcií, a je tedy třeba považovat ji za informaci vnitřní.

69. K námitkám účastníka uvedeným v odstavcích 45, 46, 48 a 50 správní orgán uvádí, že skutečnost, zda určitá informace představuje vnitřní informaci, je nutné hodnotit z hlediska parametrů stanovených v MAR. Správní orgán je toho názoru, že stanovisko představenstva k protinávrhům akcionářů plní sice tzv. „poradní“ roli pro účely hlasování akcionářů na valné hromadě a je naplněním povinnosti stanovené ZOK, nesouhlasí však s názorem účastníka řízení, že existence stanoviska představenstva k Protinávru byla nezbytná pro posouzení Protinávru jako vnitřní informace.

K právní úpravě v ZOK a MAR

70. Přestože postup a povinnosti účastníka řízení dle ZOK nejsou předmětem tohoto řízení, správní orgán k námitce účastníka řízení v odstavci 44 tohoto rozhodnutí uvádí, že ohledně postupu uvedeného v odstavci 32 Příkazu³¹, vycházel mj. (kromě povinnosti stanovené čl. 17 odst. 1 MAR) také z komentáře k ustanovení § 362 ZOK, podle něhož „Je-li (proti)návrh doručen společnosti pět a více dnů před zasedáním valné hromady, společnost (proti)návrh umístí na své webové stránky, představenstvo či správní rada k němu bez zbytečného odkladu po jeho doručení zaujmou stanovisko a (taktéž bez zbytečného odkladu) uveřejní na webových stránkách společnosti i své stanovisko.“³²
71. Každopádně skutečnost, že účastník řízení Protinávrh identifikoval jako „*protinávrh akcionáře k bodu 3 pořadu valné hromady ve smyslu 361 a násl. ZOK. Proto s ním byl povinen nakládat tak, jak předepisuje § 362 odst. 1 ZOK*“ a dále skutečnost, že dle názoru účastníka řízení „*jak Protinávrh, tak i stanovisko představenstva měly být uveřejněny společně*“ nic nemění na závěru, že Protinávrh splňoval již v okamžiku doručení účastníkovi řízení znaky vnitřní informace dle čl. 7 odst. 1 písm. a) MAR, a proto měl účastník řízení v souladu s čl. 17 odst. 1 MAR o Protinávru veřejnost co nejdříve informovat. Povinnosti stanovené ZOK (ať už je jejich výklad jakýkoliv) nezprošťují účastníka řízení povinností vyplývajících z MAR. Současně se správní orgán nedomnívá, že by právní úprava v ZOK snad jakkoliv bránila uveřejnění Protinávru v souladu s MAR před jeho projednáním představenstvem (tj. bez stanoviska). Správní orgán dále uvádí, že požadavek na společné uveřejnění Protinávru a stanoviska představenstva k Protinávru se týká místa jejich uveřejnění (tedy na internetových stránkách účastníka řízení), a nikoli nutně jejich uveřejnění ve stejný okamžik.

³¹ tj. že by účastník řízení nejprve uveřejnil Protinávrh a „[n]ásledně... také“ stanovisko představenstva k němu.

³² Zákon o obchodních korporacích, 3. vydání, 2020 (ŠTENGLOVÁ, HAVEL, CILEČEK, KUHN, ŠUK) s. 718 - 721; P. Šuk, www.beck-online.cz

(iii) K povaze lhůty k uveřejnění Protinávrhu „co nejdříve“ ve smyslu čl. 17 odst. 1 MAR

72. V Odporu účastník řízení uvedl, že ustanovení čl. 17 odst. 1 MAR předpokládá uveřejnění vnitřní informace ve lhůtě „co nejdříve“. Výkladové stanovisko MAR přitom jasně uvádí, že „lhůtu „co nejdříve“ je (...) možno vyložit jako přiměřený časový úsek, v němž je emitent finančního nástroje schopen uveřejnit vnitřní informaci za daných okolností, s využitím všech možností pro plnění povinnosti a při svém běžném chodu“. Délku předmětné lhůty je třeba posuzovat podle konkrétních okolností daného případu. ČNB v Příkazu v tomto ohledu právně podloženou úvahu nečiní a namísto toho dochází k lakonickému závěru, že účastník řízení splnil své povinnosti opožděně, a to dokonce o velmi dlouhou dobu. ČNB v Příkazu tedy nijak neodůvodňuje, jak dospěla k závěru, že v daném případě, tj. s ohledem na velikost účastníka řízení a běžný chod jeho věci, mělo ze strany účastníka řízení dojít ke zmeškání lhůty.
73. V tomto ohledu účastník řízení znovu připomíná, že se jeho odborné útvary a externí poradci zabývali Protinávrem prakticky okamžitě po jeho doručení. Představenstvo účastníka řízení zařadilo projednání Protinávrhu na první možné jednání. Účastník řízení tedy činil veškeré myslitelné kroky, aby s využitím všech možností pro splnění povinnosti a při běžném chodu vyhodnotil Protinávrh a mohl s ním naložit v souladu s právními předpisy co nejdříve. Je tedy nepochybné, že účastník řízení splnil své povinnosti v přiměřeném časovém úseku vzhledem k jeho velikosti a zavedeným funkčním procesům jeho vnitřního fungování, počtu členů představenstva, aktuální situaci na trzích, kde účastník řízení působí, nutnosti konzultovat stanovisko představenstva s odbornými interními pracovníky a externími poradci atd. **Účastník řízení je proto přesvědčen, že neporušil (ani za předpokladu, že by došlo ke splnění všech ostatních znaků vnitřní informace) lhůtu podle článku 17 odst. 1 MAR.**
74. Ve Vyjádření k podkladům se účastník řízení zabýval existencí prodlení v části III. (odstavce 38 a násl.), kde nad rámec již uvedené argumentace mj. konstatoval, že z věcného hlediska považuje za nezbytné upozornit na to, že lhůta (v čl. 17 odst. 1 nařízení MAR) označená výrazem „co nejdříve“ nemá žádné konkrétní vymezení a je třeba ji interpretovat podle konkrétních okolností.
75. V bodě 3.1. Výkladového stanoviska MAR zároveň ČNB uvádí, že lhůta „co nejdříve“ se nejvíce blíží v českém právním řádu použité lhůtě „bezodkladně“. Zde však není jasné, jakou lhůtu má ČNB na mysli, protože lhůta „bezodkladně“ se používá jen okrajově. Naopak časté (a i judikatorně široce podchycené) je použití lhůty „bez zbytečného odkladu“ - u ní se dovozuje, že podle okolností konkrétního případu může (nezřídka) trvat 5 pracovních dnů; není ovšem vyloučeno trvání kratší, ale ani delší, rámcově však jde o lhůtu v řádu pracovních dnů, maximálně kalendářních týdnů, tedy nikoliv v rozsahu hodin či maximálně kalendářních dnů. Opět je přitom třeba připomenout, že ČNB okolnosti posuzovaného případu dosud nijak nezhodnotila. Zároveň je v určitém ohledu zavádějící poukaz na to, že prodleva účastníka řízení trvala 6 dní. Ve skutečnosti by bylo korektnější hovořit spíše o časovém odstupu 4 pracovních dnů - tedy o lhůtě, která je kratší než výše zmíněných 5 pracovních dnů.
76. Pro dokreslení, že obdobné uchopení lhůty „bez zbytečného odkladu“ není atypické ani v kontextu (jiných) transparenčních povinností na kapitálovém trhu, lze poukázat kupříkladu na plnění oznamovací povinnosti osoby dosahující nebo

překračující rozhodné podíly na hlasovacích právech emitentů kótovaných akcií (nebo obdobných cenných papírů). Taková osoba má zásadně povinnost to oznámit mj. ČNB ve lhůtě bez zbytečného odkladu, jejíž konec však zákon výslovně omezuje 4 pracovními dny.³³

77. *Konečně v souvislosti s uvedenou lhůtou účastník řízení upozorňuje na následující okolnost. Pokud by ČNB v dalším řízení trvala na tom, že ke vzniku vnitřní informace v posuzovaném případě došlo již doručením Protinávru³⁴, pak by musela rovněž konstatovat, že k jejímu zániku došlo před uplynutím 5 pracovních dní od jejího vzniku tím, že se stala veřejně známou. K zániku povinnosti publikovat vnitřní informaci tedy došlo před uplynutím lhůty pro její splnění (ve smyslu výše uvedené běžné interpretace lhůty „bez zbytečného odkladu“).*
78. *Dílčí závěr: Účastník řízení je přesvědčen, že i pokud by Protinávrh při jeho doručení představoval vnitřní informaci (což nepřipouští), neporušil by povinnost publikovat ji ve lhůtě „co nejdříve“ ve smyslu nařízení MAR. Před uplynutím uvedené lhůty navíc taková (případná) vnitřní informace přestala být vnitřní informací. Na základě informací dostupných ve spise nepovažuje účastník řízení opačný závěr ČNB za odůvodněný.*

Hodnocení správního orgánu

79. K uvedeným námitkám účastníka řízení správní orgán předně poukazuje na skutečnost, že z dosavadní argumentace účastníka řízení je zřejmé, že se správním orgánem nesouhlasí ohledně toho, kdy v projednávaném případě došlo ke vzniku vnitřní informace. Správní orgán v Příkazu na základě vyhodnocení relevantní právní úpravy a skutkových zjištění konstatoval, že Protinávrh vzhledem k jeho obsahu a osobě předkladatele splňoval všechny znaky vnitřní informace podle čl. 7 odst. 1 písm. a) MAR již v okamžiku jeho doručení účastníkovi řízení, tj. **14.6.2022 v 16:30** (viz odstavec 31 Příkazu). S tímto názorem však účastník řízení polemizuje a tvrdí, že ke vzniku vnitřní informace došlo až **projednáním Protinávru představenstvem účastníka řízení, resp. v okamžiku „připojení stanoviska představenstva účastníka řízení k Protinávru.“** Okamžik vzniku vnitřní informace má přitom zásadní význam pro stanovení začátku běhu lhůty „co nejdříve“ stanovené v čl. 17 odst. 1 MAR.
80. Podle názoru správního orgánu měl být Protinávrh uveřejněn ve lhůtě co nejdříve po doručení Protinávru účastníkovi řízení. V období od obdržení Protinávru účastníkem řízení do okamžiku uveřejnění Protinávru (resp. článku shrnujícího hlavní body Protinávru) MF ČR dne 20.6.2022 ve 12:15 hod., účastník řízení svoji povinnost uveřejnit Protinávrh jako vnitřní informaci prokazatelně nesplnil. Proto správní orgán v odstavci 45 Příkazu uvedl, že „veřejnost /byla/ o Protinávru informována až 6. den od jeho doručení účastníkovi řízení, konkrétně 20.6.2022 ve 12:15 hod. ze strany Ministerstva financí ČR.“ a dále, že „Vzhledem k významu emise akcií účastníka řízení

³³ Viz § 122 odst. 4 ZPKT v části: „Osoba uvedená v odstavci 1 oznámí dosažení, překročení nebo snížení podílu podle odstavce 1 **bez zbytečného odkladu, nejpozději však do 4 pracovních dnů poté, co se dozví nebo mohla dozvědět** o skutečnosti, která zakládá vznik oznamovací povinnosti podle odstavce 1. Platí, že osoba uvedená v odstavci 1 se o této skutečnosti dozvěděla nejpozději 2 pracovní dny po dni, kdy tato skutečnost nastala.“

³⁴ Srov. odst. 34 Příkazu

(viz odstavec 45 Příkazu) představuje prodleva s uveřejněním vnitřní informace v řádu dnů velmi dlouhou dobu....“

81. V Odpovědi na výzvu před zahájením řízení účastník mj. uvedl, že „Protinávrh uveřejnil postupem dle § 362 odst. 1 ZOK, tedy na svých internetových stránkách společně se svým stanoviskem (v této souvislosti viz odstavec 71, kde se správní orgán vyjádřil k požadavku na „společné“ uveřejnění Protinávru a stanoviska představenstva), bezodkladně po skončení příslušného zasedání představenstva, konkrétně v pondělí 20.6.2022 po 16. hodině pod odkazem „Pro investory“ v sekci „Valné hromady“ (odstavec 15 Příkazu). Lhůtu „bez zbytečného odkladu“ stanovenou ZOK pro uveřejnění stanoviska byl účastník řízení tedy schopen splnit v řádu hodin. Také jiné vnitřní informace účastník řízení v minulosti uveřejňoval, resp. zasílal ČNB, velice rychle po okamžiku jejich vzniku (resp. po okamžiku, kdy k dané události, jíž se vnitřní informace týkala, došlo). Tyto údaje jsou zřejmé z Centrálního úložiště registrovaných informací správního orgánu.³⁵ Není důvodné předpokládat, že pokud by účastník řízení Protinávrh správně vyhodnotil jako vnitřní informaci již v okamžiku jeho obdržení, představoval by *přiměřený časový úsek*, v němž by byl účastník řízení schopen Protinávrh jako vnitřní informaci uveřejnit *za daných okolností, s využitím všech možností pro plnění povinnosti a při svém běžném chodu*, dobu delší než několik hodin. Účastník řízení však Protinávrh v okamžiku jeho obdržení jako vnitřní informaci (nevyžadující projednání představenstvem) nevyhodnotil a žádné kroky k co nejdřívějšímu uveřejnění Protinávru (bez stanoviska představenstva) neuskutečnil. Namísto toho dle svého vyjádření *zahájil přípravu podkladů pro zasedání představenstva*. Proto v projednávaném případě zmeškal lhůtu pro včasné uveřejnění vnitřní informace stanovenou čl. 17 odst. 1 MAR.
82. Účastník řízení se neztotožňuje se správním orgánem v hodnocení lhůty co nejdříve stanovené MAR pro uveřejnění vnitřní informace právě proto, že výklad lhůty co nejdříve vztahuje k době mezi okamžikem obdržení Protinávru a jeho projednáním představenstvem. Účastník řízení pak podrobně odůvodňuje prodlevu s uveřejněním vnitřní informace dobou nutnou pro přípravu jednání představenstva, které mělo Protinávrh projednat. Tato argumentace však v daném případě není namístě a jako obhajoba nečinnosti účastníka řízení (ve smyslu neuveřejnění Protinávru) v období od obdržení Protinávru až do okamžiku, kdy se Protinávrh stal informací veřejně známou v důsledku jeho uveřejnění MF ČR, nemůže obstát, jelikož Protinávrh byl vnitřní informací již 14.6.2022 v 16:30 hod. a projednání Protinávru představenstvem ke vzniku vnitřní informace nebylo zapotřebí.

³⁵ Skupina ČEZ zahájila odchod z Turecka, podepsala smlouvu o prodeji svého podílu ve společnosti AKCEZ tureckému investorovi Torunlar Group, datum a čas přijetí: 29.07.2022 v 18:06:41 „ČEZ dnes podepsal smlouvu o prodeji svého 50% podílu ve společnosti AKCEZ Enerji A.Ş. (AKCEZ),...“

Výsledky jednání řádné valné hromady společnosti ČEZ, a. s., konané dne 28. a 29. června 2022, datum a čas přijetí: 29.6.2022 v 18:16:52 „Řádná valná hromada společnosti ČEZ, a. s., jejíž jednání bylo zahájeno dne 28. června 2022 a skončilo dne 29. června 2022, přijala následující usnesení:...“

ČEZ spustil výběrové řízení na stavbu nového jaderného zdroje v Dukovanech, datum a čas přijetí: 17.03.2022 v 18:53:10 „Dnes ČEZ, respektive jeho stoprocentní dceřiná společnost Elektrárna Dukovany II, zahájil výběrové řízení na dodavatele stavby nového jaderného zdroje v lokalitě Dukovany...“

83. Pro úplnost správní orgán k účastníkem řízení nabízené interpretaci lhůty „bezodkladně“ v odstavcích 75 - 77 uvádí, že Výkladové stanovisko MAR v této souvislosti obsahuje odkaz na nálezy Ústavního soudu sp. zn. IV. ÚS 314/05 ze dne 15. srpna 2005 a rozsudek Nejvyššího správního soudu sp. zn. 3 As 2/2008 – 152 ze dne 2. dubna 2008. Podle právní věty předmětného nálezu Ústavního soudu „Pojem "bez zbytečného odkladu" užitý v ustanovení § 529 odst. 2 občanského zákoníku je pojmem vágním a je třeba jej vykládat vždy s ohledem na okolnosti konkrétního případu. V každém konkrétním případě je však vždy třeba zkoumat, zda dlužník bezodkladně využil všechny možnosti pro splnění této povinnosti, případně jaké skutečnosti mu v tom bránily.“ Podle odkazovaného rozsudku Nejvyššího správního soudu „Pojem bezodkladně je třeba vyložit jako přiměřený časový úsek, v němž je správní orgán schopen učinit úkony k postoupení podání za daných okolností a při běžném chodu úřadu.“ Účastník řízení i přesto tvrdí, že „*není jasné, jakou lhůtu má ČNB na mysli*“ a snaží se dovodit, že by lhůta pro uveřejnění vnitřní informace ve smyslu běžné interpretace lhůty „bez zbytečného odkladu“ měla trvat 5 pracovních dnů. Na základě této úvahy pak účastník řízení namítá, že pokud v daném případě dle názoru ČNB vznikla vnitřní informace již doručením Protinávhrhu účastníkovi řízení, pak by ČNB musela rovněž konstatovat, že „*jejímu zániku došlo před uplynutím 5 pracovních dnů od jejího vzniku tím, že se stala veřejně známou*.“ a že „*K zániku povinnosti publikovat vnitřní informaci tedy došlo před uplynutím lhůty pro její splnění*.“ Správní orgán uvádí, že vzhledem k tomu, že přesné vymezení lhůty pro splnění povinnosti uveřejnit vnitřní informaci není právní úpravou stanoveno a posuzuje se vždy podle okolností konkrétního případu, považuje uvedenou námitku účastníka řízení za nerelevantní a účelovou.

(iv) Pravděpodobnost významného dopadu informace na cenu

84. V odstavcích 27 a násl. části III. Vyjádření k podkladům účastník řízení uvedl, že *dalším nezbytným znakem vnitřní informace podle čl. 7 odst. 1 písm. a) nařízení MAR je to, že její zveřejnění pravděpodobně bude mít významný dopad na ceny Akcií. To bude splněno u informace, kterou by racionální investor pravděpodobně použil jako součást základu pro svá investiční rozhodnutí (čl. 7 odst. 4 nařízení MAR). Příslušné okolnosti je nutno hodnotit na základě informací ex ante s ohledem na obsah dotčené informace a na kontext, do něhož zapadá*³⁶, *vč. předpokládaného dopadu při uvážení všech souvisejících činností emitenta jako celku a jiných tržních proměnných (viz bod 14 preambule MAR). Podstatou tohoto (legislativně i judikatorně vyžadovaného) pohledu přitom není jen to, že vznik určitého následku (např. vývoje kurzu akcie) není nezbytnou podmínkou toho, aby s určitou informací bylo možno spojit pravděpodobně významný dopad na cenu (coby nezbytný definiční předpoklad vnitřní informace), nýbrž i myšlenka opačná: **Samotný fakt, že kurz následně prodělal určitý vývoj, není bez dalšího důkazem toho, že daná informace byla vnitřní informací.** Ve shodě*

³⁶ Zde je podle názoru účastníka řízení možno analogicky odkázat na odst. 69 Rozsudku Soudního dvora (třetího senátu) ze dne 23. prosince 2009 ve věci C-45/08 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/cs/TXT/?uri=CELEX:62008CJ0045> „V souladu s účelem směrnice 2003/6 je třeba tuto způsobilost významně ovlivnit cenu posuzovat a priori s ohledem na obsah dotčené informace a na kontext, do něhož zapadá. K určení toho, zda určitá informace je, či není důvěrná, tedy není nezbytné zkoumat, zda její zpřístupnění mělo skutečně významný dopad na cenu finančních nástrojů, jichž se týká.“

s tímto pohledem je i Výkladové stanovisko MAR, když v bodě 2.5 uvádí: „pozdější skutečná změna anebo skutečnost, že ke změně nedošlo, nemá vliv na posouzení informace jako vnitřní“.

85. Z dosavadního obsahu spisu je přitom patrné, že ČNB se v podstatě omezuje právě jen na takovýto ex post pohled (viz zejména odst. 30 Příkazu). Chybí především jakákoli důkazně podložená úvaha o (i) pravděpodobnosti (ii) použití Protinávru, (iii) racionálním investorem jako (iv) součásti základu (v) investičního rozhodování, v kontextu (vi) pravděpodobného významného dopadu na cenu Akcií. Účastník řízení má při tom za to (a dosavadní obsah spisu tento jeho názor věcně nevyvrací), že poté, co Protinávru přezkoumalo Představenstvo, z jeho stanoviska prakticky vyplynulo, že případný dopad Protinávru na kurz Akcií je v podstatě neutrální – po přezkoumání se mj. ukázalo, že kombinace zvýšení dividendy a odložení její splatnosti zachová finanční stabilitu účastníka řízení (viz předposlední a poslední odstavec stanoviska Představenstva k Protinávru, jak bylo publikováno na internetových stránkách účastníka řízení týkajících se VH). Takový závěr je nutno interpretovat mj. i v kontextu toho, že 4 Kč, o které bylo v Protinávru ČR-MF navrženo zvýšit dividendu, představovaly k datu 20. 6. 2022 přibližně 0,3 % aktuálního kurzu Akcií.
86. Z obsahu spisu pak nelze bez dalšího dovodit, že by Protinávru měl pohledem ex ante vliv (natož významný) na cenu Akcií. ČNB v tomto ohledu žádná skutková zjištění ani právní úvahy nečiní, a namísto toho odkazuje na ex post vývoj ceny na Burze cenných papírů Praha („BCPP“). Tento následný vývoj však z hlediska kvalifikace informace jako vnitřní nemůže být rozhodující (viz výše) a jeho využití jako základu správního trestání nařízení MAR přímo zapovídá.³⁷ ČNB ovšem v Příkazu mj. bez dostatečného podkladu, a tudíž v podstatě spekulativně, prezentuje skutečný vývoj kurzu v průběhu dne 20. 6. 2022 jako důsledek informací, které se v průběhu toho dne objevovaly.³⁸
87. Bez ohledu na tuto metodologickou nekorektnost přístupu ČNB je ovšem navíc třeba říci, že ani takový (následný) vývoj kurzu Akcií na BCPP ve skutečnosti nepotvrdil závěry ČNB o významném dopadu Protinávru na cenu Akcií. Grafuvedený v odst. 30 Příkazu totiž nepotvrzuje (ničím jiným nepodloženou) hypotézu ČNB o významnosti dopadu Protinávru na vývoj kurzu Akcií. Z grafu plyne, že po 9:00 došlo nejdříve k určitému poklesu ceny Akcií a pak k nárůstu na hodnotu zhruba odpovídající 1204 Kč/Akcie, což při rozložení v delším (avšak stále krátkém) časovém horizontu (jednoho dne) nepředstavuje výkyv jakkoli neobvyklý.³⁹ Je to dobře patrné také z informací o vývoji kurzu v průběhu jiných dnů blízkých datu 20.6.2022, kdy ČNB

³⁷ Viz bod 15 preambule nařízení MAR: „Informace dostupné ex post se mohou použít k ověření předpokladu, že informace dostupné ex ante byly citlivé na cenu, ale neměly by se použít ke stíhání osob, které došly k přiměřeným závěrům na základě ex ante informací, které měly k dispozici.“

³⁸ Typicky lze poukázat na spekulativní (protože jiným ničím než zamýšleným výsledným výkladem nepodložené) úvahy o tom, který dílčí prvek informací měl vliv na který dílčí pohyb kurzu.

³⁹ Průměrné parametry obchodů s akciemi ČEZ na BCPP v den 20.6.2022 (open 1.178 Kč/akcie, close 1.204 Kč/akcie, peak low 1.178 Kč/akcie, peak high 1.208 Kč/akcie, objem 249.218 ks) jakkoli nestandardně nevybočovaly z rámce standardních cen v delším časovém období např. od 14. 6. 2022 do 24. 6. 2022, a to z hlediska obchodované ceny (průměr open 1.183,1 Kč/akcie, close 1.184,2 Kč, peak low 1.167,5 Kč/akcie, peak high 1.195 Kč/akcie) ani z hlediska průměru obchodovaných objemů (272.183,3 ks). V tomto směru nebyl jakkoli atypický ani intradenní cenový nárůst o cca 2,29 %. Viz. např. zde: <https://www.pse.cz/detail/CZ0005112300?tab=detail-history>

o existenci vnitřních informací nikterak neuvažuje. Např. v průběhu dne 17. 6. 2022 intradenní kurz oscilloval v pásmu ohraničeném o málo více než 1170 Kč a 1195 Kč, v průběhu dne 21.6.2022 pak v pásmu ohraničeném o málo více než 1180 Kč a 1205 Kč; to jen pro příklad - intradenních výkyvů kurzů Akcií, které přibližně odpovídaly tomu ze dne 20.6.2022, nebo ho dokonce i výrazně převyšovaly, lze v blízkých dnech najít řadu, jak dokládají i grafy intradenních kurzů Akcií v období 5 obchodních dnů od 16. do 22.6.2022 nebo 10 obchodních dnů od 10. do 23.6.2022, které účastník řízení přikládá k tomuto vyjádření.

88. *Graf v odst. 30 Příkazu, ačkoli je formátován tak, aby naznačoval dramatické výkyvy kurzu, ve skutečnosti popisuje pohyb, který v extrémech dosahuje přibližně 1,5 %, v podstatě se však jedná o pohyby v ještě výrazně užším pásmu. V tomto kontextu pak ostře vystupuje zásadní nedostatek dosavadních podkladů ve spisu ČNB: Není vůbec seznatelné, jak velký dopad na ceny Akcií ČNB považuje za významný (tj. proč má být daný konkrétní vývoj kurzu Akcií relevantní z hlediska naplnění znaků vnitřní informace a rozhodnutí o případném uložení sankce); zároveň ale není vůbec jasné ani to, o jaký podklad by ČNB vůbec takovou svou úvahu opírala (i kdyby nějaká kritéria významnosti uvedla, což, jak výše uvedeno, nečiní). Je přitom evidentní, že ČNB nijak nehodnotila kritéria významnosti dopadu informace na cenu, která sama uvádí v bodě 2.6 Výkladového stanoviska MAR.*
89. *V té souvislosti je třeba poukázat i na to, že způsob, jakým ČNB dosud interpretuje graf v odst. 30 Příkazu, je vnitřně nekonzistentní, a pokud svědčí o dopadu postupně uveřejňovaných informací na cenu Akcií, pak (optikou samotné ČNB) jde mnohem spíše o dopad nevýznamný (tedy ani z tohoto pohledu nenaplňující parametry vnitřní informace). ČNB označuje nárůst z přibližně 1.187 Kč/Akcie na přibližně 1.198 Kč/Akcie (tj. o přibližně 11 Kč/Akcie mezi 12. a 13. hodinou) za nijak zásadní. Účastníku řízení ovšem v Příkazu zároveň vytýká cenový výkyv v rozsahu maximálně 21 Kč/Akcie (vycházející z největšího rozpětí ceny Akcie v den 20. 6. 2022 mezi 10. a 12. hodinou), resp. o přibližně 5 Kč/Akcie (mezi 9. a 13. hodinou), aniž by vymezila hranici mezi nijak zásadním a významným (ve smyslu nařízení MAR) kurzovým vlivem.*
90. *K tomu účastník řízení již jen stručně poznamenává, že ačkoli nařízení MAR kvantitativní hranici pro určení významnosti vlivu na cenu výslovně neuvádí, v literatuře se lze setkat s (obecným a orientačním) názorem, že na akciovém trhu bude ležet někde na 5 % cenového výkyvu; takového pohybu kurz Akcií v době, kdy byly postupně uveřejňovány informace o Protinávru, ani zdaleka nedosáhl.⁴⁰*
91. *Zároveň musí účastník řízení zdůraznit, že na výše uvedeném nemůže nic změnit skutečnost, že účastník řízení zacházel s Protinávrem z opatrnosti tak, aby mohl řádně splnit veškeré (případné) povinnosti týkající se vnitřních informací, a to od jeho doručení až do zveřejnění Protinávru ze strany MF. Tento přístup*

⁴⁰ Viz odkaz v poznámce pod čarou č. 162 v Kotásek, J. Emitent finančního nástroje a vnitřní informace. Brno 2010. Masarykova univerzita, s. 58: „V zahraniční literatuře je někdy navrhována hranice 5 % (blíže k tomu např. Steinhauer, C. Insiderhandelsverbot und Ad-hoc Publizitat. Baden-Baden: Nomos, 199, s. 40-43), jindy je argumentováno pro sofistikovanější řešení, které rozlišuje jednotlivé ceny cenné papíry a segmenty trhu (5% pro akcie, 15% pro dluhopisy, 10% pro opce).“ K dispozici zde: <https://science.law.muni.cz/dokumenty/21894>

je logický a vyplývá ze skutečnosti, že v mnoha případech teprve po hlubším posouzení a vyhodnocení určité informace je možné dojít k závěru, zda tato je, případně není informací vnitřní, přičemž do té doby musí každý emitent postupovat tak, aby nedošlo k porušení jeho povinností (tj. nakládat s takovou informací jako kdyby vnitřní informací byla nebo ji mohla konstituovat). Tento přístup sám o sobě však z žádné informace, a tedy ani z Protinávrhu, vnitřní informaci nečiní.

92. *Dílčí závěr: Účastník řízení je přesvědčen, že Protinávrh nezakládal vnitřní informaci (mj.) z toho důvodu, že nemohl mít významný dopad na cenu (kurz) Akcií ve smyslu nařízení MAR. Na základě informací dostupných ve spise nepovažuje účastník řízení opačný závěr ČNB za řádně a dostatečně odůvodněný.*

Hodnocení správního orgánu

93. K námitkám účastníka řízení uvádí správní orgán následující.
94. Podle čl. 7 odst. 4 MAR platí, že „se informací, která by, pokud by byla uveřejněna, pravděpodobně měla významný dopad na ceny finančních nástrojů ... rozumí informace, kterou by racionální investor pravděpodobně použil jako součást základu pro svá investiční rozhodnutí.“ Na základě uvedené definice správní orgán konstatuje, že pro splnění podmínky významného dopadu na cenu je tedy klíčová skutečnost, že by danou vnitřní informací investor pravděpodobně vzal v úvahu. Nejedná se tedy o to, že by samotná změna ceny finančních nástrojů musela být významná. Výkladové stanovisko MAR (část 2., pododstavec 5.) k významnému dopadu na cenu uvádí: „Není možné předem přesně vymezit, jak velký pohyb ceny v procentech je pohybem významným – záleží na volatilitě kurzu či jiné ceny konkrétního finančního nástroje, trendu na trhu a dalších okolnostech (např. objemu obchodované emise, vývoji objemu obchodování). Navíc vždy jde o **pohyb potenciální (z pohledu ex ante), tedy v důsledku neměřitelný**, pozdější skutečná změna anebo skutečnost, že ke změně nedošlo, nemá vliv na posouzení informace jako vnitřní.“
95. S ohledem na výše uvedené správní orgán nepovažuje za relevantní vyjádření účastníka řízení týkající se přesné kvantitativní hranice pro určení významného vlivu na cenu, ohledně níž uvedl (odstavec 90 tohoto rozhodnutí), že *v literatuře se lze setkat s (obecným a orientačním) názorem, že na akciovém trhu bude ležet někde na 5 % cenového výkyvu.* Zdroj, na který účastník řízení v této souvislosti odkazuje (Kotásek, J. Emitent finančního nástroje a vnitřní informace. Brno 2010. Masarykova univerzita), ani relevanci nějaké konkrétní hranice nepotvrzuje, když mj. uvádí: „Naše úprava (v PKT ani v prováděcí vyhlášce) a ani evropská směrnice nepředpokládají zavedení exaktních procentuálních hranic, byť jsou někdy praxí v zájmu právní jistoty účastníků kapitálového trhu požadovány⁴⁰. Fixaci rozhodujících podílů nepovažují za vhodnou a ani za možnou: už jenom proto, že se budou lišit jednotlivé trhy s investičními nástroji a jejich segmenty, jakož i volatilita jednotlivých instrumentů. Z dokumentů CESR vyplývá, že i tato varianta byla původně zvažována, byla však právě z uvedených důvodů odmítnuta. S tímto přístupem se zcela ztotožňuji. Pokud se totiž argumentuje právní jistotou, může být výsledkem zavedení paušálních kvantitativních kritérií pravý opak. Pro zasvěcence může být dokonce obtížnější odhadnout, zda jeho informace může v budoucnu vyvolat vyšší než přesně stanovené procentuální kurzové změny; zatímco budoucí nespecifikovaná významná změna mu

umožní intuitivní odhad dopadu vnitřní informace na trh.“

96. K námitce účastníka řízení, že ČNB označuje nárůst z přibližně 1.187 Kč/Akcie na přibližně 1.198 Kč/Akcie (tj. o přibližně 11 Kč/Akcie mezi 12. a 13. hodinou) za nijak zásadní (odstavec 89 tohoto rozhodnutí) správní orgán uvádí, že slovní spojení „nijak zásadní nárůst“, které použil v odstavci 30 Příkazu (viz také odstavec 29 tohoto rozhodnutí), se týkalo navýšení dividendy o 4 Kč (nikoliv tedy změny kurzu Akcií).
97. Správní orgán dále uvádí, že se zcela ztotožňuje s Rozsudkem Soudního dvora (třetího senátu) ze dne 23. prosince 2009 ve věci C-45/08, na který odkazuje účastník řízení (odstavec 84 tohoto rozhodnutí), konkrétně s tím, že je třeba „*způsobilost významně ovlivnit cenu posuzovat a priori s ohledem na obsah dotčené informace a na kontext, do něhož zapadá. K určení toho, zda určitá informace je, či není důvěrná, tedy není nezbytné zkoumat, zda její zpřístupnění mělo skutečně významný dopad na cenu finančních nástrojů, jichž se týká.*“
98. V této souvislosti správní orgán rekapituluje, že **obsahem** Protinávrhu byl návrh na navýšení dividendy a odložení její splatnosti. Podle Výkladového stanoviska MAR (část 2., pododstavec 6.) patří informace o dividendě (typicky návrh a rozhodnutí o rozdělení zisku, návrh na výplatu dividendy) k cenotvorným informacím (skutečností způsobilým přímo přivodit významnou změnu ceny), které by racionální investor pravděpodobně použil jako součást základu pro svá investiční rozhodnutí. Pokud jde o **kontext** Protinávrhu, správní orgán považuje za zásadní zejména skutečnost, že Akcie účastníka řízení představují nejobchodovanější akciový titul na BCPP⁴¹ a z hlediska tržní kapitalizace jsou nejvýznamnější emisí na tuzemském kapitálovém trhu⁴². Tato fakta svědčí o tom, že informace o výši a výplatě dividendy mají význam pro širokou investorskou veřejnost (viz odstavec 47 Příkazu a odstavec 139 tohoto rozhodnutí). V souvislosti s kontextem Protinávrhu je dále zásadní skutečnost, že Protinávrh podal majoritní akcionář účastníka řízení. Na význam kroků majoritních akcionářů emitentů pro investory poukazuje svým způsobem také Výkladové stanovisko MAR (část 2., pododstavec 6.), když mezi příklady skutečností způsobilých přímo přivodit významnou změnu ceny (skutečností, které nastávají ve sféře emitenta finančního nástroje) uvádí informaci o tom, že „hlavní akcionář zahájil postup směřující k vytěsnění (squeeze-out) minoritních akcionářů nebo jen dosáhl hranice 90 % podílu na hlasovacích právech emitenta finančního nástroje.“
99. Správní orgán k tomu dále uvádí, že Výkladové stanovisko MAR má sice na mysli návrh představenstva na výplatu dividendy, ale ohledně návrhu majoritního akcionáře týkajícího se dividendy je správní orgán toho názoru, že má pro investory přinejmenším stejný význam (viz také odstavec 67 tohoto rozhodnutí). Jak v případě návrhu dividendy ze strany představenstva, tak v případě Protinávrhu, se jedná o informaci o návrhu dividendy ještě před schválením valnou hromadou. V případě návrhu hlavního akcionáře, který může svým počtem hlasů o navýšení dividendy rozhodnout de facto sám, se jeví pravděpodobnost, že návrh bude přijat, dokonce vyšší než v případě návrhu představenstva.

⁴¹ <https://www.pse.cz/udaje-o-trhu/statistika/objemy-obchodu-akciovych-emisi>

⁴² <https://www.pse.cz/udaje-o-trhu/statistika/trzni-kapitalizace-akciovych-emisi>

100. Přestože již na základě obsahu a kontextu Protinávru bylo možné dospět k závěru, že uveřejnění Protinávru by pravděpodobně mělo významný dopad na cenu Akcií, správní orgán pro úplnost doplňuje, že v souladu s Výkladovým stanoviskem MAR (část 2., pododstavec 5.) mohou být užitečným indikátorem relevance informace také následující okolnosti:

- a) stejný typ informací v minulosti cenu ovlivnil,
- b) komentáře analytiků popisují informaci jako významnou pro ovlivnění ceny,
- c) emitent finančního nástroje sám se srovnatelnou informací v minulosti zacházel jako s vnitřní informací

101. ad a) **Stejný typ informací v minulosti cenu ovlivnil**

Vzhledem k tomu, že totožný typ informace, jakou představoval Protinávrh, dosud nebyl u účastníka řízení za srovnatelných okolností zaznamenán, správní orgán níže uvádí vývoj ceny Akcií následovaný po oznámení návrhu výše dividendy ze strany představenstva, který se jako informace svojí povahou Protinávru typově nejvíce blíží.

102. Dne 20.5.2021 po uzavření obchodování uveřejnil účastník řízení návrh výše dividendy za rok 2020, která byla toho dne schválena na jednání představenstva, jako vnitřní informaci. Závěrečný kurz Akcií byl dne 20.5.2021 ve výši 620,5 Kč za akcii. Následující obchodní den započalo obchodování na otevírací ceně 623 Kč za akcii (růst o 0,4 %) a závěrečný kurz činil 630 Kč za akcii (tj. posílení o 1,5 %).

103. Dne 14.4.2020 po uzavření obchodování uveřejnil účastník řízení návrh výše dividendy za rok 2019, která byla toho dne schválena na jednání představenstva, jako vnitřní informaci. Závěrečný kurz Akcií byl dne 14.4.2020 ve výši 447,5 Kč za akcii. Následující obchodní den započalo obchodování na otevírací ceně 450 Kč a závěrečný kurz činil rovněž 450 Kč za akcii (tj. růst o 0,5 %).

104. Dne 26.4.2018 po uzavření obchodování uveřejnil účastník návrh výše dividendy za rok 2017, která byla toho dne schválena na jednání představenstva, jako vnitřní informaci. Závěrečný kurz Akcií dne 26.4.2018 byl 542 Kč za akcii. Následující obchodní den započalo obchodování na otevírací ceně 539 Kč (pokles o 0,5 %) a závěrečný kurz činil 541,5 Kč za akcii (tj. pokles o 0,1 %).

105. Z uvedeného srovnání vyplývá, že k pohybu kurzu akcií v minulosti v souvislosti s uvedeným typem vnitřní informace docházelo, nicméně nijak výraznému. To může být mimo jiné způsobeno tím, že uveřejněné návrhy výše dividend představenstva společnosti se nijak nevymykaly očekávání trhu a byly v souladu s uveřejněnou dividendovou politikou emitenta apod. Je také pravděpodobné, že v daný obchodní den působily na kurz Akcií i jiné (protichůdné) tržní faktory. Jelikož je v zásadě nemožné izolovat vliv jedné konkrétní kurzotvorné informace na uvažování investorů a pohyb ceny akcie, nelze ani s jistotou tvrdit, že právě návrh výše dividendy jakožto informace vnitřní v minulosti žádný vliv nebo dopad na kurz Akcií neměla.

106. ad b) **Komentáře analytiků popisují informaci jako významnou pro ovlivnění ceny**

Dividendová politika účastníka řízení a výše jeho roční dividendy je analytickou obcí široce diskutovaná a sledovaná oblast. Z mnoha článků na internetu lze uvést např.:

<https://www.fio.cz/zpravodajstvi/zpravy-z-burzy/238823-dividenda-cez-v-roce-2020-a-dalsich-letech-komentare-analytika-a-aktivistickeho-akcionare>

https://www.idnes.cz/ekonomika/podniky/spolecnost-cez-akcionari-dividenda-34-korun.A200629_184017_ekoakcie_chtl

<https://www.patria.cz/rozhovor/4691179/analytik-patrie-nova-cilova-cena-naznacuje-ze-cez-je-dobra-prilezitost-ke-koupi.html>

107. ad c) **Emitent finančního nástroje sám se srovnatelnou informací v minulosti zacházel jako s vnitřní informací**

Správní orgán uvádí, že účastník řízení informace o navrhované výši dividendy standardně jako vnitřní informace uveřejňuje - například dne 20.5.2021 „Návrh dividendy společnosti ČEZ: 52 Kč na akcii“, dne 14.4.2020 „Návrh na dividendu ČEZ ze zisku za rok 2019: 34 Kč na akcii“, dne 26.4.2018 „Návrh na dividendu ČEZ ze zisku za rok 2017: 33 Kč na akcii“, dne 21.3.2017 „Návrh na dividendu ČEZ za rok 2016: 33 Kč na akcii“, dne 28.4.2016 „Návrh na dividendu ČEZ: 40 Kč“.⁴³

108. K námitce účastníka řízení, že se správní orgán v podstatě omezuje pouze na ex post pohled, tj. na následný vývoj kurzu Akcií (odstavec 85 tohoto rozhodnutí), a že „následný vývoj však z hlediska kvalifikace informace jako vnitřní nemůže být rozhodující“ (odstavec 86) správní orgán odkazuje na své vyjádření uvedené níže v odstavci 123 tohoto rozhodnutí. Nad rámec uvedeného a k námitce účastníka řízení, že „ČNB ovšem v Příkazu mj. bez dostatečného podkladu, a tudíž v podstatě spekulativně, prezentuje skutečný vývoj kurzu v průběhu dne 20.6.2022 jako důsledek informací, které se v průběhu toho dne objevovaly“ správní orgán konstatuje, že ze změny kurzu Akcií po uveřejnění Protinávru nic nevyvozuje a nepřikládá mu význam pro právní kvalifikaci jednání účastníka řízení. Následek v podobě změny kurzu Akcií (ať už k němu došlo výhradně nebo jen částečně důsledkem působení určité informace) není relevantní pro posouzení informace jako vnitřní. Správní orgán nezkoumal příčinnou souvislost mezi uveřejněním Protinávru a změnami kurzu Akcií dne 20.6.2022, kdy byl Protinávrh uveřejněn. Správní orgán je však toho názoru, že hypotézu, že vývoj kurzu Akcií dne 20.6.2022 patrný z grafu v odstavci 29 tohoto rozhodnutí (odstavec 30 Příkazu) byl ovlivněn mimo jiné Protinávrem, nelze ani a priori vyloučit.

109. K potenciálnímu významnému dopadu na cenu Akcií správní orgán považuje za relevantní poukázat také na následující část rozsudku Soudního dvora EU: „Podle smyslu obvykle přiznávaného výrazům použitým v čl. 1 odst. 1 směrnice 2003/124 je totiž třeba mít za to, že za účelem splnění dané podmínky stačí, že je informace dostatečně konkrétní nebo specifická, aby mohla představovat základ, který umožní

⁴³ [Vstupní parametry pro OAM \(cnb.cz\)](#)

posoudit, zda souhrn okolností či událost, která je jejím předmětem, může mít dopad na ceny finančních nástrojů, jichž se informace týká. Z toho důvodu toto ustanovení z pojmu „důvěrná informace“ **vylučuje pouze vágní či obecné informace**, které neumožňují vyvodit žádný závěr, pokud jde o jejich možný dopad na ceny dotčených finančních nástrojů.“⁴⁴ K tomu správní orgán uvádí, že Protinávrh mezi takové vágní či obecné informace nespadal, právě naopak.

110. Správní orgán tedy na základě výše uvedeného k tomuto bodu uzavírá, že Protinávrh splňoval definiční znak vnitřní informace spočívající v tom, že pokud by byl uveřejněn, měl by pravděpodobně významný dopad na cenu Akcií.

(v) Účastníkem řízení namítané vady Příkazu a další okolnosti⁴⁵

111. Účastník řízení má dále za to, že *je Příklad stížen i dalšími vadami, které podstatně ovlivnily jeho výrok. Jak již účastník řízení uvedl výše, je Příklad nedostatečně odůvodněn. ČNB pouze cituje příslušné předpisy a následně konstatuje, že v daném případě byly příslušné povinnosti ze strany účastníka řízení porušeny, aniž by odůvodnila, z jakých konkrétních skutkových okolností a právních úvah tento její závěr vychází. Absence řádného odůvodnění v Příkazu za situace, kdy jsou závěry ČNB o údajných pochybeních účastníka řízení založeny na výkladu neurčitých právních pojmů („informace přesné povahy“ a lhůta „co nejdříve“), pak činí úvahy ČNB a Příklad jako takový nepřezkoumatelnými.*
112. Účastník řízení také tvrdí, že *příklad ČNB dále vykazuje znaky retroaktivity, neboť ČNB vykládá tyto neurčité právní pojmy ve vztahu k účastníku řízení až v rámci sankčního rozhodnutí, aniž by předem jakkoli vůči účastníku řízení, resp. trhu v České republice jako celku v příslušné míře detailu avizovala svá očekávání, např. formou „soft-law“ nástrojů (benchmarky, úřední sdělení, odpovědi na kvalifikované dotazy a obdobné). Účastník řízení proto trvá na tom, že v době svého rozhodování postupoval se znalostí a v dobré víře lege artis, tj. v souladu s aktuálním stavem poznání projeveným do Výkladového stanoviska MAR.*
113. Účastník řízení se domnívá, že *v návaznosti na to potom další důvod nepřezkoumatelnosti Příkazu spočívá i v absenci srozumitelného vysvětlení, proč bylo podle názoru ČNB věcně nesprávné, jak účastník řízení vyhodnotil jednak povahu Protinávru (tj. že sám o sobě nepředstavoval vnitřní informaci), a jednak to, jak by byla po jeho doručení vnitřní informace konstituována. Z toho důvodu v Příkazu nutně chybí také vysvětlení, proč ČNB nepovažuje závěry účastníka řízení za přiměřené ve smyslu mj. preambule 15 MAR, ačkoli korespondují s Výkladovým stanoviskem MAR.*
114. Podle účastníka řízení *sama ČNB své vlastní závěry ohledně údajných porušení povinností ze strany účastníka řízení podporuje přístupem, který by bylo možné označit za retrospektivní prorocství (tj. pohledem „generála po bitvě“)⁴⁶. Za účelem prokázání svého tvrzení, že Protinávrh již od svého doručení účastníkovi řízení byl informací*

⁴⁴ Rozsudek Soudního dvora (druhého senátu) ze dne 11. března 2015, Jean-Bernard Lafonta v. Autorité des marchés financiers, odst. 31

⁴⁵ Pozn. správního orgánu: část III. Odporu a odstavce 45 a násl. Vyjádření k podkladům

⁴⁶ Srov. např. rozsudek Nejvyššího soudu sp. zn. 27 Cdo 59/2022 ze dne 30.6.2022

„přesné povahy, která (...) pokud by byla zveřejněna, by pravděpodobně měla významný dopad na ceny těchto finančních nástrojů nebo na ceny souvisejících derivátových finančních nástrojů“ ve smyslu článku 7 odst. 1 písm. a) MAR, ČNB v Příkazu (viz bod 30) uvádí, jaký měla tato informace ex post vliv na kurz Akcií po jejím uveřejnění. To však účastník řízení považuje za skutkový závěr (ve skutečnosti se jedná spíše o hypotézu), který je neúplný a nesprávný, navíc zakládá vnitřní rozpornost Příkazu: ze samotného Příkazu totiž vyplývá, že trh byl vychýlen spíše spekulacemi než samotnou informací o Protinávruhu. Již jen pro úplnost potom účastník řízení poznamenává, že ČNB v bodě 30 Příkazu zároveň implicitně předpokládá schopnost účastníka řízení očekávat již od 14.6.2022, k jakým spekulacím dojde na straně investorské veřejnosti.

115. Z Odporu dále vyplývá, že výše uvedený přístup ČNB, tj. uplatňování retrospektivního prorocství v kombinaci s absencí řádného vysvětlení údajných chyb v úvahách účastníka řízení, jimiž se řídil při nakládání s Protinávruhem (což je spojeno i s tím, že v Příkazu chybí interpretace příslušných neurčitých právních pojmů pro daný případ a vysvětlení, nakolik, resp. proč se ČNB odchyluje od Výkladového stanoviska MAR), účastník řízení shrnuje takto: ČNB činí přesně to, co jí nařízení MAR zapovídá, když ve svém recitálu 15 akcentuje, že informace ex post nelze používat jako základ pro stíhání osob.
116. Účastník řízení dále ve Vyjádření k podkladům (odstavec 45 a násl.) konstatoval, že *Příkaz byl meritorně překvapivý i v tom, že byl založen na řadě nových, nepředvídatelných a ze strany ČNB předem dostatečně zřetelně neindikovaných výkladových závěrech.*
117. Účastník řízení považuje za nezbytné upozornit, že *předmětná právní úprava není ani ve světle doposud existujících výkladových stanovisek dostatečně určitá a nelze se o ni opřít, aniž by dotčený subjekt provedl určitou interpretaci jejího obsahu. Toto se týká obsahu některých konkrétních pojmů, jako jsou „přesná povaha“ či „významný dopad na ceny“, případně i určení lhůty pro splnění publikační povinnosti. Nicméně za daleko podstatnější pokládá účastník řízení problém výkladu dotčené právní úpravy z hlediska jejího smyslu a účelu. Výklad účastníka řízení je postaven na principu, který považuje protinávrh akcionáře za informaci přesné povahy až ve světle stanoviska představenstva. Jednorázová publikace protinávruhu společně se stanoviskem představenstva tak rovněž eliminuje rizika, která v sobě skrývá publikace postupná. Jde nejen o riziko zmatení akcionářské a investorské veřejnosti, ale též manipulace s trhem. Naopak přístup ČNB uvedený v Příkazu klade důraz na „rychlost informovanosti“ investorské veřejnosti, tj. preferuje okamžité a mechanické zpřístupnění dotčené informace, a to bez jakékoli úvahy a s přijetím všech rizik spojených s případným následným odlišným či negativním stanoviskem představenstva a jeho publikací. I takovýto přístup ČNB je však v Příkazu pojímán ve svém důsledku vnitřně rozporným způsobem, kdy ČNB uvažuje o jeho mechanickém uplatnění jen v případě protinávruhů podávaných majoritním akcionářem (viz odst. 27 Příkazu).*
118. Bez ohledu na to, jaký bude konkrétní výklad výše uvedených pojmů či jak konkrétně bude interpretován smysl a účel příslušné právní úpravy, považuje účastník řízení za nezbytné, aby nebylo třeba čekat až na rozhodnutí ČNB ve správním řízení, či dokonce na rozhodnutí soudů a aby ze strany ČNB došlo k jednoznačné či

alespoň dostatečně srozumitelné interpretaci (např. formou úpravy, popř. doplnění Výkladového stanoviska MAR) tak, aby nejen účastník řízení, ale i další emitenti kótovaných finančních nástrojů mohli v daných případech postupovat s dostatečnou jistotou a bez rizika postihu za v dobré víře učiněný výklad neurčité právní úpravy.

119. *Účastník řízení rovněž konstatoval, že v dané situaci po doručení Protinávru postupoval v dobré víře – podle své nejlepší úvahy a při zvážení relevantních právních předpisů a dostupných výkladových stanovisek, ale také dosavadní praxe své i ČNB. Účastník řízení přitom přihlédl (a ve své praxi přihlíží) též k účelu příslušné právní úpravy, kterou vnímá tak, že účelem nařízení MAR je primárně chránit trh a investorskou veřejnost před spekulacemi s vnitřními informacemi. Účastník řízení přitom z hlediska událostí, na které mohl mít vliv, učinil vše potřebné pro to, aby k něčemu takovému nedošlo. S Protinávrhem účastník řízení po celou dobu nakládal tak, aby vyústěním celého procesu mohla být řádná publikace (případně) vnitřní informace v souladu s MAR; ta však bez ohledu na objektivní povahu Protinávru a stanoviska představenstva pozbyla smyslu z důvodu uveřejnění Protinávru v mezidobí, tedy zcela objektivní okolnosti mimo kontrolu účastníka řízení. Účastník řízení setrvává na svém závěru, že se nedopustil porušení povinností v souvislosti s nakládáním s vnitřními informacemi; podmínky pro uložení jakékoliv sankce proto nebyly naplněny.*

Hodnocení správního orgánu

120. S námitkou účastníka řízení týkající se údajného nedostatečného odůvodnění a nepřezkoumatelnosti Příkazu (odstavec 111 tohoto rozhodnutí) správní orgán nesouhlasí a odkazuje na své hodnocení skutkových okolností a relevantní právní úpravy v odstavcích 25 – 35 Příkazu.
121. Správní orgán dále zásadně nesouhlasí s námitkou retroaktivity Příkazu namítanou účastníkem řízení (odstavec 112 tohoto rozhodnutí). K pojmu „přesná informace“ a ke lhůtě „co nejdříve“ se správní orgán vyjádřil právě ve Výkladovém stanovisku MAR (přesná informace - část 2., zejména pododstavec 4., ale také např. pododstavec 8. a lhůta co nejdříve - část 3., pododstavec 1.), které poskytuje obecný návod a vodítko pro emitenty, jak v konkrétních případech při nakládání s vnitřními informacemi postupovat. Je logické, že takový návod lze poskytnout jen při určité míře zobecnění, přičemž ke konkrétní aplikaci uvedených pojmů pak dochází až v jednotlivých případech, případně v sankčních rozhodnutích vycházejících ze specifických skutkových okolností. Posouzení jednotlivých informací (okolností, událostí) jako možných vnitřních informací bude vždy vyžadovat individuální posouzení a úvahu ze strany emitenta finančního nástroje, a to v závislosti na konkrétní situaci.
122. Správní orgán dále uvádí, že vysvětlením důvodů, proč Protinávrh splňoval definiční znaky vnitřní informace, se zabýval v odstavcích 27 – 29 Příkazu. V odstavcích 32 – 34 Příkazu pak reagoval na námitky účastníka řízení uvedené v Odpovědi na výzvu před zahájením řízení (odstavce 8 – 14 Příkazu). Správní orgán tedy nesouhlasí s tvrzením účastníka řízení, že Příkaz neobsahoval vysvětlení, proč dle názoru správního orgánu účastník řízení porušil povinnosti stanovené MAR a jak měl s Protinávrhem správně naložit (odstavec 113 tohoto rozhodnutí).

123. Správní orgán nesouhlasí ani s námitkami účastníka řízení v odstavcích 114 a 115, k nimž předně uvádí, že informace ex post (o vývoji kurzu Akcií) použil v rámci Příkazu v souladu s recitálem 15 preambule MAR⁴⁷, vzhledem k tomu, že skutečný dopad informace na cenu Akcií ilustrovaný grafem v odstavci 30 Příkazu použil pouze k ověření předpokládaného pravděpodobného dopadu Protinávru (informace dostupná ex ante) na cenu Akcií. Informace ex post nebyly v Příkazu použity jako **základ pro stíhání účastníka řízení** a správní orgán z nich **nevycházel** při posouzení otázky, zda Protinávrh představoval vnitřní informaci. Správní orgán tedy neposuzoval jednání účastníka řízení podle skutečností zjištěných ex post, jak namítá účastník řízení, ale uvedl tyto skutečnosti pouze pro dokreslení. Přípustnost takového postupu potvrzuje také evropská judikatura.⁴⁸ Správní orgán proto nemůže přisvědčit námitce účastníka řízení, že by svou argumentaci podporoval přístupem, který by bylo možné označit za „retrospektivní prorocství“ ve smyslu účastníkem řízení odkazovaného rozsudku Nejvyššího soudu.⁴⁹
124. Správní orgán rovněž nesouhlasí s další námitkou účastníka řízení, a sice že v Příkazu předpokládá schopnost účastníka řízení očekávat, k jakým spekulacím na straně investorské veřejnosti dojde. Správní orgán pouze v odstavci 33 Příkazu uvedl, jakým způsobem mohl účastník řízení postupovat, aby vyhověl jak požadavkům MAR, tak ZOK, přičemž uvedeným postupem by současně zabránil spekulacím (o obsahu a podateli Protinávru), k nimž prokazatelně došlo. Spekulace jsou přitom jevem nežádoucím, který může přispět ke snížení důvěry veřejnosti v řádné fungování finančních trhů. Je přitom zákonité, že každá prodleva s uveřejněním vnitřní informace prostor pro vznik spekulací zvětšuje.
125. Pokud jde o smysl a účel právní úpravy a námitku účastníka řízení, že přístup ČNB uvedený v Příkazu klade důraz na „rychlost informovanosti“ investorské veřejnosti (*„preferuje okamžité a mechanické zpřístupnění dotčené informace, a to bez jakékoli úvahy a s přijetím všech rizik spojených s případným následným odlišným či negativním stanoviskem představenstva a jeho publikací“*) (vyjádření účastníka řízení uvedené v odstavci 117 tohoto rozhodnutí), správní orgán považuje za relevantní odkázat na Rozsudek Soudního dvora (druhého senátu) ze dne 11. března 2015 Jean-Bernard Lafonta v. Autorité des marchés financiers, Věc C-628/13, který uvádí:

⁴⁷ „Informace dostupné ex post se mohou použít k ověření předpokladu, že informace dostupné ex ante byly citlivé na cenu, ale neměly by se použít ke stíhání osob, které došly k přiměřeným závěrům na základě ex ante informací, které měly k dispozici.“

⁴⁸ „Skutečný dopad tohoto zveřejnění na cenu cenných papírů, kterých se toto zveřejnění týká, sice může představovat důkaz ex post o přesné povaze uvedené informace, avšak sám o sobě nepostačuje k prokázání takové přesné povahy, nejsou-li přezkoumány ostatní skutečnosti známé nebo zpřístupněné před uvedeným zveřejněním.“ Rozsudek Soudního dvora (velkého senátu) ze dne 15. března 2022 (žádost o rozhodnutí o předběžné otázce Cour d'appel de Paris - Francie) – p. A. v. Autorité des marchés financiers (AMF) (Věc C-302-20)

⁴⁹ „[47] Pouze pro úplnost Nejvyšší soud dodává, že vycházel-li odvolací soud při posuzování otázky, zda žalovaný jednal s péčí řádného hospodáře, ze skutečnosti, že předmětné řízení bylo (posléze) zastaveno, posuzoval jednání žalovaného podle skutečností, které se udály či vyšly najevo teprve ex post, tj. poté, kdy žalovaný podal předmětnou žalobu. Tím se odvolací soud dopustil (judikaturou Nejvyššího soudu zakázaného) tzv. „retrospektivního prorocství“ – přístupu „generála po bitvě“. K tomu srov. např. usnesení Nejvyššího soudu ze dne 23. 12. 2021, sp. zn. 27 Cdo 1224/2021, a judikaturu v něm citovanou.“

„Úvodem je třeba poznamenat, že z bodů 2 a 12 odůvodnění směrnice 2003/6 vyplývá, že jejím cílem je zajistit integritu finančních trhů Evropské unie a zvýšit důvěru investorů v tyto trhy, přičemž tato důvěra spočívá zejména ve skutečnosti, že tito investoři mají stejné postavení a budou chráněni proti neoprávněnému používání důvěrných informací (v tomto smyslu viz rozsudky Spector Photo Group a Van Raemdonck, C-45/08, EU:C:2009:806, bod 47; IMC Securities, C-445/09, EU:C:2011:459, bod 27, jakož i Geltri, C-19/11, EU:C:2012:397, bod 33)“ (bod 21) a dále „Zatímco čl. 2 odst. 1 směrnice 2003/6 za tímto účelem zakazuje obchodování zasvěcených osob, čl. 6 odst. 1 této směrnice ukládá emitentům finančních nástrojů povinnost, aby co nejdříve uveřejnili důvěrné informace, které se jich přímo týkají. Jak zdůrazňuje bod 24 odůvodnění uvedené směrnice, pohotové a přiměřené sdělování informací veřejnosti posiluje integritu trhu, kdežto výběrové sdělování může vést ke ztrátě důvěry investorů v integritu finančních trhů.“ (bod 22)

126. K námitce účastníka řízení týkající se rizika zmatení akcionářské a investorské veřejnosti, případně manipulace s trhem, se správní orgán vyjádřil výše v odstavcích 61 až 65 tohoto rozhodnutí. Pokud jde o tvrzení účastníka řízení, že *„přístup ČNB je však v Příkazu pojmán ve svém důsledku vnitřně rozporným způsobem, kdy ČNB uvažuje o jeho mechanickém uplatnění jen v případě protinávvrhů podávaných majoritním akcionářem“* správní orgán odkazuje na odstavce 56 až 60 tohoto rozhodnutí věnované otázce relevance velikosti podílu akcionáře pro naplnění znaku přesnosti.
127. Správní orgán shrnuje, že informace splňující definiční znaky informace vnitřní ve smyslu MAR, je třeba co nejdříve uveřejnit. **Jak správní orgán uvedl výše v odstavcích 26 až 28, Protinávvrh znaky vnitřní informace splňoval, včetně znaku přesnosti.** V této souvislosti správní orgán poukazuje na skutečnost, že i v případě pochybností, např. o tom, zda je informace cenotvorná, se doporučuje její uveřejnění⁵⁰. **Včasné uveřejňování vnitřních informací hraje zásadní roli, neboť odstraňuje informační asymetrii na kapitálovém trhu a zmenšuje prostor pro potenciální využití vnitřní informace zasvěcenou osobou.** Za podmínky splnění stanovených předpokladů (čl. 17 odst. 4 MAR) má emitent možnost zveřejnění vnitřní informace odložit.

H. Právní kvalifikace

128. **S ohledem na uvedené skutečnosti má správní orgán za zjištěné a prokázané, že účastník řízení jako emitent akcií ISIN CZ0005112300 přijatých k obchodování na regulovaných trzích co nejdříve právními předpisy stanoveným způsobem neinformoval veřejnost o Protinávvrhu, který obdržel dne 14.6.2022 v 16:30 hod. a který splňoval znaky vnitřní informace podle čl. 7 odst. 1 písm. a) MAR, a zároveň Protinávvrh nezaslal ČNB. Účastník řízení tedy porušil jednak povinnost stanovenou v čl. 17 odst. 1 MAR ve spojení s ustanovením § 20 odst. 1 vyhlášky 234/2009 Sb. a jednak povinnost podle ustanovení § 127 odst. 2 zákona o podnikání na kapitálovém trhu ve spojení s ustanovením § 12 odst. 1 vyhlášky 234/2009 Sb., čímž se dopustil přestupků podle § 177 odst. 1 písm. b) zákona o podnikání na kapitálovém trhu a podle § 172 odst. 2 písm. c) téhož zákona.**

⁵⁰ Výkladové stanovisko MAR, část 2., pododstavec 5.

Odůvodnění pokuty

129. Přestupkový zákon umožňuje uložení alternativních druhů trestů (např. napomenutí)⁵¹ a popř. modifikaci trestu (např. podmíněné upuštění od uložení správního trestu)⁵². S ohledem na závažnost protiprávního jednání účastníka řízení, kterým došlo k naplnění skutkových podstat dvou přestupků, nepřipadá v tomto konkrétním případě aplikace alternativních druhů trestání ani modifikace trestu v úvahu.⁵³ Jako nejefektivnější prostředek, který zajistí splnění individuálně a generálně preventivního i represivního účelu sankce, se jeví uložení pokuty. Alternativní správní tresty, které přestupkový zákon správnímu orgánu umožňuje, by v tomto konkrétním případě byly příliš mírné a nesplnily by tak funkci trestu.
130. K možné **liberaci** účastníka řízení dle § 21 odst. 1 a 2 přestupkového zákona správní orgán uvádí, že účastník řízení neprokázal, že by vynaložil veškeré úsilí, které po něm bylo možné požadovat, aby přestupkům zabránil.
131. Účastník řízení se dopustil dvou přestupků, kdy dvěma skutky naplnil skutkovou podstatu přestupku podle § 177 odst. 1 písm. b) zákona o podnikání na kapitálovém trhu a přestupku podle § 172 odst. 2 písm. c) téhož zákona. Jedná se tak o vícečinný souběh nestejnorodý. Při ukládání správního trestu za více přestupků se uplatní zásada absorpční, která je zakotvena v ustanovení § 41 odst. 1 přestupkového zákona. Podle uvedeného ustanovení platí, že za dva nebo více přestupků téhož pachatele projednaných ve společném řízení se uloží správní trest podle ustanovení vztahujícího se na přestupek nejpřísněji trestný. Jsou-li horní hranice sazeb pokut stejné, uloží se správní trest podle ustanovení vztahujícího se na přestupek nejzávažnější.
132. Za přestupek podle ustanovení § 177 odst. 1 písm. b) zákona o podnikání na kapitálovém trhu lze v souladu s ustanovením § 177 odst. 4 uložit pokutu do a) 75 000 000 Kč, b) výše 2 % celkového ročního obratu této právnické osoby podle její poslední řádné účetní závěrky nebo konsolidované účetní závěrky, nebo c) výše trojnásobku neoprávněného prospěchu získaného spácháním tohoto přestupku, je-li možné výši neoprávněného prospěchu zjistit. Za přestupek podle ustanovení § 172 odst. 2 písm. c) zákona o podnikání na kapitálovém trhu lze v souladu s ustanovením § 172 odst. 7 uložit pokutu do 1 000 000 Kč.
133. Přestupek podle ustanovení § 177 odst. 1 písm. b) zákona o podnikání na kapitálovém trhu, tj. porušení povinnosti emitenta co nejdříve informovat veřejnost o vnitřních informacích, jež se tohoto emitenta týkají, je tedy v projednávaném případě přísněji trestným. Vzhledem k tomu, že správní orgán za projednávaný přestupek neuvažoval uložit pokutu přesahující 75 000 000 Kč a výši neoprávněného prospěchu není možné zjistit, rozhodl správní orgán o uložení pokuty podle ustanovení § 177 odst. 4 písm. a) zákona o podnikání na kapitálovém trhu.
134. Správní orgán při určování druhu správního trestu a jeho výměry přihlížel v souladu

⁵¹ Viz § 35, § 45, § 47 až § 50 přestupkového zákona.

⁵² Viz § 42 až § 44 přestupkového zákona.

⁵³ Některé z alternativních druhů trestů by nepřicházely v úvahu v projednávaném případě z povahy věci (zákaz činnosti, propadnutí věci nebo náhradní hodnoty).

s ustanovením § 37 přestupkového zákona k povaze a závažnosti přestupku a k přitěžujícím a polehčujícím okolnostem. Ustanovení § 37 přestupkového zákona upravuje demonstrativní výčet faktorů, z nichž bylo možné vzhledem k charakteru přestupku uplatnit pouze výše jmenované, které mají vliv na míru jeho společenské škodlivosti.

135. Podle ustanovení § 38 přestupkového zákona je povaha a závažnost přestupku dána zejména a) významem zákonem chráněného zájmu, který byl přestupkem porušen nebo ohrožen, b) významem a rozsahem následku přestupku, c) způsobem spáchání přestupku, d) okolnostmi spáchání přestupku. Rovněž i v tomto případě se jedná o demonstrativní výčet.
136. K **významu zákonem chráněného zájmu** správní orgán uvádí, že jednání spočívající v nesplnění informační povinnosti emitenta finančního nástroje ohrožuje zájem na informovanosti účastníků kapitálového trhu o skutečnostech majících vliv na kurz nebo výnos finančního nástroje nebo na ceny souvisejících derivátových finančních nástrojů. Informační povinnost emitenta finančního nástroje má zásadní význam pro transparentnost kapitálového trhu resp. dostupnost všech informací potřebných pro investiční rozhodování způsobem, který žádné investory nediskriminuje a nevytváří prostor pro zneužití informací. Transparentnost kapitálového trhu je přitom klíčovou podmínkou jeho efektivního fungování. Investoři, kteří nemají přístup ke včasným a úplným informacím o finančních nástrojích, jsou vystaveni riziku, že učiní chybná investiční rozhodnutí. Typovou závažnost přestupků spáchaných na poli plnění informační povinnosti emitentů finančních nástrojů lze hodnotit vzhledem k horní hranici sazeb pokut, které lze za tyto přestupky uložit, jako vysokou.
137. Výše popsané jednání má charakter tzv. ohrožovacího přestupku, tzn., že jeho **následkem** je již samotné ohrožení zájmu chráněného zákonem, tedy zájmu na úplné a řádné transparentnosti trhu. Účinek v podobě vzniku škody netvoří znak skutkové podstaty zjištěného přestupku.
138. Z hlediska **způsobu porušení MAR** a zákona o podnikání na kapitálovém trhu, považuje správní orgán projednávané přestupky za přestupky **omisivní povahy**, neboť účastník řízení se jich dopustil opomenutím, resp. nekonáním tam, kde mu právní předpisy ukládaly povinnost nějakým způsobem konat, v tomto případě co nejdříve uveřejnit vnitřní informaci, která se účastníka řízení přímo týkala, a zároveň tuto informaci zaslat ČNB. V projednávaném případě byla veřejnost o Protinávru informována až 6. den od jeho doručení účastníkovi řízení, konkrétně 20.6.2022 ve 12:15 hod. ze strany MF ČR. Vzhledem k významu emise akcií účastníka řízení (viz odstavec 139) představuje prodleva s uveřejněním vnitřní informace v řádu dnů velmi dlouhou dobu. K uveřejnění Protinávru účastníkem řízení⁵⁴ navíc došlo až poté, co se na internetu začaly ohledně Protinávru šířit spekulace. Jednání účastníka řízení tedy v konečném důsledku mělo faktický negativní dopad na transparentnost kapitálového trhu, když vyvolalo nejistotu a spekulace investorů.⁵⁵
139. Jako **okolnost přitěžující** hodnotí správní orgán skutečnost, že Akcie jsou

⁵⁴ postupem podle ZOK

⁵⁵ <https://twitter.com/michalsnabr/status/1538781921391558656>

na regulovaném trhu organizovaném společnostmi BCPP obchodovány již od roku 1993 (v současné době v nejlukrativnějším tržním segmentu Prime Market) a jsou zařazeny do burzovního indexu PX. O významu emise Akcií svědčí také pořadí nejobchodovanějších akciových titulů na BCPP⁵⁶, z něhož je zřejmé, že jak v roce 2021, tak v roce 2022 se Akcie nacházely na prvním místě, když v roce 2021 bylo v těchto Akciích obchodováno 44 767,117 mil. Kč, což je přibližně 1,5 násobek obchodovaného objemu akcií Komerční banky, a.s. (ISIN CZ0008019106) nacházejících se na místě druhém a přibližně 1,7 násobek obchodovaného objemu akcií MONETA Money Bank, a.s. (ISIN CZ0008040318) nacházejících se na místě třetím. V roce 2022 pak bylo v Akciích obchodováno 70 726,633 mil. Kč, což je přibližně 1,8 násobek obchodovaného objemu akcií Komerční banky, a.s. (ISIN CZ0008019106) nacházejících se na místě druhém a přibližně 2,1 násobek obchodovaného objemu akcií Erste Group Bank AG (ISIN AT0000652011) nacházejících se na místě třetím. Z hlediska tržní kapitalizace je emise akcií účastníka řízení zdaleka nejvýznamnější emisí na tuzemském kapitálovém trhu⁵⁷. Akcie účastníka řízení jsou tedy středem pozornosti investorů a informace o výplatě dividendy je významná pro širokou investorskou veřejnost. Jakékoliv porušení informačních povinností má tudíž značný dopad nejen na dotčené investory, ale i na důvěru v kapitálový trh obecně. S ohledem na uvedené skutečnosti si účastník řízení musí být dlouhodobě vědom svých povinností stanovených legislativou na ochranu před zneužitím trhu. Z informačního systému správního orgánu určeného pro sběr informačních povinností registrovaných subjektů (SIPReS) vyplývá, že účastník řízení uveřejnil v průběhu roku 2021 celkem 22 vnitřních informací, v průběhu roku 2022 celkem 23 vnitřních informací a v průběhu roku 2023 (do dne vydání tohoto rozhodnutí) celkem 13 vnitřních informací. U účastníka řízení se tak předpokládá, že má nastaveny mechanismy tak, aby včasné uveřejňování vnitřních informací zajistil.

140. Správní orgán pro úplnost uvádí, že účastníku řízení byla v minulosti rozhodnutím Komise pro cenné papíry č.j. 51/Se/1/2003/14 ze dne 25.4.2003 ve znění rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu č.j. 2007 / 1152 / 110 ze dne 21. března 2007⁵⁸ (dále jen „Rozhodnutí“) uložena pokuta 80 000 Kč za porušení povinnosti bez zbytečného odkladu uveřejnit informaci o podmínkách, které obsahovalo rozhodnutí Úřadu pro ochranu hospodářské soutěže č.j. S 145/02-4304/02 ze dne 10.12.2002 a opatření k nápravě písemně vypracovat efektivní a funkční pravidla, jimiž se v budoucnu bude řídit při nakládání s kurzotvornými informacemi. Rozhodnutí nabylo právní moci dne 2.5.2007. Vzhledem k době, která uplynula od právní moci Rozhodnutí, však správní orgán uvedenou skutečnost nehodnotí jako okolnost přitěžující.
141. Správní orgán v rámci úvahy o výši pokuty přihlédl také k **majetkovým poměrům** účastníka řízení. Podle konsolidované účetní závěrky sestavené ke dni 31.12.2022 činil čistý zisk částku ve výši 80 705 mil. Kč (ke dni 31.12.2021 částku ve výši 9 909 mil. Kč) a vlastní kapitál částku ve výši 260 261 mil. Kč (ke dni 31.12.2021

⁵⁶ <https://www.pse.cz/udaje-o-trhu/statistika/objemy-obchodu-akciovych-emisi>

⁵⁷ 14.6.2022 ve výši 640 207,813 mil. Kč

<https://www.pse.cz/udaje-o-trhu/statistika/trzni-kapitalizace-akciovych-emisi>

⁵⁸ https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financni-trh/.galleries/prilohy-old/77773_51_se_1_03_2bn007_1152_110.pdf

částku ve výši 162 840 mil. Kč).

142. Na základě posouzení všech uvedených skutečností dospěl správní orgán k jednoznačnému závěru, že pokuta uložená při dolní hranici zákonné sazby ve výši 1 000 000 Kč, což představuje přibližně 1,3 % z horní hranice zákonné sazby, odpovídá závažnosti protiprávního jednání účastníka řízení a okolnostem, za nichž se jej dopustil. Uložená pokuta zároveň zásadním způsobem nedopadá do majetkových poměrů účastníka řízení.

Odůvodnění povinnosti uhradit náklady řízení

143. Správní orgán v rozhodnutí shledal, že účastník řízení svým jednáním porušil povinnosti emitenta stanovené v MAR a v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu. Účastník řízení tedy vyvolal přestupkové řízení porušením svých povinností. Podle ustanovení § 79 odst. 5 správního řádu uloží správní orgán účastníkovi řízení, který vyvolal řízení porušením své právní povinnosti povinnost nahradit náklady řízení paušální částkou. Paušální částka je stanovena prováděcím předpisem ke správnímu řádu, kterým je vyhláška č. 520/2005 Sb., o rozsahu hotových výdajů a ušlého výdělku, které správní orgán hradí jiným osobám, a o výši paušální částky nákladů řízení, ve znění vyhlášky 112/2017 Sb. (dále jen „Vyhláška“). Z ustanovení § 6 odst. 1 této Vyhlášky vyplývá, že paušální částka nákladů správního řízení, které účastník vyvolal porušením své právní povinnosti, činí 1 000 Kč.
144. Vzhledem ke skutečnosti, že vedené řízení z moci úřední bylo, jak bylo podrobně podáno výše, vyvoláno porušením právních povinností účastníkem řízení, uložil mu správní orgán povinnost nahradit náklady tohoto správního řízení paušální částkou ve výši 1 000 Kč.

POUČENÍ

Proti tomuto rozhodnutí lze podat podle ustanovení § 152 odst. 1 správního řádu rozklad k bankovní radě České národní banky, a to prostřednictvím sekce licenčních a sankčních řízení, Na Příkopě 28, 115 03 Praha 1. Lhůta pro podání rozkladu činí podle ustanovení § 83 odst. 1 správního řádu ve spojení s ustanovením § 152 odst. 5 téhož zákona 15 dnů ode dne doručení tohoto rozhodnutí.

Ing. Ondřej Huslar
náměstek ředitele
sekce licenčních a sankčních řízení
podepsáno elektronicky

Mgr. et Mgr. Petra Chroustovská
ředitelka odboru sankčních řízení
podepsáno elektronicky

- **rozhodnutí bankovní rady České národní banky o rozkladu č.j. 2023/147008/CNB/110 ze dne 16. listopadu 2023, sp.zn. Sp/2022/323/573**

V Praze dne 16. listopadu 2023

Č. j.: 2023/147008/CNB/110

Počet stran: 39

Vypraveno dne: 16. listopadu 2023

ROZHODNUTÍ O ROZKLADU

Bankovní rada České národní banky (dále „bankovní rada“) jako orgán příslušný podle § 5 odst. 2 písm. h) zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů (dále „zákon o České národní bance“) rozhodovat o rozkladech proti rozhodnutím České národní banky v prvním stupni přezkoumala na základě rozkladu podaného dne 10. 8. 2023 společností ČEZ, a. s., IČO: 458274649, se sídlem Duhová 2/1444, 140 53 Praha 4, a dále doplněného podáním ze dne 25. 9. 2023 rozhodnutí České národní banky č. j. 2023/94621/570 ze dne 25. 7. 2023, sp. zn. Sp/2022/323/573, a po projednání rozkladu v rozkladové komisi ustavené podle § 152 odst. 3 zákona č. 500/2004 Sb., správní řád, ve znění pozdějších předpisů (dále „správní řád“) rozhodla takto:

Rozhodnutí České národní banky č. j. 2023/94621/570 ze dne 25. 7. 2022 se

- I. v části výroku I. o správním trestu podle § 90 odst. 1 písm. c) správního řádu ve spojení s § 46c zákona o České národní bance mění tak, že slova „povinna zaplatit do 30 dnů od nabytí právní moci tohoto příkazu“ se nahrazují slovy „povinna zaplatit do 30 dnů od nabytí právní moci tohoto rozhodnutí“;**
- II. ve zbytku podle § 90 odst. 5 správního řádu ve spojení s § 46c zákona o České národní bance potvrzuje a rozklad se v tomto rozsahu zamítá.**

ODŮVODNĚNÍ

[1.] Dne 2. 11. 2022 zahájila Česká národní banka jako správní orgán prvního stupně (dále „správní orgán prvního stupně“) s účastníkem řízení přestupkové řízení vydáním příkazu č. j. 2022/114737/570 (dále „příkaz“) ze dne 2. 11. 2022. Příkaz byl doručen účastníkovi řízení téhož dne. Proti příkazu byl správnímu orgánu prvního stupně dne 9. 11. 2022 doručen včasný odpor účastníka řízení, tehdy zastoupeného pověřeným zaměstnancem [REDACTED], ředitelem Legal Affairs, bytem [REDACTED] (dále „pověřený zaměstnanec“). Tím byl příkaz zrušen a bylo zahájeno správní řízení.

[2.] Dne 25. 7. 2023, poté co umožnil účastníkovi řízení realizovat jeho procesní práva, včetně možnosti nahlížet do spisu a podat vyjádření k podkladům rozhodnutí, vydal správní orgán prvního stupně rozhodnutí č. j. 2023/94621/570 (dále „napadené rozhodnutí“), kterým uznal v části I. výroku účastníka řízení vinným tím, že jako emitent akcií obchodovaných na veřejných trzích:

- co nejdříve neinformoval právními předpisy stanoveným způsobem veřejnost o protinávru akcionáře České republiky – Ministerstva financí (dále „protinávru akcionáře ČR-MF“) k bodu č. 3 pořadu řádné valné hromady účastníka řízení na zvýšení dividendy za rok 2021 o 4 Kč na částku celkem 48 Kč na akcii a na odloženou splatnost dividendy za rok 2021 na 1. 11. 2022, který obdržel dne 14. 6. 2022 v 16:30 hod. a který splňoval znaky vnitřní informace podle čl. 7 odst. 1 písm. a) nařízení

Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014 ze dne 16. dubna 2014, o zneužívání trhu (nařízení o zneužívání trhu) a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES a směrnic Komise 2003/124/ES, 2003/125/ES a 2004/72/ES, ve znění pozdějších předpisů (dále „nařízení MAR“ nebo jen „MAR“);

- b) bezodkladně nezaslal České národní bance protinávrh akcionáře ČR-MF k bodu č. 3 pořadu řádné valné hromady účastníka řízení, konané dne 28. 6. 2022, na zvýšení dividendy za rok 2021 o 4 Kč na částku celkem 48 Kč na akcii a na odloženou splatnost dividendy za rok 2021 na 1. 11. 2022, který obdržel dne 14. 6. 2022 v 16:30 hod. a který splňoval znaky vnitřní informace podle čl. 7 odst. 1 písm. a) MAR.

[3.] Shora popsáním jednáním uvedeným ve výroku I. napadeného rozhodnutí účastník řízení v případě jednání ad a) porušil povinnost stanovenou v čl. 17 odst. 1 MAR ve spojení s § 20 odst. 1 vyhlášky 234/2009 Sb. a v případě jednání ad b) porušil povinnost stanovenou v § 127 odst. 2 ZPKT ve spojení s § 12 odst. 1 vyhlášky 234/2009 Sb., čímž se dopustil ad a) přestupku podle § 177 odst. 1 písm. b) ZPKT, a v případě ad b) přestupku podle § 172 odst. 2 písm. c) ZPKT. Za tyto přestupky byla s využitím absorpční zásady účastníkovi řízení uložena podle § 177 odst. 4 písm. a) ZPKT pokuta ve výši 1 000 000 Kč.

[4.] Výrokem II. napadeného rozhodnutí správní orgán prvního stupně uložil účastníkovi řízení podle § 79 odst. 5 správního řádu ve vazbě na § 6 odst. 1 vyhlášky č. 520/2005 Sb., o rozsahu hotových výdajů a ušlého výdělku, které správní orgán hradí jiným osobám, a o výši paušální částky nákladů řízení, ve znění vyhlášky č. 112/2017 Sb. náhradu nákladů řízení ve výši 1 000 Kč.

[5.] Dne 10. 8. 2023 podal účastník řízení prostřednictvím svého pověřeného zaměstnance proti napadenému rozhodnutí v zákonné 15denní lhůtě rozklad datovaný dne 9. 8. 2023.

[6.] Dne 28. 8. 2023 obdržela Česká národní banka informaci od ustanoveného právního zástupce účastníka řízení [REDAKCE], advokáta, ev. č. ČAK [REDAKCE], v advokátní kanceláři [REDAKCE], IČO [REDAKCE], se sídlem [REDAKCE] (dále „právní zástupce“), oznámení o převzetí právního zastupování účastníka řízení a žádost o nahlédnutí do správního spisu a poskytnutí lhůty k doplnění rozkladu. Žádosti o lhůtu bylo vyhověno přípisem České národní banky č. j. 2023/110154/CNB/110/01 ze dne 8. 9. 2023 tak, že právní zástupce účastníka řízení byl vyrozuměn o tom, že Česká národní banka vyčká doplnění rozkladu do dne 25. 9. 2023. Současně jej vyrozuměla o možnosti nahlédnout do správního spisu. Této možnosti právní zástupce účastníka řízení využil a dne 13. 9. 2023 byl nahlížen do spisu substitut právního zástupce [REDAKCE], který během nahlížení do spisu učinil procesní návrh na doplnění spisu zaznamenaný v protokolu z nahlížení do spisu č. j. 2023/118824/CNB/1102 ze dne 13. 9. 2023. Návrhu bylo vyhověno a do spisu byly doplněny přílohy obsažené v odpovědi účastníka řízení ze dne 17. 8. 2023 zaslané na výzvu správního orgánu prvního stupně. O doplnění spisu byl účastník řízení informován přípisem České národní banky č. j. 2023/124884/CNB/110 ze dne 25. 9. 2023 a byl znovu informován o možnosti nahlížení do doplněného správního spisu.

[7.] Dne 25. 9. 2023 obdržela Česká národní banka doplnění odůvodnění rozkladu zaslané právním zástupcem účastníka řízení. Rozklad podaný pověřeným zaměstnancem účastníka řízení ze dne 10. 8. 2023 (dále „rozklad podaný pověřeným zaměstnancem“) a doplnění odůvodnění rozkladu podané právním zástupcem (dále „doplnění rozkladu“) jsou společně dále označovány jako „rozklad“.

[8.] V rozkladu podaném pověřeným zaměstnancem navrhl účastník řízení bankovní radě zrušení napadeného rozhodnutí a zastavení řízení.

[9.] V doplnění rozkladu je opětovně zdůrazněno, že došlo k nesprávnému posouzení znaků vnitřní informace a že protinávrh akcionáře ČR-MF proto není svou povahou vnitřní informací podle čl. 7 MAR. Účastník řízení dále namítá, že napadené rozhodnutí je protiústavní pro porušení zásad správního řízení a trestání a nezákonné pro nedostatečnost odůvodnění a nesplnění zákonných předpokladů pro udělení sankce. Účastník řízení se důrazně ohrazuje proti uložené sankci s tím, že ta je zcela nepřiměřená a vykazuje znaky libovůle. Konečně opakuje návrh na zrušení napadeného rozhodnutí a zastavení řízení.

[10.] *V řízení o rozkladu přezkoumala bankovní rada napadené rozhodnutí v rozsahu uvedeném v § 98 odst. 1 přestupkového zákona.*

[11.] Bankovní rada po přezkoumání napadeného rozhodnutí a řízení, které mu předcházelo, dospěla k závěru, že správní orgán prvního stupně zjistil stav věci, o kterém nejsou důvodné pochybnosti, a zjistil rozhodné skutečnosti odůvodňující vydání napadeného rozhodnutí.

[12.] S ohledem na rozsah rozkladové argumentace (16 stran rozkladu podaného pověřeným zaměstnancem a 18 stran doplnění rozkladu) bankovní rada vypořádává dílčí námitky ve struktuře předložené účastníkem řízení.

I. Rozklad podaný pověřeným zaměstnancem

I.1 K údajnému porušení zásad správního trestání

[13.] *Účastník řízení upozorňuje, že pro oblast správního trestání se uplatní základní zásady trestního řízení jako presumpce neviny, in dubio pro reo, přičemž k naplnění těchto zásad je nezbytné jednoznačné prokázání viny, a to včetně naplnění všech znaků skutkové podstaty přestupku, o kterém nejsou důvodné pochybnosti. Důkazní břemeno pak tíží správní orgán, přičemž obviněnému postačí založit rozumnou pochybnost o otázce, kdo se předmětného jednání dopustil, nemusí se vyvíňovat. Podle názoru účastníka řízení však správní orgán prvního stupně bez pochybností neprokázal naplnění znaků skutkové podstaty a udělená sankce je proto nezákonná. Správní orgán prvního stupně napadené rozhodnutí zakládá na vágních, nepodložených a spekulativních úvahách.*

[14.] Bankovní rada s teoretickými východisky účastníka řízení souhlasí, prokázání viny v přestupkovém řízení leží a leželo i v předmětném řízení skutečně na správním orgánu prvního stupně. Bankovní rada však nesouhlasí s účastníkem řízení, že by správní orgán prvního stupně nedostál své povinnosti, neprokázal vinu účastníka řízení nebo že by nedoložil naplnění všech znaků skutkové podstaty vytýkaného přestupku. Účastníkovi řízení se nepodařilo založit stran závěrů správního orgánu prvního stupně obsažených v napadeném rozhodnutí důvodnou pochybnost, protože není místo pro aplikaci zásady *in dubio pro reo*. Konkrétně tento svůj závěr podrobně odůvodňuje bankovní rada níže v rámci vypořádání jednotlivých konkrétních rozkladových námitek.

I.2 K povaze protinávrhu akcionáře ČR-MF jako přesné informace a k významu stanoviska představenstva účastníka řízení pro transparentci trhu

[15.] *Podle účastníka řízení soudní praxe v obecné rovině konstatuje, že vnitřní informace v podstatě poskytuje držiteli výhodu oproti všem ostatním účastníkům trhu, kterým tato informace není známa. V daném případě však není jasné, (i) kdo by měl být takovou zvýhodněnou osobou, (ii) v čem by měla taková výhoda spočívat (mj. když obsahem protinávrhu akcionáře ČR-MF byly cenově protichůdné informace - zvýšení dividendy a prodloužení splatnosti), a především (iii) zda je taková výhoda vůbec představitelná, když absentoval kontext v podobě vysvětlení/stanoviska představenstva pro případ, že by protinávrh akcionáře ČR-MF mohl mít ekonomické efekty. Podle účastníka řízení protinávrh akcionáře ČR-MF charakteristiky vnitřní informace nesplňoval ve světle tohoto obecného teleologického pojetí vnitřní informace.*

[16.] Bankovní rada připomíná, že cílem právní úpravy publikace vnitřních informací podle nařízení MAR je odstranění informační asymetrie mezi účastníky na trhu, a tím budování důvěry v transparentnost kapitálového trhu, tj. zajistit, (a) aby nedocházelo k selektivní distribuci vnitřní informace mezi investorskou veřejnost, (b) aby potenciální rizika takové selektivní distribuce vnitřní informace byla adekvátně řízena, stejně tak (c) činit kroky k tomu, aby vnitřní informace nemohla být zneužita (srov. např. povinnost vést *insider list*). Konkrétně za opatření směřující k efektivnímu předcházení šíření vnitřní informace, resp. řízení rizika selektivní distribuce vnitřní informace, lze považovat zejména to, že emitent zavede taková opatření pro nakládání s vnitřní informací, aby byla uveřejněna co nejdříve a dána k dispozici všem investorům (pozbyde-li vnitřní informace svoji povahu vnitřní informace, tj. je-li zpřístupněna, nehrozí její zneužití). Není-li to ve zvláštních případech možné, upravuje nařízení MAR možnost využít odkladu uveřejnění informace a stanoví také podmínky, kdy k tomu může emitent přistoupit.

[17.] Výhoda držitele vnitřní informace spočívá v tom, že touto informací nejen disponuje, ale že má zejména možnost takovou informaci vzít v úvahu při svém investičním rozhodování, pokud by se pro investování do předmětných akcií a od nich odvozených finančních nástrojů (ale i desinvestici) rozhodoval on sám, případně informaci poskytnul jiné osobě jemu blízké či s ním jinak propojené. Lapidárně řečeno, pokud by se *insider* (držitel vnitřní informace) takovou informaci rozhodl zneužít. Stejným směrem míří pravidla pro nakládání s vnitřními informacemi, tedy zabránit jejich selektivní distribuci a v důsledku toho znemožnit realizaci neoprávněné výhody těmi informovanými na úkor neinformovaných.

[18.] Skutečnost, že z hlediska potenciálního vlivu na kurz akcií emitovaných účastníkem řízení a přijatých k obchodování na regulovaném trhu, v daném případě BCPP, mohou působit dva faktory uvedené v protinávru akcionáře ČR-MF protichůdně (tedy na jedné straně sice je navrhovaná vyšší než původně představenstvem navržená dividenda, na straně druhé se však navrhuje vyplatit tuto dividendu později), nemění nic na faktu, že tato informace je dostatečně přesná, má potenciální vliv na cenu akcií a je tedy třeba považovat ji za informaci vnitřní (viz bod 68 napadeného rozhodnutí). V souvislosti s námitkou účastníka řízení bankovní rada odkazuje dále na bod 34 rozsudku Soudního dvora EU (dále jen „SDEU“) ve věci C-628/13 ze dne 11. 3. 2015, *Jean-Bernard Lafonta proti Autorité des marchés financiers*, podle něhož se nevyžaduje, aby informace umožnila stanovit směr změny ceny dotčených finančních nástrojů, tak aby byl naplněn znak vnitřní informace. Danou informaci totiž může použít rozumný investor jako součást základu pro svá investiční rozhodnutí a může tudíž splnit podmínku uvedenou v čl. 1 (2) směrnice MAD¹, i když tato informace neumožní vědět předem, v jakém určitém směru se bude cena dotčených finančních nástrojů měnit. K povaze protinávru akcionáře ČR-MF jako vnitřní informace podrobně a konkrétně v reakci na rozkladové námitky je pojednáno dále.

[19.] Účastník řízení v rozkladu namítá, že protinávrh akcionáře ČR-MF nenaplňoval znak přesnosti vnitřní informace, tj. nebyl dostatečně konkrétní v době, kdy jej účastník řízení převzal od akcionáře ČR-MF. K naplnění přesnosti vnitřní informace nemohlo v případě protinávru akcionáře ČR-MF dojít podle účastníka řízení dříve než po zveřejnění stanoviska představenstva.

[20.] Podle účastníka řízení úvahy v duchu, že „pravděpodobnost, že by Protinávrh nebyl v souladu s právními a ekonomickými podmínkami na straně účastníka řízení byla dle názoru správního orgánu velmi nízká [a] takový závěr by mj. předpokládal, že majoritní akcionář nezná“ pravidla a poměry účastníka řízení (viz odstavec 67 napadeného rozhodnutí) jsou

¹ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES ze dne 28. ledna 2003 o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem (zneužívání trhu). Tzv. Market Abuse Directive (MAD).

ze strany správního orgánu prvního stupně spekulací. Správní orgán prvního stupně ostatně sám uvádí, že „skutečnost, zda určitá informace představuje vnitřní informaci, je nutně hodnotit z hlediska parametrů stanovených v MAR“. Z pohledu MAR je pak rozhodující pohled veřejnosti (investorů), nikoliv správního orgánu. Nadto sankci pouze na základě předpokladu nebo domněnky (spekulace) uložit nelze.

[21.] Účastník řízení zdůrazňuje, že stanovisko představenstva k protinávru akcionáře ČR-MF může mít zásadní význam pro to, jestli takový protinávrh bude schválen, tedy stanovisko představenstva nemá jen poradní povahu. K tomu účastník řízení namítá, že představenstvo může i nepřipustit hlasování o protinávru, i pokud je zdánlivě přesný ve smyslu, v jakém uvažuje správní orgán prvního stupně v napadeném rozhodnutí, přičemž nejde jen o teoretickou možnost, k čemuž účastník řízení poukazuje na situaci ohledně protinávru akcionáře Petra Kalivody k bodu 3 valné hromady ze dne 26. 6. 2023, o němž představenstvo účastníka řízení nepřipustilo hlasování.

[22.] Účastník řízení namítá, že jakékoli mechanické a neuvážené uveřejnění protinávru akcionáře ČR-MF prosazované ze strany správního orgánu prvního stupně by bylo nejen předčasné, ale s ohledem na zajištění ochrany investorů a trhu pro investorskou veřejnost potenciálně matoucí. Cílem uveřejnění vnitřní informace je totiž umožnit rozumnému (racionálnímu) investorovi opřít svá investiční rozhodnutí o veškeré dostupné informace ex ante, včetně předpokládaného dopadu příslušné události na emitenta, a to včetně všech souvisejících činností emitenta jako celku, jakož i spolehlivosti zdroje informací a jiných tržních proměnných. V situaci, kdy by se na trhu šířily spekulace (viz bod 51 napadeného rozhodnutí) nebo by to hrozilo, bylo by na místě tyto spekulace neživit neuváženým uveřejněním protinávru akcionáře ČR-MF před kvalifikovaným zhodnocením představenstvem. V té souvislosti účastník řízení odkazuje také na tweet akcionáře M. Šnobra ze dne 20. 6. 2022 a namítá, že zasazení diskutovaných domněnek do kontextu poměrů účastníka řízení v rámci vyjasňujícího stanoviska představenstva je nanejvýše žádoucí. Naopak překotné zveřejnění přede dnem zpracování a uveřejnění stanoviska představenstva bude typicky prodlužovat dobu, po kterou budou investoři reálně odkázáni na spekulace.

[23.] Na shora uvedenou argumentaci navazuje účastník řízení úvahami o tom, že mechanické uveřejnění protinávru akcionáře ČR-MF by mohlo vyústit až v manipulaci s trhem, a to zvláště tehdy, pokud by sám účastník řízení této informaci přidal na důležitosti její publikaci v režimu vnitřní informace. Nařízení MAR za manipulativní jednání totiž označuje i uveřejňování pravděpodobně zavádějících či pravděpodobně nesprávných informací. Zkratkovitý závěr správního orgánu prvního stupně v bodě 63 napadeného rozhodnutí o nepřiléhavosti této úvahy není podle účastníka řízení srozumitelně odůvodněný a není ani důvodný.

[24.] Účastník řízení namítá, že Česká národní banka ve výkladovém stanovisku k MAR („výkladové stanovisko k MAR“)² sama uvádí, že pouhá možnost schválení ze strany valné hromady není dostačující, tedy v kontextu protinávru ČR-MF teoreticky nakonec nemuselo ke schválení vůbec dojít. To připustil správní orgán prvního stupně explicitně v bodě 59 napadeného rozhodnutí. Tedy existenci příslušných pochybností sama Česká národní banka umocňuje, a to i odkazem na historický vývoj hlasování na valných hromadách účastníka

² Pozn. bankovní rady, ve skutečnosti jde o formát souboru odpovědí na dotazy související s regulací ochrany proti zneužívání trhu a transparentnosti, s ohledem na zkrácený pojem zavedený již správním orgánem prvního stupně v napadeném rozhodnutí a používán také účastníkem řízení v rozkladu, jakož s ohledem na materiální obsah formátu souboru odpovědí, je dále v textu tohoto rozhodnutí o rozkladu používán odkaz jen na „výkladové stanovisko k MAR“. Výkladové stanovisko k MAR je dostupné na internetových stránkách České národní banky: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2018-14/>.

řízení (z pohledu účastníka řízení poněkud nekorektně, neboť výsledek hlasování na valné hromadě účastníka řízení v minulosti neposkytuje jakoukoli záruku budoucího rozhodování valné hromady o protinávru akcionáře ČR-MF). K tomu účastník řízení doplňuje, že od roku 2010 valná hromada účastníka řízení neschválila všechny protinávry ČR-MF v každém jednotlivém případě (viz také bod 60 napadeného rozhodnutí).

[25.] Podstatou námitky účastníka řízení, která se prolíná celou rozkladovou dokumentací, je to, že informace o protinávru akcionáře ČR-MF nebyla bez doplňujícího stanoviska představenstva dostatečně přesná, tudíž nenaplnovala jeden ze znaků vnitřní informace. S tím nesouhlasil správní orgán prvního stupně a nesouhlasí s tím ani bankovní rada.

[26.] Bankovní rada v souvislosti s výše uvedeným také odmítá, že by správní orgán prvního stupně v napadeném rozhodnutí vyjádřil pochybnosti ohledně toho, zda protinávru akcionáře ČR-MF naplnil definiční znak přesnosti. Úvahy v bodě 59 napadeného rozhodnutí se totiž týkaly pouze míry pravděpodobnosti přijetí protinávru akcionáře ČR-MF na valné hromadě účastníka řízení, přičemž správní orgán prvního stupně dospěl k závěru, že pravděpodobnost přijetí byla dostatečně vysoká (přinejmenším dostatečná pro naplnění znaku přesnosti). Na tyto úvahy navazoval bod 60 napadeného rozhodnutí, ve kterém správní orgán prvního stupně shrnul, v kolika případech a jakým procentem hlasů přítomných akcionářů byly protinávry majoritního akcionáře ČR-MF přijaty v minulosti (od roku 2010). Bankovní rada sice uznává, že výsledek hlasování v minulosti neposkytuje záruku budoucího rozhodování akcionáře ČR-MF na valné hromadě účastníka řízení, ale nelze ani popřít vypovídací schopnost této informace ohledně možnosti přijetí protinávru akcionáře ČR-MF na valné hromadě, tím spíše, že jde o akcionáře účastníka řízení kontrolujícího, který má reálnou možnost svoje představy na valné hromadě účinně prosadit (viz body 58 a 60 napadeného rozhodnutí). V tom je také na první pohled zjevný rozdíl oproti návrhům jiných (minoritních) akcionářů k bodu 3. valné hromady.

[27.] Bankovní rada dále odkazuje na dikci nařízení MAR, konkrétně na čl. 7 (1), (2) a (4), které citoval správní orgán prvního stupně v bodech 12 až 14 napadeného rozhodnutí. Klíčovým sporným znakem mezi správním orgánem prvního stupně a účastníkem řízení je znak přesnosti, jak již bylo uvedeno. V souvislosti s námitkou účastníka řízení je klíčová dikce čl. 7 (2) MAR, že informace se považuje za informaci přesné povahy, pokud je jejím obsahem souhrn **okolností, který existuje nebo u něhož lze důvodně očekávat, že vznikne, nebo událost, která nastala nebo u níž lze důvodně očekávat, že nastane, pokud je konkrétní natolik, že umožňuje vyvozovat závěry týkající se možného vlivu tohoto souhrnu okolností nebo události na ceny finančních nástrojů** nebo souvisejících derivátních finančních nástrojů, souvisejících spotových komoditních smluv nebo dražených produktů založených na povolenkách na emise. Současně platí, že v případě dlouhodobého procesu, který má vyústit nebo vyústí v konkrétní okolnosti či událost, lze tyto budoucí okolnosti či tuto budoucí událost, **jakož i dílčí kroky tohoto procesu,** považovat za informace přesné povahy.

[28.] Bankovní rada považuje v této souvislosti argumentaci správního orgánu prvního stupně za pregnantní a souhlasí s odůvodněním v bodě 94 napadeného rozhodnutí, na který odkazuje.

[29.] Podle neméně důležitého a v napadeném rozhodnutí též správně zmíněného čl. 7 (3) MAR **dílčí krok dlouhodobého procesu představuje vnitřní informaci, pokud sám o sobě splňuje kritéria tohoto článku pro vnitřní informace.** V bodě 62 napadeného rozhodnutí pak správní orgán prvního stupně přiléhavě vysvětluje význam tohoto ustanovení, zajišťujícího i průběžné informování investorů o jednotlivých dílčích krocích dlouhodobého procesu. Srovnej v té souvislosti např. oblast nabídek převzetí a okolnosti uveřejňování nabídkového dokumentu a nabídkové ceny, jejího možného zvyšování či uveřejnění

konkurenční nabídka převzetí. Stěží by v případě dlouhodobějšího procesu jakým je probíhající nabídka převzetí, v rámci něhož jsou vytvářeny kontinuálně vnitřní informace, tyto za vnitřní nebylo možné považovat s argumentem, že vnitřní informaci představuje až konečná nabídková cena, za kterou budou realizovány navrhovatelem nákupy akcií cílové společnosti.

[30.] Podle bankovní rady je dále nepochybné, že informace o protinávru akcionáře ČR-MF se odlišuje od informací o protinávru jiných akcionářů, a to už jen proto, že jde o majoritního a kontrolu vykonávajícího akcionáře, který byl a je schopen prosazovat na valných hromadách společnosti svoji vůli (viz body 56 až 60 napadeného rozhodnutí). Podle bankovní rady také platí, že i jen dílčí krok dlouhodobého procesu může představovat vnitřní informaci, naplňující, posuzován samostatně, její znaky. V daném případě nebylo podle názoru bankovní rady potřeba stanovisko představenstva, aby informace o protinávru akcionáře ČR-MF naplnila znaky vnitřní informace. Tedy v tom smyslu, jak namítá účastník řízení, že vnitřní informace v právě posuzovaném případě byla konstituována teprve až po zpracování stanoviska představenstva k protinávru.

[31.] V souvislosti s naplněním znaků vnitřní informace bankovní rada odkazuje na následující body rozsudku soudního dvora ve věci C-19/11 ze dne 28. 6. 2012, Markus Gelll proti Daimler AG:

- (a) Bod 45 „Pro určení, zda je rozumné očekávat, že určitý souhrn okolností bude existovat nebo že dojde k určité události, je třeba v každém jednotlivém případě celkově posoudit již dostupné poznatky.“.

Podle bankovní rady je důvodné a správné, pokud správní orgán prvního stupně dovodil očekávání založené na dostupných poznatech, které představují mj. výsledky hlasování o protinávruzích majoritního akcionáře účastníka řízení, totiž ČR-MF, v minulosti na valných hromadách účastníka řízení.

- (b) Bod 48 „K zajištění právní jistoty účastníků trhu zmíněné v bodě 3 odůvodnění směrnice 2003/124, mezi které patří emitenti, však nelze za informace přesné povahy považovat informace týkající se okolností a událostí, jejichž vznik není pravděpodobný. V opačném případě by totiž emitenti mohli mít za to, že mají povinnost uveřejnit informace, které nejsou konkrétní nebo které nemohou mít dopad na ceny jejich finančních nástrojů.“.

Podle bankovní rady nebylo v okamžiku doručení protinávru akcionáře ČR-MF účastníkovi řízení důvodné předpokládat, že přijetí protinávru akcionáře ČR-MF na valné hromadě je nepravděpodobné, ale právě naopak – pravděpodobnost schválení tohoto protinávru byla dostatečně vysoká, aby splnil znaky vnitřní informace (viz bod 59 napadeného rozhodnutí). Na tomto nic nemění, ani pokud by návrh akcionáře ČR-MF nebyl přijat.

[32.] Dalším znakem vztahujícím se k přesnosti vnitřní informace je znak konkrétnosti, tedy v daném případě, zda je protinávrh akcionáře ČR-MF dostatečně konkrétní, aby mohl být považován za vnitřní informaci. Podle bankovní rady se vyžaduje, aby vnitřní informace byla konkrétní natolik, že umožňuje vyvozovat závěry ohledně možného vlivu na cenu finančního nástroje, v daném případě akcií vydaných účastníkem řízení. O protinávru akcionáře ČR-MF nebylo namísto uvažovat jako o nekonkrétním, anebo *a priori* vyloučit jeho možný dopad na cenu akcií. Protinávrh akcionáře ČR-MF byl podle bankovní rady zcela konkrétní. Informace o protinávru na vyšší výplatu dividendy ze strany majoritního akcionáře byla způsobilá, pokud by byla známa, ovlivnit investiční rozhodování. Lhostejno, jakým směrem. Pro srovnání lze uvést možnost vysokého navrhovaného navýšení dividendy vedoucího pravděpodobně k růstu cen akcií (za podmínky *ceteris paribus*) vs. jen mírné navrhované

navýšení dividendy s odloženou splatností, které spíše povede racionálního investora k investičnímu rozhodnutí akcie držet nebo prodat, nikoli však nakupovat další za vysokou cenu v očekávání vysoké dividendy (opět za jinak nezměněných podmínek). Tedy to, o jakou konkrétní výši navrhuje majoritní akcionář zvýšit představenstvem navrhovanou částku k výplatě dividendy, souvisí primárně s tím, jakým směrem bude racionální investor uvažovat (nakupovat, držet nebo prodávat). Vnitřní informace tak nepozbude znaku vnitřní informace jen proto, že navrhované zvýšení dividendy může racionální investor, pokud by mu informace byla známa, považovat za malé, tím spíše je-li navrhovaná pozdější splatnost dividendy. Důvodem pro tento závěr je to, že obsah vnitřní informace trhu není znám, přičemž povinnost uveřejnit vnitřní informace „co nejdříve“ (dikce MAR) směřuje k tomu zabránit selektivní distribuci nepřesné a neúplné informace o navrhovaném zvýšení dividendy a tím hrožícím spekulacím na trhu. Je současně patrné, že ten, kdo disponuje vnitřní informací (je mu znám její obsah) zakládá svá investiční rozhodnutí na jiných předpokladech než ten, kdo zakládá svá rozhodnutí na vlastních interních analýzách, doporučeních jiných osob nebo i jen na odhadech a spekulacích. Protinávrh akcionáře ČR-MF byl natolik přesný, aby ten, kdo zná jeho obsah, mohl na jeho základě činit investiční rozhodnutí (např. nekupovat v očekávání vysoké dividendy za příliš vysokou cenu).

[33.] S ohledem na výše uvedené bankovní rada uzavírá, že námitky účastníka řízení v této části nejsou důvodné a bankovní rada nezjistila, že by správní orgán prvního stupně nesprávně vyložil relevantní právní úpravu, nesprávně ji aplikoval na zjištěný skutkový stav, ani že by skutkový stav nezjistil správně a na základě podkladů založených do spisu. Tedy v napadeném rozhodnutí správní orgán prvního stupně neuložil pokutu na základě předpokladu, domněnky či spekulace, jak namítá účastník řízení, ale na základě adekvátního a odůvodněného hodnocení, že v případě konkrétního protinávru akcionáře ČR-MF byly již v okamžiku jeho doručení účastníkovi řízení splněny definiční znaky vnitřní informace dle čl. 7 (1) písm. a) MAR ve spojení s čl. 7 (2) MAR, tedy včetně skutečnosti, zda bylo ohledně protinávru akcionáře ČR-MF možné důvodně očekávat, že bude na valné hromadě účastníka řízení schválen.

[34.] Bankovní rada na okraj poznamenává, že nelze obecně vyloučit situaci, kdy protinávrh akcionáře vůči návrhu představenstva nebude vyhodnocen jako údaj naplňující znak vnitřní informace a takového znaku nabude teprve až společně se stanoviskem představenstva, a to i v případě návrhu majoritního akcionáře. Tak tomu ale nebylo v právě posuzovaném případě, kdy znaky vnitřní informace nabyl protinávrh akcionáře ČR-MF sám o sobě, bez stanoviska představenstva. Z toho mj. plyne, že se po účastníkovi řízení nepožaduje *en bloc* uveřejňovat každou informaci o protinávru jeho majoritního akcionáře, ale vyžaduje se jen, aby posoudil, zda takový protinávrh má, nebo nemá v konkrétním případě povahu vnitřní informace. Je to naopak spíše účastník řízení, kdo neodůvodněně spekuluje, když konstatuje, že mechanické uveřejnění protinávru akcionáře ČR-MF by mohlo vyústit až v manipulaci s trhem, a to zvláště tehdy, pokud by sám účastník řízení této informaci přidal na důležitosti její publikací v režimu vnitřní informace. Nadto účastník řízení zřejmě nesprávně chápe též jednání spočívající v „manipulaci s trhem“, neboť toho se lze dopustit sice různými způsoby, ale v právě posuzovaném případě by manipulací s trhem mohlo být zakázané obchodování *insiderů*, tj. držitelů vnitřní informace. Pokud si však účastník řízení správně nevyhodnotí, která informace je vnitřní a která není, stěží může vytvářet *insider list* a řídit rizika spojená s možným selektivním šířením informace a v krajním případě též *insider tradingem*.

[35.] Účastník řízení namítá, že správní orgán prvního stupně uplatňuje vnitřně nekonsistentní pohled na racionálního investora, zejména na jeho schopnost informace vyhodnotit, když na jedné straně uvádí, že se u racionálního investora nepředpokládají hluboké odborné znalosti z oblasti finančního trhu, které však představenstvo účastníka řízení

s podporou odborných útvarů účastníka řízení naopak jistě má – jak zdůrazňuje účastník řízení – a dokáže proto v kontextu znalosti vnitřních poměrů účastníka řízení zhodnotit a komentovat všechny rozhodující aspekty předmětné informace, zde protinávrhu akcionáře ČR-MF, tak, aby nakonec účastník řízení mohl uveřejnit informace, které umožní trhu úplné a správné posouzení informace v celém kontextu. Na straně druhé správní orgán prvního stupně (viz bod 61 napadeného rozhodnutí) předpokládá, že racionální investor má mj. znalosti zákona č. 90/2012 Sb., zákon o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích), ve znění pozdějších předpisů (dále „zákon o obchodních korporacích“ nebo jen „ZOK“), jakož i znalosti korporátních postupů. Účastník řízení zdůrazňuje, že správní orgán prvního stupně zjevně neuvažuje o významu stanoviska představenstva k protinávrhu akcionáře ČR-MF, a to mj. vzhledem k tomu, jak je tento protinávrh komplexní a atypický, zejména pak z hlediska naplnění znaků vyžadovaných čl. 7 (2) MAR.

[36.] *Účastník řízení odmítá jako nesprávný závěr správního orgánu prvního stupně v bodě 62 napadeného rozhodnutí, že racionálnost investora spočívá i v tom, že si sám zhodnotí, které z informací běžně publikovaných v režimu vnitřní informace ve svém rozhodování vezme do úvahy, pročez měl účastník řízení uveřejnit protinávrh akcionáře ČR-MF automatizovaně bez dalšího. Tato úvaha však vyznívá problematicky ve světle zjištění Evropské komise (dále „Komise“), že současná právní úprava v nařízení MAR klade na schopnost emitentů vyhodnotit znaky vnitřní informace nepřiměřené nároky, k čemuž dále účastník řízení cituje z návrhu na změnu nařízení MAR relevantní pasáže. Mimo jiné také zmiňuje závěry Komise, podle kterých příliš široké vymezení vnitřní informace, a to jak pro účely zákazu insider tradingu, tak pro účely uveřejňování povinných informací, vede k tomu, že emitenti jsou povinni zveřejňovat informace již ve velmi rané fázi, kdy informace o okolnostech nebo událostech nedosáhly ještě vysokého stupně jistoty, přičemž účinnost zpřístupňování informací při snižování informační asymetrie mezi emitenty a investory je současně omezená, pokud jsou informace příliš předčasné a neúplné a mohou dosud podléhat podstatným změnám. Z toho plyne, že příliš brzké uveřejnění vnitřní informace by mohlo naopak investory uvést v omyl.*

[37.] *Správní orgán prvního stupně byl povinen zjistit naplnění všech znaků vnitřní informace v případě účastníka řízení, a to v souladu s principem materiální pravdy, což však dle účastníka řízení neučinil.*

[38.] *Účastník řízení odmítá argumentaci správního orgánu prvního stupně, že pokud měl účastník řízení pochybnosti, mohl uveřejnění protinávrhu akcionáře ČR-MF v režimu čl. 17 (4) MAR odložit. Důvodem pro odmítnutí této argumentace ze strany účastníka řízení je především to, že protinávrh ČR-MF nebyl vnitřní informací a odložení uveřejnění nebylo namístě. Účastník řízení nadto namítá, že úvaha o možnosti postupovat dle čl. 17 odst. 4 MAR a odložit uveřejnění vnitřní informace je ze strany správního orgánu prvního stupně spekulativní. Předjímá totiž bez znalosti vnitřních poměrů schopnost účastníka řízení na vlastní odpovědnost si obhájit naplnění všech předpokladů pro odložení uveřejnění vnitřní informace, včetně schopnosti zajistit důvěrnost odložené informace; nad zajištěním důvěrnosti odložené informace by přitom účastník řízení měl v tomto případě z povahy a okolností protinávrhu ČR-MF (šlo o informace pocházející od třetí osoby) jen omezený vliv.*

[39.] *Bankovní rada odmítá i tyto námitky účastníka řízení jako nedůvodné. Bankovní rada připouští, že formulace bodu 61 napadeného rozhodnutí může působit poněkud nekonsistentně a že propracovanější dikce by byla na místě. Na druhou stranu nelze klást na odůvodnění správního orgánu prvního stupně přepjaté požadavky. To, co je pro věc podstatné, správní orgán prvního stupně správně v napadeném rozhodnutí popsal a vymezil, když uvedl, jak rozumět pojmu „rozumný investor“, a to mj. odkazem na relevantní rozsudek SDEU ve věci Geltl a dále odkazem na výkladové stanovisko k MAR. Takto vymezený pojem následně*

správní orgán prvního stupně vztáhnul ke konkrétním okolnostem případu, když v bodě 61 *in fine* napadeného rozhodnutí dovedl: „[u] rozumného investora lze tedy předpokládat, že dokáže na základě dostupných informací vyhodnotit také související skutečnosti, konkrétně v tomto případě skutečnost, že k Protinávruh bude ještě uveřejněno v souladu se ZOK stanovisko představenstva, že Protinávruh bude předmětem jednání valné hromady a současně, že teoreticky existuje jistá míra nejistoty, jak hlasování o Protinávruhu dopadne.“.

[40.] Neurčitý právní pojem „racionálního“ nebo také „rozumného investora“ v oblasti kapitálového trhu lze přirovnat, pokud jde o výklad a správné porozumění, jinému neurčitému pojmu, kterým je pojem „průměrného spotřebitele“ v oblasti právních předpisů na ochranu spotřebitele. V oblasti soukromého práva lze odkázat na další neurčitý pojem „*pater familias*“, což je termín mající původ v římském právu, a jež je východiskem pro výklad standardu péče řádného hospodáře. Klíčové pro pochopení těchto neurčitých pojmů je totiž to, že jde vždy „jen“ o vymezení standardu, který je porovnáván s očekávaným chováním osob v obdobném postavení v rámci konkrétního posuzovaného případu. Nejde však o popis konkrétního investora, spotřebitele nebo dbalého hospodáře. Tento standard je přitom z povahy věci vždy poněkud s neurčitými konturami. K poměrování standardu racionálního investora s konkrétními okolnostmi posuzovaného případu bankovní rada odkazuje na bod 71 rozhodnutí č. j. 2016/142310/CNB/110 ze dne 8. 12. 2016 ve věci Motejlek (dále „rozhodnutí Motejlek“),³ kde konstatovala: „Klíčovou roli při tomto posuzování hraje kritérium ‚rozumného investora‘, tedy posouzení vlivu účastníkem řízení uveřejněných komentářů na rozhodování rozumného investora o tom, zda nakoupí akcie společnosti O2, či nikoli.“, obdobně poměřovala standard s konkrétními skutkovými okolnostmi také v bodech 76 až 78 rozhodnutí Motejlek.

[41.] Dále bankovní rada odkazuje na bod 23 rozsudku NSS č. j. 8 As 143/2022-44 ze dne 2. 11. 2023, ve kterém soud konstatoval: „Průměrný spotřebitel je definován jako takový, který má dostatek informací a je v rozumné míře pozorný a opatrný, s ohledem na sociální, kulturní a jazykové faktory, jak je vykládán Soudním dvorem [...]. S pojmem průměrného spotřebitele pak pracuje i definice nekalé obchodní praktiky, kdy se takovou praktikou rozumí rozpor s požadavky náležité profesionální péče, který podstatně narušuje nebo je schopen podstatně narušit ekonomické chování průměrného spotřebitele [...]. Úkolem soudu je při aplikaci institutu průměrného spotřebitele určit, **jak na určité soutěžní jednání průměrní spotřebitelé skutečně reagují či jak by reagovat mohli**, popř. si udělat úsudek, jak by průměrný spotřebitel v dané situaci reagovat měl. **Správní orgány a soudy určují reakci průměrného spotřebitele vždy pro konkrétní případ, neboť pro stanovení typické reakce průměrného spotřebitele v daném případě budou muset vnitrostátní soudy a orgány vycházet z vlastního úsudku**, s přihlédnutím k judikatuře Soudního dvora [...].“ (text zvýrazněn bankovní radou).

[42.] Správní orgán prvního stupně podle bankovní rady správně v souladu s výše popsányi judikatorními požadavky, teleologickým výkladem MAR, s přihlédnutím k judikatuře týkající se zneužití trhu, jakož i výkladovému stanovisku k MAR vymezil standard „racionálního investora“ a následně jej aplikoval na rozhodování investorské veřejnosti ohledně protinávruh akcionáře ČR-MF.

[43.] Účastník řízení účelově dovozuje z odkazu na standard rozumného investora vymezený ve výkladovém stanovisku k MAR, že nelze očekávat od neprofesionálního investora bez hlubokých odborných znalostí schopnost vyhodnotit protinávruh ČR-MF ve světle korporátních postupů u účastníka řízení, což předpokládá mj. znalost korporátního práva,

³ Dostupné na: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financni-trh/.galleries/prilohy/S-Sp-2015_00414_CNB_573.pdf.

kteřou však běžný retailový investor nemá. Právě to přitom podle účastníka řízení nesprávně a nekonsistentně předpokládá správní orgán prvního stupně, když konstatuje, že si rozumný investor vyhodnotí související skutečnosti, jako že např. bude uveřejněno stanovisko představenstva nebo že návrh akcionáře ČR-MF nemusí být přijat. Bankovní rada však nekonsistenci nebo odporující závěry v napadeném rozhodnutí nezjistila. Správní orgán prvního stupně totiž nejdříve správně odkázal na standard rozumného investora a vymezil jej jako průnik (průměr) profesionálních a drobných neprofesionálních investorů bez hlubokých odborných znalostí. Nekonsistoval však, že každý rozumný investor je retailovým investorem bez hlubších odborných znalostí. Tedy účastník řízení podsouvá správnímu orgánu prvního stupně něco jiného, než ten dovořil. Po určení standardu, resp. výkladu neurčitého právního pojmu, bylo nutno podle bankovní rady vyhodnotit, zda si průměrný racionální investor dokáže učinit závěr ohledně obsahu protinávru akcionáře ČR-MF a na základě toho přijme odpovídající investiční rozhodnutí. To je aplikace standardu na konkrétní posuzovaný případ, což správní orgán prvního stupně též učinil v napadeném rozhodnutí a učinil tak správně.

[44.] Bankovní rada s ohledem na vše výše uvedené neshledává jako opodstatněnou úvahu účastníka řízení, že racionální investor není schopen bez hlubších znalostí korporátního práva vyhodnotit, zda navrhované zvýšení dividendy v protinávru akcionáře o určitou částku na akcii je pro něj natolik zajímavé, že přistoupí k investičnímu rozhodnutí a že k tomuto rozhodnutí potřebuje stanovisko představenstva emitenta. Nelze totiž odhlédnout od toho, že takový průměrný racionální investor se bude pravděpodobně zajímat o dění v obchodní korporaci, do které investuje, o její podnikání a ekonomické výsledky, jakož i o vlastnickou strukturu takové korporace. Tedy lze očekávat, že racionální investor si bude vědom toho, kdo je majoritním akcionářem účastníka řízení (a že je schopen prosadit svoji vůli na valné hromadě), jakož i sleduje veřejné informační zdroje, názory analytiků apod. Ostatně informace o tom, že majoritním akcionářem účastníka řízení je Česká republika, je veřejnosti široce známá a vědomost o tom lze očekávat i u běžného občana, který by jinak nenaplnoval standard racionálního investora. Bankovní rada ve shodě s účastníkem řízení přesto poněkud pochybuje, do jaké míry je relevantní očekávat od racionálního (rozumného) investora vědomost o tom, že k protinávru akcionáře ČR-MF bude zveřejněno též stanovisko představenstva předmětné korporace. Nicméně i zde je obhajitelný a akceptovatelný závěr správního orgánu prvního stupně, neboť racionální investor má obvykle určité praktické zkušenosti s vlastnictvím akcií nebo dluhopisů a svoláváním valných hromad emitentů. To, zda postup spočívající ve zveřejnění stanoviska představenstva upravují předpisy obchodního práva a v jaké míře podrobnosti jej upravují, nemusí běžný retailový investor, ale ani racionální investor, skutečně znát, jak namítá účastník řízení. Nicméně podle bankovní rady je možné odůvodněně od takového racionálního investora očekávat, že je mu známá praxe uveřejňování stanoviska představenstva k protinávřům akcionářů nebo alespoň porozumění tomu, že v případě protinávru akcionáře jde nadále jen o návrh, o kterém bude muset hlasovat valná hromada, a že není možné přijetí takového návrhu považovat za jisté, ale pouze za pravděpodobné, pokud by šlo o návrh majoritního akcionáře. Stejně tak lze předpokládat, že racionálnímu investorovi je známo, že v minulosti byly takové protinávřhy majoritního akcionáře na valné hromadě obvykle přijaty. V tomto směru tedy nelze správnímu orgánu prvního stupně vytknout nesprávnost ani nekonsistenci jeho úvah, nejvýše snad to, že formulace v bodě 61 napadeného rozhodnutí nejsou zcela vyčerpávající. To však není vada, natož vada způsobující nezákonnost napadeného rozhodnutí (srov. odkazy na relevantní judikaturu NSS v bodě 49 tohoto rozhodnutí o rozkladu).

[45.] Pokud jde o argumentaci ohledně odložení uveřejnění informace podle čl. 17 (4) MAR, ta je ze strany účastníka řízení také nepřijatelná. Bankovní rada souhlasí s účastníkem řízení, že

smyslem odložení uveřejnění informace je něco jiného než řešit nejistotu emitenta, co je, nebo co není vnitřní informací. Podle čl. 17 (4) MAR je možné k odložení přistoupit jen, jsou-li splněny kumulativně všechny tyto podmínky: a) okamžité zveřejnění pravděpodobně ohrozí oprávněné zájmy emitenta; b) odkladem zveřejnění pravděpodobně nedojde k uvedení veřejnosti v omyl; c) emitent je schopen zajistit důvěrnost těchto informací. V bodě 64 napadeného rozhodnutí ale není nic o pochybnostech, které měly nebo mohly vést účastníka řízení k aplikaci postupu podle čl. 17 (4) MAR. V tomto bodě napadeného rozhodnutí totiž správní orgán prvního stupně uvádí, že pokud se účastník řízení domníval, že by uveřejnění protinávru akcionáře ČR-MF v režimu vnitřní informace bez stanoviska představenstva mohlo vyvolat spekulace investorů nebo mít dokonce manipulativní dopad na cenu akcií, mohl při splnění požadavků stanovených v čl. 17 odst. 4 MAR uveřejnění protinávru akcionáře ČR-MF jako vnitřní informace odložit. Tedy správní orgán prvního stupně výslovně předpokládá naplnění podmínek čl. 17 (4) MAR a aplikaci jen v případě, že se účastník řízení obává, že by uveřejnění protinávru akcionáře ČR-MF mohlo vyvolat bez současného uveřejnění stanoviska představenstva spekulace. Bankovní rada s účastníkem řízení zásadně nesouhlasí také, pokud jde o jeho závěr v souvislosti s touto námitkou opětovně zmíněný, tj. že protinávrh akcionáře ČR-MF nenaplnuje znaky vnitřní informace.

[46.] Pokud jde o odkaz na citace z legislativního návrhu na úpravu MAR v poznámce pod čarou č. 10 rozkladu podaném pověřeným zaměstnancem účastníka řízení, jde o nekorektní argumentaci. Nejde přísně vzato ani tak o to, že pro případ účastníka řízení je rozhodná platná právní úprava v přímo účinném nařízení a ne navrhovaná právní úprava, ale o to, že jde jen o citaci z odůvodnění návrhu na základě vyhodnocení dopadů platné právní úpravy na emitenty, přičemž příslušné citace jsou uvozeny v materiálu Komise slovy „*Zpětná vazba od zúčastněných stran naznačila*“. Ostatně i případ účastníka řízení potvrzuje zpětnou vazbu, kterou od industrie obdržela Komise, tj. že emitenti nejsou vždy schopni správně vyhodnotit určitou informaci jako vnitřní, přičemž v té souvislosti může vadit i to, že vnitřní informace je definována v MAR jak pro účely zákazu *insider tradingu*, tak pro účely uveřejňování. To je však na druhou stranu dle bankovní rady logické a přirozené. Konečně ani argument odkazem na novelizační bod 38, kterým se navrhuje změnit čl. 7 MAR, není ze strany účastníka řízení úplný, neboť zní takto:

„An issuer shall inform the public as soon as possible of inside information which directly concerns that issuer. That requirement shall not apply to intermediate steps in a protracted process as referred to in Article 7 (2) and (3) where those steps are connected with bringing about a set of circumstances or an event.”.

[47.] Navíc se dále předpokládá vydání delegovaného aktu Komisí,⁴ aby bylo srozumitelné, jak přistupovat k uveřejnění informací, které představují krok v širším procesu. V tomto směru budoucí (dosud nepřijatá) právní úprava má reflektovat složitost vyhodnocení vnitřní informace v některých případech, zejména v případech jednotlivých na sebe navazujících kroků u dlouhodobějších transakčních procesů. Bankovní rada zdůrazňuje, že budoucí právní úprava, která ani nepředpokládá pozbytí protiprávnosti právě posuzovaného chování účastníka řízení, nezavazuje účastníka řízení odpovědnosti za přestupek ani nesnižuje závažnost tohoto přestupku, kterou vyhodnotil správní orgán prvního stupně podle platné právní úpravy. Nadto v případě účastníka řízení nešlo *stricto sensu* ani o výše zmíněný dlouhodobý proces skládající

⁴ The Commission shall be empowered to adopt a delegated act to set out and review, where necessary, a non-exhaustive list of relevant information and, for each information, the moment when the issuer can be reasonably expected to disclose it.

se z několika kroků. Oním dlouhodobým procesem, na který odkazuje návrh a odůvodnění budoucí právní úpravy, totiž budou typicky složité transakce, nezcírka s mezinárodním prvkem, spojené s aplikací soutěžní úpravy a pravidel pro nabídky převzetí, kdy dochází k překrývání těchto procesů a v rámci nichž vznikají průběžně vnitřní informace, jejichž promptní uveřejňování může ve výsledku buď popřít transparenci trhu, nebo vést ke zmaření transakce. To však, zdůrazňuje bankovní rada, není právě posuzovaný případ účastníka řízení.

[48.] Bankovní rada proto shrnuje, že argumentace účastníka řízení o tom, že správní orgán prvního stupně rezignoval na zjištění úplného skutkového stavu a neprokázal naplnění znaků vnitřní informace, je nedůvodná. Bankovní rada se pak sama postupně vyjadřuje níže v tomto rozhodnutí o rozkladu k naplnění konkrétních znaků vnitřní informace tak, jak jsou účastníkem řízení namítány.

[49.] Bankovní rada však v souvislosti s námitkami účastníka řízení odmítá, že by na správní rozhodnutí měly být kladeny přepjaté požadavky a že by měla požadovat po správním orgánu prvního stupně vyčerpávající reakci na každý dílčí aspekt případu či na každou dílčí námitku a vyjádření účastníka řízení. To platí tím spíše v případě účastníka řízení, který uplatnil obsáhlé námitky a totožné argumenty v rozkladu, které opakuje v jiné souvislosti a dále je doplňuje (srov. rozklad podaný pověřeným zaměstnancem a doplnění rozkladu). Bankovní rada v té souvislosti odkazuje na bod 38 rozhodnutí NSS č. j. 2 Afs 345/2017-35 ze dne 25. 4. 2019, ve kterém soud konstatoval: „Nejvyšší správní soud dále předesílá, že **rozsah reakce soudu na konkrétní námitky je, co do šíře odůvodnění, spjat s otázkou hledání míry. Povinnost orgánů veřejné moci (včetně orgánů moci soudní) svá rozhodnutí řádně odůvodnit nelze interpretovat jako požadavek na detailní odpověď na každou námitku. Proto zpravidla postačuje, jsou-li vypořádány alespoň základní námitky účastníka řízení**, srov. např. rozsudek Nejvyššího správního soudu ze dne 28. 5. 2009, č. j. 9 Afs 70/2008-13, případně, za podmínek tomu přiměřeného kontextu, i s akceptací odpovědi implicitní, což připouští i Ústavní soud – srov. např. usnesení ze dne 18. 11. 2011, sp. zn. II. ÚS 2774/09 (rozhodnutí Ústavního soudu jsou dostupná z nalus.usoud.cz), či rozsudek Nejvyššího správního soudu ze dne 21. 12. 2011, č. j. 4 Ads 58/2011-72. **Takový postup je vhodný zejména u velmi obsáhlých podání, nebo podání značně nepřehledně až chaoticky odůvodněných, jakým je i stěžovatelem podaná kasační stížnost; opačný postup by mohl vést až k absurdním důsledkům a k porušení zásady efektivity a hospodárnosti řízení.** To znamená, že na určitou námitku lze reagovat i (např.) tak, že v odůvodnění svého rozhodnutí soud prezentuje od názoru stěžovatele odlišný názor, který přesvědčivě zdůvodní tak, že toto zdůvodnění poskytuje dostatečnou oporu výroku rozhodnutí. Ústavní soud v této souvislosti konstatoval: **„[n]ení porušením práva na spravedlivý proces, jestliže obecné soudy nebudují vlastní závěry na podrobné oponentuře (a vyvracení) jednotlivě vznesených námitek, pakliže proti nim staví vlastní ucelený argumentační systém, který logicky a v právu rozumně vyloží tak, že podpora správnosti jejich závěrů je sama o sobě dostatečná“** (srov. náleze ze dne 12. 2. 2009, sp. zn. III. ÚS 989/08; srov. obdobně též rozsudky Nejvyššího správního soudu ze dne 29. 3. 2013, č. j. 8 Afs 41/2012 - 50, nebo ze dne 6. 6. 2013, č. j. 1 Afs 44/2013 - 30, popř. ze dne 3. 7. 2013, č. j. 1 As 17/2013 - 50). Ostatně i Ústavní soud v případě, že námitky stěžovatelů nejsou způsobilé změnit výrok rozhodnutí, tyto nevypořádává (srov. např. náleze ze dne 28. 5. 2009, sp. zn. II. ÚS 2029/08), neboť si je plně vědom toho, že **požadavky kladené na orgány veřejné moci - pokud jde o detailnost a rozsah vypořádání se s námitkami adresátů jejich aktů - nesmí být přemrštěné. Takové přehnané požadavky by byly výrazem přepjatého formalismu, který by ohrožoval funkčnost těchto orgánů, především pak jejich schopnost efektivně (zejména v přiměřené době a v odpovídajícím rozsahu) plnit zákonem jim uložené úkoly.**“ (text zvýrazněn bankovní radou).

I.3 Ke kurzotvornému potenciálu protinávru akcionáře ČR-MF

[50.] Účastník řízení odkazuje na čl. 7 (1) a (2) MAR, podle kterých ke znakům vnitřní informace patří skutečnost, že musí jít o informaci, která by po zveřejnění měla významný dopad na ceny akcií. K tomu absentuje v napadeném rozhodnutí úvaha, která by konkrétní skutkové okolnosti případu podřazovala pod požadavek (i) pravděpodobnosti (ii) použití protinávru akcionáře ČR-MF (iii) racionálním investorem (iv) jako součást základu (v) investičního rozhodování ve světle (vi) pravděpodobně významného dopadu na cenu akcií. Jestliže správní orgán prvního stupně naplnění těchto znaků neprokázal, nemůže to jít k tíži účastníkovi řízení a není na místě jakékoli uložení sankce.

[51.] Účastník řízení zdůrazňuje, že není povinen přistupovat k jakémukoli „vyvíňování“. Účastník řízení odmítá lakonické konstatování v bodě 98 napadeného rozhodnutí, že dle výkladového stanoviska k MAR patří informace o dividendě k cenotvorným informacím (skutečností způsobilým přímo přivodit významnou změnu ceny), které by racionální investor pravděpodobně použil jako základ pro svá investiční rozhodnutí. Pro úplnost účastník řízení dodává, že (i) zakládá-li správní orgán prvního stupně (v bodě 98 napadeného rozhodnutí) svou úvahu o naplnění skutkové podstaty přestupku (znaku významného dopadu na cenu) s odkazem na vysoký zájem o akcie účastníka řízení na Burze cenných papírů Praha a. s. (dále „BCPP“) a značnou tržní kapitalizaci, a současně (ii) klade-li mu stejnou skutečnost za okolnost přitěžující při ukládání trestu (v bodě 139 napadeného rozhodnutí), dopouští se tím porušení zákazu dvojího přičítání téhož. Srov. závěr: „[j]ak Nejvyšší správní soud vyložil ve své konstantní judikatuře, že zásadu zákazu dvojího přičítání je třeba chápat tak, že k okolnosti, která je zákonným znakem deliktu, nelze přihlídnout jako k okolnosti polehčující nebo přitěžující při ukládání sankce“ (viz např. Rozsudek Nejvyššího správního soudu č. j. 4 Ads 114/2011-105 ze dne 29. 8. 2012). Přesně takového (zakázaného) jednání se správní orgán prvního stupně v napadeném rozhodnutí dopouští.

[52.] Účastník řízení si je vědom toho, že text MAR neobsahuje konkrétní procentní hranici dopadu na cenu, ze které by mohlo být dovozeno naplnění znaku „významnosti dopadu na cenu“. Na hranici 5 % odkázal účastník řízení jako na doktrinální závěr, který je možné použít jako východisko pro další úvahy, na které by správní orgán prvního stupně mohl navázat při hodnocení skutkových okolností případu. Kritérium konkrétního procentního pohybu nabízí účastník řízení jako indikativní, ale současně dokládající nesprávnost závěru správního orgánu prvního stupně v bodě 94 napadeného rozhodnutí, tj. „nejedná se o to, že by samotná změna ceny finančních nástrojů musela být významná“. Podle účastníka řízení nelze zcela pomíjet velikost dopadu na změnu ceny (tj. do jaké míry je vnitřní informace schopna cenu finančního nástroje vychýlit). Tedy účastník řízení sice souhlasí, že návrh rozhodnutí o rozdělení zisku a samotné rozhodnutí patří typicky k cenotvorným informacím, kdy současně platí, že z toho nelze dovozovat, že by takový návrh a rozhodnutí představovaly cenotvornou informaci vždy. V právě posuzovaném případě správní orgán prvního stupně pominul konkrétní okolnosti případu a posoudil návrh na rozdělení dividendy takto typizovaně, když nevysvětlil cenotvornou povahu protinávru akcionáře ČR-MF in concreto. Tím porušil zásady správního řízení, na které odkázal účastník řízení v úvodní části svého rozkladu. To platí tím spíše, že správní orgán prvního stupně dle účastníka řízení pomíjí poměrnou výši navrženého zvýšení dividendy ke kurzu, za který se akcie obchodovaly v daném období.

[53.] Účastník řízení souhlasí, že kurzotvorný dopad vnitřní informace na cenu akcií je nutno posuzovat ex-ante, ovšem v té souvislosti pak lze odkázat též na vlastní zjištění správního orgánu prvního stupně, že k pohybu kurzu akcií v minulosti v souvislosti s uvedeným typem

vnitřní informace docházelo, nicméně nijak výraznému. Protinávrh akcionáře ČR-MF pak nejen z hlediska navýšení dividendy o 4 Kč nijak nevybočoval ani z mezí platné dividendové politiky emitenta. Dle účastníka řízení protinávrh akcionáře ČR-MF tedy nemohl být pro investory překvapivý a pohledem ex ante neměl potenciál významného dopadu na cenu akcií. To dle něj potvrzuje i následný vývoj cen akcií na BCPP.

[54.] *Podle účastníka řízení nelze ukládat sankci na základě spekulativní úvahy, že nelze vyloučit vliv jedné skutečnosti, totiž protinávru akcionáře ČR-MF, na uvažování investorů a pohyb ceny akcií. Přičemž právě takto spekulativně správní orgán prvního stupně argumentuje v bodě 105 napadeného rozhodnutí, z něhož účastník řízení cituje. Dále odkazuje účastník řízení na úvahy správního orgánu prvního stupně, že hypotézu, že vývoj kurzu akcií byl ovlivněn mj. protinávrem akcionáře ČR-MF, nelze a priori vyloučit. Měl-li správní orgán prvního stupně pochybnosti o naplnění znaku „významného dopadu na cenu“, o čemž citace uváděné účastníkem řízení svědčí, bylo dle účastníka řízení na místě aplikovat zásadu „v pochybnostech ve prospěch obviněného“.*

[55.] *Účastník řízení zdůrazňuje, že správní orgán prvního stupně věcně nezhodnotil, že protinávrh akcionáře ČR-MF směřoval (vedle odložení splatnosti dividendy) ke zvýšení dividendy o 4 Kč na akcii, tj. ke zvýšení dividendy řádově nižšímu, než kolik činila v posledních letech obvyklá výše dividendy navrhovaná představenstvem účastníka řízení, a jako takový se tento návrh vymyká srovnání s kritérii, která správní orgán prvního stupně zmiňuje v bodě 100 písm. a) až c) napadeného rozhodnutí. Následně se účastník řízení konkrétně vyjadřuje k písmenům a) až c) bodu 100 napadeného rozhodnutí. K písmenu a) namítá, že správní orgán prvního stupně jako informace stejného typu uvádí informace o celé dividendě, která byla řádově vyšší, než činilo navrhované zvýšení v protinávru akcionáře ČR-MF. K písmenu b) týkajícímu se komentářů analytiků účastník řízení namítá, že správní orgán prvního stupně uvádí jen prostý výčet odkazů na různé články na internetu, aniž by bylo jasné, jaké konkrétní závěry z nich dovozuje pro protinávrh akcionáře ČR-MF. Účastník řízení není v té souvislosti tedy zřejmé, proč by měla být významná právě částka 4 Kč na akcii. Dle něj z této pasáže napadeného rozhodnutí nevyplývá žádný přezkoumatelný závěr. K písmenu c), tj. že v minulosti sám účastník řízení zacházel se srovnatelnou informací jako s vnitřní informací, namítá účastník řízení, že dovozovat z minulé praxe en block konkrétní závěry pro posuzovaný případ je neodůvodněné a zavádějící. Argumentuje, že veškeré případy, které správní orgán prvního stupně v napadeném rozhodnutí uvádí, byly případy, kdy vnitřní informace vznikla a byla uveřejněna teprve poté, co návrh na dividendu představenstvo účastníka řízení projednalo a schválilo, a to včetně jeho odůvodnění, které obsahuje zhodnocení ekonomických a právních podmínek. Pokud něčemu tato praxe napovídá, pak údajně názoru účastníka řízení, který stejně jako s protinávrem akcionáře ČR-MF nenakládal ani s minulými návrhy, ale nakládal takto jen s návrhy, ke kterým zaujalo své stanovisko představenstvo.*

[56.] *Bankovní rada ani tyto námitky účastníka řízení nepovažuje za důvodné a odkazuje na bod 28 napadeného rozhodnutí a dále na body 94 až 110 napadeného rozhodnutí, které považuje za příléhavé a úvahy správního orgánu prvního stupně v nich obsažené za správné. Bankovní rada odkazuje zejména na závěry v bodě 94 napadeného rozhodnutí, kde správní orgán prvního stupně vysvětluje a správně zdůrazňuje, že „pro splnění podmínky významného dopadu na cenu je tedy klíčová skutečnost, že by danou vnitřní informaci investor pravděpodobně vzal v úvahu“.*

[57.] *Bankovní rada konstatuje, že správné naopak nejsou úvahy účastníka řízení, které vyplývají z jeho argumentace, tj. úvahy o tom, že kurzotvorný potenciál je dán pouze u vnitřní informace týkající se protinávru na výplatu dividendy, která je v určité výši, aby byl naplněn znak významného dopadu na kurz akcií. Podstatné ve vztahu k naplnění znaku*

kurzotvornosti je však podle bankovní rady (nejen) v kontextu posuzovaného případu to, že musí jít o informaci, kterou by racionální investor pravděpodobně použil jako součást základu pro svá investiční rozhodnutí. V tomto směru bankovní rada odkazuje na své úvahy obsažené v bodě 32 tohoto rozhodnutí o rozkladu.

[58.] Ve vztahu k naplnění znaku kurzotvornosti (potenciál ovlivnit kurz) bankovní rada poukazuje také na bod 99 svého rozhodnutí č. j. 2016/142310/110 ze dne 8. 12. 2016 ve věci Motejlek, kde uvedla: „Bankovní rada zdůrazňuje, že **následek v podobě pohybu kurzu ceny akcií společnosti není znakem skutkové podstaty přestupku manipulace s trhem, proto správní orgán prvního stupně není povinen zkoumat příčinnou souvislost mezi jednáním, které naplnilo skutkovou podstatu manipulace s trhem, a vývojem kurzu, resp. zda vývoj kurzu konkrétního investičního nástroje koreloval s protiprávním jednáním.** Argumentace účastníka řízení stran skutečného vývoje kurzu společnosti O2 a důvodů pro tento vývoj je proto nerelevantní. Pokud by bankovní rada přijala logiku účastníka řízení, znamenalo by to, že pokud se manipulace s trhem neprojeví v delikventem očekávaném pohybu kurzu, k deliktu nedojde. Tak tomu ovšem není. Vzhledem k tomu, že na vývoj kurzu investičního nástroje má vliv celá řada faktorů, které formují nabídku a poptávku, mezi nimiž je faktor manipulace jen jedním z mnoha, bylo by také nereálné požadovat po správním orgánu prvního stupně prokázání příčinné souvislosti a vyčíslení dopadu manipulace s kurzem na dosaženou cenu investičního nástroje. Podle bankovní rady je tedy bezpředmětné vést polemiku s účastníkem řízení o tom, kde by se kurz nacházel, pokud by předmětné příspěvky účastníka řízení nebyly zveřejněny, a do jaké míry se manipulace projevila na vývoji kurzu.“ (text zvýrazněn bankovní radou). Tyto závěry z případu Motejlek lze podle bankovní rady přiměřeně vztáhnout i na případ účastníka řízení a v kontextu shora uvedených úvah je nutno vnímat bod 29 napadeného rozhodnutí a graf na s. 8 napadeného rozhodnutí. Tedy jako na doložení skutečnosti, že právě v návaznosti na spekulace o protinávru akcionáře ČR-MF došlo k pohybu cen akcií účastníka řízení, jakož k následné korekci v rámci reakce na uveřejnění parametrů protinávru akcionáře ČR-MF.

[59.] Pokud jde o námitku stran doktrinárního závěru o 5% pohybu kurzu jako východisku pro další úvahy, bankovní rada považuje za vyčerpávající odpověď poskytnutou správním orgánem prvního stupně v bodě 95 napadeného rozhodnutí, když obdobnou námitku uplatnil účastník řízení již dříve v řízení. Na okraj bankovní rada podotýká, že i zde je patrné, že účastník řízení citoval výběrově, účelově a nekorektně a v této argumentaci pokračuje i v rozkladu, když namítá, že nabízí kritérium konkrétního procentního pohybu jako indikativní, aby současně – tentokrát již kategoricky – dovozoval, že toto indikativní kritérium dokládá nesprávnost závěru správního orgánu prvního stupně v bodě 94 napadeného rozhodnutí.

[60.] Bankovní rada má s ohledem na vše shora uvedené za to, že se správní orgán prvního stupně přesvědčivě vypořádal se skutkovou podstatou účastníkovi řízení vytýkaného přestupku, resp. s jeho jednotlivými znaky, jakož podřadil zjištěný skutkový stav pod znaky vnitřní informace (tj. provedl subsumpci). Jinou otázkou je to, zda tak učinil správní orgán prvního stupně dostatečně přehledně. V této souvislosti bankovní rada nepřehlédla, že účastník řízení předložil ve věci řadu vyjádření a správní orgán prvního stupně v napadeném rozhodnutí chronologicky reagoval na jeho námitky ve struktuře, v jaké byly uplatněny. Tedy na podrobné námitky a vyjádření účastníka řízení navazovalo hodnocení správního orgánu prvního stupně, přičemž přehlednou a výstižnou subsumpci rozhodných skutkových okolností pod znaky skutkové podstaty přestupku provedl správní orgán prvního stupně již v bodech 24 až 30 napadeného rozhodnutí, a to ještě před vlastním vypořádáním námitek účastníka řízení. V bodě 128 napadeného rozhodnutí pak provedl správní orgán prvního stupně na základě

předchozího popisu právní úpravy, hodnocení skutkových okolností a jejich vztažení na posuzovaný případ účastníka řízení, jakož i vypořádání námitek účastníka řízení uplatněných v řízení, právní kvalifikací. Na této struktuře v kontextu obsáhlých podání účastníka řízení neshledává bankovní rada nic nepřehledného, nesprávného nebo nedostatečného.

[61.] Pokud jde o bod 98 napadeného rozhodnutí, zde nejde o subsumpci skutkového stavu na skutkovou podstatu vytýkaného přestupku, ale o reakci na námitky účastníka řízení uplatněné v řízení. Z hlediska úvah obsažených v bodě 98 napadeného rozhodnutí nemá bankovní rada správnímu orgánu prvního stupně co vytknout a odmítá, že by správní orgán prvního stupně v bodě 98 napadeného rozhodnutí provedl právě onu subsumpci, kterou požaduje v rozkladové námitce provést účastník řízení. Tedy v bodě 98 napadeného rozhodnutí není obsažena úvaha správního orgánu prvního stupně o naplnění znaků skutkové podstaty účastníkovi řízení vytýkaného přestupku na základě tržní kapitalizace nebo na základě objemů obchodů na BCPP, ale tyto skutečnosti jsou uváděny z hlediska kontextu protinávru akcionáře ČR-MF. Ze strany účastníka řízení jde tak o podsouvání něčeho, co správní orgán prvního stupně netvrdil. Ten jen reagoval na dílčí námitku účastníka řízení, vypořádal ji a věnoval se kontextu protinávru akcionáře ČR-MF, jak také explicitně v napadeném rozhodnutí uvedl.

[62.] K námitce účastníka řízení, v níž tvrdí, že správní orgán porušil zákaz dvojího přičítání, bankovní rada konstatuje, že skutečnost, která byla v bodě 139 napadeného rozhodnutí zohledněna jako okolnost přitěžující, tedy že „[a]kcie jsou na regulovaném trhu organizovaném společností BCPP obchodovány již od roku 1993 (v současné době v nejlikvidnější tržním segmentu Prime Market) a jsou zařazeny do burzovního indexu PX“, není znakem skutkové podstaty přestupku dle § 177 odst. 1 písm. b) ZPKT. Daná skutková podstata spočívá v tom, že: „[p]rávnícká nebo podnikající fyzická osoba se dopustí přestupku tím, že nesplní některou z povinností nebo poruší některý ze zákazů podle čl. 16 nebo čl. 17 MAR.“. Účastník řízení tedy porušil povinnost stanovenou v čl. 17 odst. 1 MAR, podle níž je emitent povinen co nejdříve informovat veřejnost o vnitřních informacích, jež se tohoto emitenta přímo týkají. MAR pak dopadá na emitenty, jimiž vydané cenné papíry jsou obchodovány na regulovaných trzích v rámci EU (podle ZPKT jde o tzv. evropský regulovaný trh). Tedy, přestupku se v ČR může dopustit jen emitent, který vydal cenné papíry přijaté k obchodování na regulovaném trhu. Přičemž tento znak skutkové podstaty nebyl správním orgánem prvního stupně shledán jako přitěžující okolnost, ale jako *conditio sine qua non*, aby šlo vůbec o předmětný přestupek (právní úprava MAR nedopadá na všechny emitenty, ale právě jen na ty, jimiž vydané cenné papíry jsou obchodovány na regulovaném trhu). Přitěžující okolností bylo ale to, že v případě účastníka řízení jsou jím emitované akcie obchodovány v nejlikvidnější a nejprestižnější tržním segmentu Prime Market, kde jsou navíc obchodovány dlouhodobě (tj. nepochybně bylo možné očekávat, že účastník řízení měl dostatek času seznámit se s právní úpravou a adaptovat jak tuto právní úpravu, tak její změny do svých procesů, což však zjevně neučinil v potřebné míře tak, aby k přestupku nedošlo). Bankovní rada je proto toho názoru, že správní orgán prvního stupně neporušil zásadu zákazu dvojího přičítání téhož.

[63.] V souvislosti s námitkou porušení zákazu dvojího přičítání odkazuje bankovní rada na rozsudek NSS č. j. 4 Ads 114/2011-105 ze dne 29. 8. 2012, podle kterého nelze zásadu zákazu dvojího přičítání aplikovat na skutkové podstaty správních deliktů, u nichž pojmově nelze rozlišovat určitou minimální (základní, typovou) intenzitu, nezbytnou pro naplnění zákonných znaků dané skutkové podstaty, a zbývající (vyšší, kvalifikovanou) intenzitu, kterou by bylo možno zohlednit jako okolnost přitěžující či polehčující při určení konkrétní výše pokuty. Obdobně bylo vyhodnoceno také v bodech 33 a 77 rozsudku Městského soudu v Praze

č. j. 2 A 107/2016-103 ze dne 28. 6. 2021 ve věci Motejlek, který na shora uvedený rozsudek NSS č. j. Ads 114/2011-105 výslovně odkázal.

I.4 Ke stanovisku představenstva a splnění lhůty „co nejdříve“ a „bezodkladně“

[64.] Účastník řízení namítá, že protinávrh akcionáře ČR-MF muselo nejdříve projednat představenstvo, aby bylo možné vůbec konstituovat vnitřní informaci, přičemž projednání vyžaduje absolvování určité procedury, která ač byla předvídána a nachystána, přesto si z povahy věci vyžádala několik dnů. Před projednáním představenstvem se tedy protinávrh akcionáře ČR-MF nestal vnitřní informací. V té souvislosti účastník řízení znovu zdůrazňuje, že nesouhlasí se závěrem správního orgánu prvního stupně v bodě 79 a násl. napadeného rozhodnutí, že všechny znaky vnitřní informace byly naplněny už v okamžiku doručení protinávru akcionáře ČR-MF účastníkovi řízení dne 14. 6. 2022 v 16:30. Pro případ, že by se bankovní rada s tímto hodnocením účastníka řízení neztotožnila, uvádí účastník řízení argumentaci in eventum, jak následuje.

[65.] Předně správní orgán prvního stupně v bodě 81 napadeného rozhodnutí argumentuje, že účastník řízení byl schopen zveřejnit stanovisko představenstva k protinávru akcionáře ČR-MF v řádu hodin, ačkoli stejný postup neuplatnil pro samotný protinávrh (toliko k technickým možnostem účastníka řízení). Toto je sice akceptovatelný požadavek kladený na účastníka řízení, proto je také účastník řízení schopen rychlého zveřejnění, netýká se to však právě posuzovaného případu, neboť dle účastníka řízení bylo nejdříve potřeba materiálně vyhodnotit protinávrh akcionáře ČR-MF. Dále k argumentaci v bodě 81 napadeného rozhodnutí, že účastník řízení v minulosti jiné informace promptně v řádu hodin uveřejňoval (tj. minulá praxe), účastník řízení tvrdí, že to platí jen pro případy, kdy šlo o technické zveřejnění a vnitřní informace již byla konstituována, což není případ protinávru akcionáře ČR-MF. Účastník řízení opakovaně zdůrazňuje atypičnost protinávru ČR-MF, u kterého bylo posouzení představenstvem naprosto klíčové. Ve vztahu k historické praxi účastník řízení uvádí, že v minulosti zveřejnění dané informace následovalo buď až po projednání představenstvem, kdy příslušná vnitřní informace vznikla až v důsledku do kontextu zařazeného vyjádření představenstva, anebo šlo o výstup, který byl výsledkem rozhodnutí jiného orgánu společnosti, konkrétně valné hromady, kdy představenstvo z povahy věci žádné stanovisko nezaujímal. Tedy účastník řízení naopak v případě protinávru akcionáře ČR-MF dle jeho názoru postupoval zcela v souladu se svou standardní praxí.

[66.] Účastník řízení dále namítá, že MAR předpokládá uveřejnění vnitřní informace ve lhůtě „co nejdříve“, zatímco ZPKT vychází ze lhůty „bezodkladně“. V každém případě jde o lhůtu delší než např. „ihned“, se kterou MAR také počítá v č. 34 (1) MAR. Z toho účastník řízení dovozuje, že MAR dává emitentovi určitý časový prostor (delší než „ihned“) pro zhodnocení a uveřejnění vnitřní informace. České právo pojímá „ihned“ jako dobu pěti dnů [§ 1959 písm. e) občanského zákoníku]. Tedy lhůta bez zbytečného odkladu může nezřídka být (a to i na finančním trhu) vnímána jako lhůta kolem 5 pracovních dnů. Povinnost ke zveřejnění v takové lhůtě účastník řízení neporušil.

[67.] Účastník řízení namítá, že se správní orgán prvního stupně v napadeném rozhodnutí nezabývá věcně obsahem neurčitého právního pojmu „co nejdříve“ nebo bezodkladně“. Související argumentaci účastníka řízení shrnutou v bodech 74 až 78 napadeného rozhodnutí pak správní orgán prvního stupně označuje za „nerelevantní a účelovou“ s odůvodněním, že přesné vymezení lhůty není právní úpravou stanoveno a posuzuje se vždy ad hoc (viz bod 83 poslední věta napadeného rozhodnutí). Jak však opakovaně judikuje Nejvyšší správní soud, správní orgán se při interpretaci neurčitých právních pojmů „musí zabývat konkrétní skutkovou podstatou, jakož i ostatními okolnostmi případu, přičemž sám musí alespoň rámcově obsah a význam užitého neurčitého pojmu objasnit“ (tj. vč. lhůty „co nejdříve“ nebo

„bezodkladně“). V opačném případě své rozhodnutí (stejně jako ČNB v tomto případě) zatíží vadou nepřezkoumatelnosti pro nedostatek důvodů.

[68.] Bankovní rada odmítá argumentaci účastníka řízení jako nesprávnou, účelovou, a proto nedůvodnou. Nenaplněné subjektivní představy účastníka řízení o tom, jak měla být jeho věc ze strany správního orgánu prvního stupně posouzena, nezakládají nesprávnost ani nezákonnost napadeného rozhodnutí. Přičemž základem rozkladové argumentace je o to, že o vnitřní informaci bez stanoviska představenstva podle účastníka řízení nešlo, zatímco podle správního orgánu prvního stupně ano. Správní orgán prvního stupně své závěry a hodnocení v napadeném rozhodnutí správně a logicky odůvodnil, přičemž proti tomu předkládá účastník řízení svůj výklad opřený o argumenty založené na neúplných nebo účelových citacích, ať už jde o novou připravovanou evropskou legislativní úpravu nebo doktrinní závěry. Pokud jde o to, že informace o protinávru akcionáře ČR-MF sama o sobě i bez stanoviska představenstva naplňovala znaky vnitřní informace, odkazuje bankovní rada konkrétně na bod 79 napadeného rozhodnutí, se kterým souhlasí. Pokud jde o námitku, od kterého okamžiku započne běžet „lhůta bez zbytečného odkladu“, odkazuje bankovní rada na bod 81 napadeného rozhodnutí, se kterým taktéž souhlasí. Níže doplňuje bankovní rada argumentaci správního orgánu prvního stupně, jak následuje.

[69.] Bankovní rada konstatuje, že projednání protinávru akcionáře ČR-MF představenstvem účastníka řízení nebylo z hlediska naplnění definičních znaků vnitřní informace zapotřebí, jelikož předmětný protinávrh naplňoval znaky vnitřní informace již v okamžiku doručení účastníkovi řízení. Proto měl být protinávrh akcionáře ČR-MF uveřejněn v souladu s nařízením MAR co nejdříve po okamžiku jeho doručení účastníkovi řízení. K pojmu „co nejdříve“ bankovní rada konstatuje, že tento pojem nelze vykládat jako lhůtu v délce trvání několika dní, a to právě s přihlédnutím k teleologickému a logickému výkladu předmětné evropské právní úpravy. S ohledem na dynamiku obchodování na kapitálových trzích je totiž třeba vnitřní informace uveřejňovat v zásadě ihned. To nepřímě potvrzuje čl. 17 (4) písm. a) nařízení MAR, které okamžité uveřejnění vnitřní informace předpokládá, když stanoví cit. „An issuer or an emission allowance market participant, may, on its own responsibility, delay disclosure to the public of inside information provided that all of the following conditions are met: (a) **immediate disclosure** is likely to prejudice the legitimate interests of the issuer [...]” (slova zvýrazněna bankovní radou).

[70.] S ohledem na uvedené bankovní rada konstatuje, že správní orgán prvního stupně správně dovedl s odkazem na účel evropské právní úpravy, že k uveřejnění informace mělo dojít ihned, resp. obratem, po jejím obdržení. Správní orgán prvního stupně odůvodnil také počátek běhu lhůty (okamžik doručení protinávru akcionáře ČR-MF účastníkovi řízení, viz bod 79 napadeného rozhodnutí) a konstatoval, že po obdržení měl být protinávrh akcionáře ČR-MF uveřejněn slovy nařízení MAR „co nejdříve“, přičemž tak účastník řízení prokazatelně neučinil, když veřejnost byla informována až 6. den od jeho doručení účastníkovi řízení (viz bod 80 napadeného rozhodnutí). Správní orgán prvního stupně se v souvislosti s okamžikem uveřejnění opětovně zabýval významem stanoviska představenstva, kteréžto podle účastníka řízení odůvodňuje prodlevu mezi doručením protinávru akcionáře a jeho uveřejněním, přičemž podle správního orgánu prvního stupně takové stanovisko představenstva nebylo zapotřebí, aby protinávrh akcionáře ČR-MF byl považován za vnitřní informaci (viz bod 82 napadeného rozhodnutí). Na těchto úvahách a z nich dovozených závěrech správního orgánu prvního stupně neshledává bankovní rada nic nedůvodného, neodůvodněného a ani nepřezkoumatelného.

I.5 K dalším aspektům napadeného rozhodnutí

[71.] Účastník řízení namítá, že (aniž by trval na přehnaném detailu) z napadeného rozhodnutí by mělo být seznatelné (i) čeho se dopustil, (ii) jakým jednáním, (iii) co tím měl porušit, (iv) co z toho vyplývá, a (v) jak byla určena uložená pokuta. Naproti tomu v napadeném rozhodnutí je konfrontován s obecnými formulacemi bez skutkového odůvodnění, závěry si pak z napadeného rozhodnutí musí vyvozovat sám, když napadené rozhodnutí je nepřezkoumatelné. Konkrétně v té souvislosti odkazuje na argumentaci kruhem obsaženou v bodě 120 napadeného rozhodnutí, přičemž stejné nekorektnosti se dopouští správní orgán prvního stupně také v bodě 122 napadeného rozhodnutí.

[72.] Podle účastníka řízení mu byla napadeným rozhodnutím jako jednomu z prvních uložena pokuta na základě interpretace nařízení MAR, přičemž účastník řízení při nakládání s protinávrehem akcionáře ČR-MF nikterak nevybočil z rámce standardního a zavedeného postupu a interních pravidel ani nebyl nedbalý, ale právě naopak, situaci sám od počátku řešil. Nyní je účastník řízení konfrontován s překvapivým a do jisté míry účelovým výkladem MAR ze strany správního orgánu prvního stupně, který se v potřebné míře detailu neopírá o jakoukoli dřívější praktickou zkušenost deklarovanou rozhodovací praxí ČNB či o dřívější metodické vedení. Uložení pokuty v této situaci, navíc v kontextu nepřehledného skutkového a právního stavu, se zcela míjí s účelem správního trestání a je v rozporu se základními zásadami správního trestání. Účastník řízení proto pro případ, že bude pravomocně shledán vinným, navrhuje upřednostnit mírnější alternativní trest před miliónovou pokutou.

[73.] Pro úplnost účastník řízení namítá nevykonatelnost výroku I. napadeného rozhodnutí, podle kterého je povinen uhradit pokutu ve lhůtě 30 dnů od právní moci příkazu, přičemž příkaz byl k podanému odporu zrušen a nenabyl právní moci.

[74.] Bankovní rada považuje tyto námitky účastníka řízení zčásti za nedůvodné. Pokud jde o chybu ve výroku I. napadeného rozhodnutí ohledně splatnosti pokuty, jde o námitku důvodnou.

[75.] Pokud jde o výrok, bankovní rada konstatuje, že výrok napadeného rozhodnutí splňuje požadavky zákona, jakož i ty judikatorně dovozené. V té souvislosti odkazuje na případ BH Securities, kdy NSS v bodě 33 rozhodnutí č. j. 2 Afs 90/2022-54 ze dne 25. 10. 2023 konstatoval: „Není nezbytné ani možné, aby byly ve výroku uvedeny všechny zjištěné skutečnosti, **je však nutno trvat na splnění požadavku nezaměnitelnosti s jiným skutkem** (rozsudek Nejvyššího správního soudu ze dne 21. 11. 2013, č. j. 7 Afs 59/2013-35). **Vydané rozhodnutí musí ve výroku jednoznačně určit, čeho se pachatel dopustil a v čem jím spáchaný delikt spočívá** (usnesení rozšířeného senátu ze dne 15. 1. 2008, č. j. 2 As 34/2006-73, č. 1546/2008 Sb. NSS, shodně usnesení rozšířeného senátu ze dne 31. 10. 2017, č. j. 4 As 165/2016-46, č. 3656/2018 Sb. NSS, bod 16).“ (text zvýrazněn bankovní radou). Tedy smyslem požadavku na určitost výroku je především to, aby nebyl zaměnitelný s jiným skutkem a nedošlo k porušení zásady *ne bis in idem*. Výrok napadeného rozhodnutí je podle bankovní rady zcela určitý, čemuž nasvědčuje též rozkladová argumentace účastníka řízení, který zjevně přesně chápe, čeho se měl dopustit, resp. co a proč je mu kladeno za vinu.

[76.] Pokud jde o argumentaci novou úpravou v nařízení MAR, považuje ji bankovní rada za účelovou a nedůvodnou. Právní úprava obsahující pravidla proti zneužívání trhu, včetně pravidel pro nakládání s vnitřními informacemi, není nikterak nová, ale byla obsažena již dříve ve směrnici MAD, která byla transponována do zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Přijetím nařízení MAR došlo v zásadě pouze k přesunu relevantní právní úpravy ze směrnice

do přímo účinného nařízení⁵ a k jejímu zpřesnění a dále k adaptaci zákona o podnikání na kapitálovém trhu na MAR (tj. zejména úprava přestupků za porušení povinností v MAR). To je patrné ze srovnání dikce § 124 a násl. ZPKT, ve znění před novelou provedenou zákonem č. 204/2017 Sb., a po novele ode dne 13. 8. 2017. Podle § 125 odst. 1 ZPKT, ve znění do 12. 8. 2017 platilo, že emitent finančního nástroje uveřejní každou vnitřní informaci, která se ho přímo týká. Způsob uveřejňování povinně uveřejňovaných informací, mezi které patřila též vnitřní informace podle § 124 odst. 1 ZPKT, upravovala (a nadále upravuje) prováděcí vyhláška č. 234/2009 Sb., konkrétně v § 20 této vyhlášky. Z kontextu této historické právní úpravy je možné také dovodit požadavek na co nejrychlejší uveřejnění. Srovnej dnes již zrušený (novelou ZPKT transponující MAR) § 3 odst. 2 vyhlášky, který upravuje povinnost emitenta odložit uveřejnění vnitřní informace jen za předpokladu, že přijme opatření, která mu umožní uveřejnit vnitřní informaci **neprodleně** poté, co přestane být schopen nadále zabezpečovat její důvěrnost. Dále dnes již také neplatný § 3 odst. 3 vyhlášky, podle kterého, přestane-li být plněna některá z podmínek pro odklad uveřejnění vnitřní informace nebo byla-li porušena důvěrnost vnitřní informace, je emitent finančního nástroje povinen ji uveřejnit **neprodleně** poté, co se o této skutečnosti dozvěděl. Závěru o povinném neprodleném uveřejnění vnitřní informace nasvědčuje také § 20 odst. 4 vyhlášky, ve znění před transpozicí MAR, podle kterého v případě, že povinně uveřejňovaná informace byla nepřesná nebo neúplná, byl povinen emitent zajistit **neprodleně** uveřejnění opravené informace. V současné době § 20 odst. 4 vyhlášky stanoví, že je emitent povinen zajistit **co nejrychlejší nápravu** jakéhokoli selhání nebo přerušení zasilání povinně uveřejňované informace. Tedy v případě MAR nejde věcně o novou a pro účastníka řízení překvapivou právní úpravu, kterou by neměl znát a musel vyčkávat správní praxe a judikatorních závěrů, aby ji mohl aplikovat (ostatně směrnice MAD, tedy předchozí právní úprava na úrovni EU byla přijata dne 28. 1. 2003 a transponována do ZPKT, který je účinný ode dne 1. 4. 2004).⁶

[77.] Tento shora podaný historický výklad je plně v souladu také s platnou právní úpravou v § 127 odst. 2 ZPKT, kde je požadavek na povinnou osobu, aby povinně uveřejněnou informaci uveřejnila **bezodkladně** tak, aby k ní byl zajištěn neupřednostňující, snadný a bezúplatný přístup a s úpravou čl. 17 (1) MAR, podle kterého je emitent povinen **co nejdříve** informovat veřejnost o vnitřních informacích.

⁵ Srovnej recitál 5 MAR: „S cílem odstranit zbývající překážky obchodování a závažná narušení hospodářské soutěže **mající za následek rozdílnost práva členských států** a zamezit vznikání případných dalších překážek obchodování a závažných narušení hospodářské soutěže je nezbytné **přijmout nařízení, kterým se stanoví jednotnější výklad právní úpravy Unie týkající se zneužívání trhu, jenž jasněji vymezuje pravidla, která budou platit ve všech členských státech. Vezmou-li na sebe požadavky týkající se zneužívání trhu formu nařízení, mělo by být zajištěno, že tyto požadavky jsou přímo uplatnitelné. Tím by měly být zajištěny jednotné podmínky, neboť se zamezí vzniku rozdílných vnitrostátních požadavků vlivem provedení směrnice.** Toto nařízení bude vyžadovat, aby se všechny osoby v celé Unii řídily stejnými pravidly. Rovněž sníží složitost regulačních pravidel a náklady firem na jejich plnění, a to především pro podniky působící v přeshraničním styku, a přispěje k zamezení narušení hospodářské soutěže.“ (text zvýrazněn bankovní radou).

⁶ Nicméně i před 1. 4. 2004 byla věcně podobná úprava obsažena v zákoně č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění do 31. 3. 2004, která upravovala nakládání s důvěrnými informacemi, a v § 80c odst. 2 písm. b) zákon o cenných papírech stanovil: „Emitent registrovaných akcií je rovněž povinen a) [...], b) během roku **bez zbytečného odkladu uveřejňovat podstatné změny, které nejsou veřejně známy a které se týkají hospodářské, zejména finanční situace emitenta nebo jiných skutečností, které mohou vyvolat významnou změnu kurzu jím vydaného cenného papíru** nebo zhoršit schopnost emitenta plnit závazky z cenného papíru s tím, že Komise může na žádost udělit výjimku z povinnosti uveřejňovat uvedené změny, pokud by jejich uveřejnění bylo v rozporu s veřejným zájmem nebo by mohlo významně poškodit emitenta; **za skutečnosti, které mohou vyvolat významnou změnu kurzu cenného papíru** nebo zhoršit schopnost emitenta plnit závazky z cenného papíru, **se považují zejména** významné změny v obchodních, výrobních nebo odbytových podmínkách, zahájení řízení o konkursu či vyrovnání, pozastavení činnosti emitenta úředním rozhodnutím, schválený záměr k přeměně společnosti, rozhodnutí o přeměně společnosti, každé snížení obchodního majetku nebo čistého obchodního majetku emitenta přesahující 10 %, soudní a obchodní spory, jejichž předmětem je hodnota, která přesahuje 5 % obchodního majetku emitenta, jakož i změny ve statutárních, dozorcích a řídicích orgánech emitenta, c) [...]“ (text zvýrazněn bankovní radou).

[78.] Účastník řízení pomíjí skutečnost, jak vyplývá z rozkladové argumentace, že v případě protinávrhu akcionáře ČR-MF šlo o vnitřní informaci, a to i bez doplňujícího stanoviska představenstva. Podle bankovní rady nemůže být pro emitenta, jehož akcie jsou dlouhodobě obchodovány na regulovaném trhu, právní úprava plnění povinností vztahujících se k nakládání s vnitřními informacemi, kterážto po věcné stránce platí více než 19 let, nová a nepřehledná, stejně tak nedává rozumný smysl namítat překvapivý výklad správního orgánu prvního stupně. Podle bankovní rady není nepřehledný ani skutkový stav. Tuto nepřehlednost spíše účelově vytváří sám účastník řízení řadou prolínajících se a opakujících se rozkladových námitek.

[79.] Jedinou důvodnou námitkou v této části rozkladu shledala bankovní rada námitku vztahující se k závěrečné části výroku I. napadeného rozhodnutí, kdy účastník řízení namítá, že pokuta nemůže nabýt splatnosti, pokud se předpokládá povinnost zaplatit ji do 30 dnů ode dne nabytí právní moci příkazu, když proti němu podal účastník řízení odpor, a ten tak právní moci nenabyl a nabýt nemůže. S ohledem na to přistoupila bankovní rada ke změně dikce o splatnosti pokuty v posledním odstavci výroku I. napadeného rozhodnutí a upravila její splatnost tak, aby nastala do 30 dnů ode dne nabytí právní moci napadeného rozhodnutí. Tato oprava je podle bankovní rady nezbytná, nicméně současně jde o opravu na úrovni písarské chyby (tj. obdoba překlepu v datu). Tato změna současně nepředstavuje změnu výroku, která by znamenala odejmutí instance účastníkovi řízení.

[80.] Pokud jde o návrh účastníka řízení, aby byl uložen mírnější alternativní trest, ten bankovní rada odmítá jako nedůvodný, což blíže odůvodňuje v části II.5 k podrobným rozkladovým námitkám k pokutě, které byly uplatněny v doplnění rozkladu.

II. Doplnění rozkladu

II.1 K údajně nesprávně zjištěnému stavu věci a nesprávnému právnímu posouzení

[81.] *Podle účastníka řízení správní orgán prvního stupně nesprávně posoudil věc, když nesprávně vyložil právní normu a následně ji nesprávně aplikoval na daný skutkový stav, který správní orgán prvního stupně zjistil nedostatečně. V souladu se zásadou materiální pravdy a inkvizičním principem přitom odpovědnost za zjištění skutkového stavu tíží správní orgán.*

[82.] *Účastník řízení měl porušit povinnost podle čl. 17 (1) MAR, který stanoví, že emitent je povinen co nejdříve informovat veřejnost o vnitřních informacích, jež se tohoto emitenta přímo týkají. Dále měl účastník řízení porušit povinnost přestupku podle § 172 odst. 2 ZPKT, kterýžto předpokládá, že povinně zveřejňované informace podle § 127 odst. 2 ZPKT zašle emitent zároveň bezodkladně České národní bance. Podle účastníka řízení nebylo nad vší pochybnost prokázáno naplnění všech znaků skutkových podstat účastníkovi řízení vytýkaných přestupků.*

[83.] Bankovní rada tyto námitky účastníka řízení odmítá jako nedůvodné a odkazuje na vypořádání obdobných námitek obsažených v rozkladu podaném pověřeným zaměstnancem a dále na ně reaguje v rámci vypořádání konkrétních námitek v částech II.2 až II.4 tohoto rozhodnutí o rozkladu.

II.2 K údajně nesprávnému posouzení vnitřní informace a vztah MAR a ZOK

[84.] *Účastník řízení zdůrazňuje, že postupoval při nakládání s protinávrhem akcionáře ČR-MF v souladu s § 361 a násl. ZOK. V tomto kontextu proto setrvává na předchozí argumentaci, podle které mohl protinávrh akcionáře ČR-MF nabýt kvality přesné informace teprve přijetím stanoviska představenstva, bez kterého nebyla informace úplná, dostatečně konkrétní*

a pravdivá. Účastník řízení uvedl, že teprve přijetím stanoviska představenstva, které plní funkci analýzy vnitřních poměrů, vyhodnocuje právní a ekonomickou realizovatelnost a dopady návrhu majoritního akcionáře na účastníka řízení, může být původní informace představovaná Protinávrehem ČR-MF považována za přesnou informaci ve světle právní úpravy, kdy zákon přímo výslovně provazuje zveřejnění protinávruhu a příslušného odůvodněného stanoviska představenstva, obojí ve lhůtě bez zbytečného odkladu, což potvrzuje také judikatura.

[85.] Účastník řízení namítá jako kardinální otázku vztah mezi dvěma právními úpravami, totiž té podle ZOK a podle MAR, který však napadené rozhodnutí adekvátně neobjasňuje. Článek 17 MAR upravuje na unijní úrovni obecnou povinnost kótovaných společností zveřejňovat významné informace, které mají povahu tzv. vnitřních informací podle čl. 7 MAR, přičemž jedním z kumulativních znaků vnitřní informace je její přesnost, tj. jde o informaci přesné povahy. Účelem úpravy MAR tedy není zajistit pouze promptní zveřejnění předmětné informace, ale zároveň a ve stejné míře zajistit, aby informace zásadní pro veřejnost byly zveřejněny v odpovídající kvalitě, která umožní úplné, správné a včasné posouzení informací ze strany veřejnosti (viz čl. 17 odst. 1 MAR). MAR tak normuje (i) jednak zájem na úplném zpřístupnění dané informace, která umožní veřejnosti správné pochopení, jednak (ii) zájem, aby zveřejnění bylo rychlé. Kvalita (tj. podoba a obsah) předmětné informace přitom má být taková, že neohrozí její správné posouzení ze strany veřejnosti. Správní orgán prvního stupně tento znak vnitřní informace zanedbává a soustředí se jen na požadavek rychlého zveřejnění předmětné informace. Dalším aspektem přesnosti vnitřní informace je to, že přesnost má znamenat srozumitelnost pro veřejnost.

[86.] Dále účastník řízení argumentuje úpravou v § 361 a násl. ZOK, která má svůj původ rovněž v unijním právu, když představuje transpozici směrnice 2007/36/ES ze dne 11. 7. 2007 o výkonu některých práv akcionářů ve společnostech s kótovanými akciemi, ve znění pozdějších změn (tzv. Shareholder Rights Directive, proto dále „SHRD“⁷ nebo „směrnice 2007/36/ES“), která v čl. 5 upravuje zveřejňování informací před konáním valné hromady kótované společnosti. Ustanovení § 362 ZOK upravuje způsob zveřejnění protinávruhu akcionáře a požaduje, aby tak bylo učiněno i se stanoviskem představenstva. Jinými slovy, účelem § 362 ZOK je zajistit srozumitelnost zveřejněného protinávruhu pro akcionáře (veřejnost) tím způsobem, že protinávrh je doprovázen stanoviskem představenstva. Účastník řízení v té souvislosti namítá, že pokud připustíme, že protinávrh akcionáře může být za splnění příslušných parametrů MAR tzv. vnitřní informací, z hlediska vnitřní bezrozpornosti a předvídatelnosti právního řádu není přípustné, aby vznikl rozpor v interpretaci obsahu povinností uvedených v čl. 17 MAR a v § 362 ZOK, když obě normy shodně cílí na stejný zájem, tj. zajištění transparentnosti prostřednictvím zveřejnění příslušných informací týkajících se společnosti (zde informací o protinávruhu akcionáře). V souladu s principem vnitřní konzistentnosti a bezrozpornosti právního řádu nemá ze systematického hlediska splnění právní povinnosti uložené jedním právním předpisem zároveň představovat porušení jiné právní povinnosti stanovené jiným právním předpisem.

[87.] Z hlediska výše uvedeného principu vnitřní konzistentnosti právního řádu lze dovodit podle účastníka řízení pouze jediný logický závěr, že ZOK zde má postavení lex specialis ve vztahu k MAR, které má povahu lex generalis. Jinými slovy, pokud MAR v čl. 7 obecně upravuje požadavek přesnosti, jakožto definiční znak vnitřní informace, který návazně čl. 17 odst. 1 MAR specifikuje jako srozumitelnost takové informace (možnost úplného a správného posouzení veřejností) při zveřejnění, potom § 362 ZOK speciálně upravuje požadavek

⁷ Podle zkráceného anglického názvu směrnice „Shareholder Rights Directive“, oficiální znění v anglickém jazyku zní: Directive 2007/36/ES on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies.

přesnosti informace v případě zveřejnění protinávrhu akcionáře (v podobě protinávrhu a stanoviska).

[88.] *Obě právní normy, MAR i ZOK, chrání podle účastníka řízení stejný zájem, tj. zveřejnění pro veřejnost podstatných informací o akciové společnosti, a to (i) v odpovídající kvalitě a kontextu, (ii) včasně. Protinávry akcionářů jsou speciálním typem informací vznikajících ve specifické situaci, přičemž nutno je vnímat v kontextu návrhů a programu valné hromady, časového rámce, dalších protinávrhů akcionářů a aktuálních vnitřních a ekonomických poměrů dané společnosti. Vzhledem k úplné absenci správní a soudní praxe pro tento typ případů, je nutné k hodnocení dané věci a k výkladu MAR a ZOK přistupovat obezřetně a zdrženlivě, neboť mají precedenční povahu.*

[89.] *Z důvodů shora uvedených je zjevné, že v případě protinávrhu akcionáře ČR-MF se nejednalo o zcela triviální posouzení jeho dopadu na hospodaření, likviditu a činnost účastníka řízení, proto bylo nezbytné připravit analýzami dobře podložené stanovisko představenstva, aby byla akcionářům a trhu poskytnuta úplná informace. Účastník řízení opětovně odkazuje na své předchozí podání a namítá, že v napadeném rozhodnutí absentují úvahy správního orgánu prvního stupně vedoucí k závěru, že protinávrh akcionáře ČR-MF splňoval znak vnitřní informace v tom ohledu, že pokud by byl zveřejněn, měl by pravděpodobně významný dopad na cenu finančních nástrojů.*

[90.] Bankovní rada odmítá tyto námitky účastníka řízení jako nedůvodné.

[91.] Bankovní rada souhlasí s účastníkem řízení, že hodnocením protinávrhu akcionáře, v daném případě protinávrhu akcionáře ČR-MF, z hlediska jeho ekonomické realizovatelnosti a dopadů na účastníka řízení se zabývá právě stanovisko vedení (představenstva) společnosti. V komentáři k ZOK se k tomu uvádí: „Zaujetím stanoviska k (proti)návrhu je třeba rozumět zejména posouzení, zda (a proč) je jeho přijetí pro společnost výhodnější než návrh v původní podobě, popřípadě než pouhé projednání záležitosti zařazené na pořad valné hromady bez přijetí usnesení.“⁸. Nicméně z hlediska předmětného protiprávního jednání účastníka řízení a přestupku, kterého se dopustil, bylo pro posuzování správního orgánu prvního stupně zásadní to, zda protinávrh akcionáře ČR-MF splňuje definiční znaky vnitřní informace, tak jak jsou uvedeny v čl. 7 MAR. Správní orgán prvního stupně a ve shodě s ním i bankovní rada dospěla k závěru, že znaky vnitřní informace byly u protinávrhu akcionáře ČR-MF splněny, přičemž napadené rozhodnutí obsahuje vyčerpávající odůvodnění tohoto závěru, viz zejména část F. napadeného rozhodnutí. Klíčové jsou v té souvislosti závěry správního orgánu prvního stupně, že protinávrh akcionáře ČR-MF byl dostatečně přesný a konkrétní ve smyslu čl. 7 (2) MAR, a to i bez stanoviska představenstva. Bankovní rada odkazuje také na podrobné vypořádání obdobných námitek účastníka řízení v části I.3 tohoto rozhodnutí o rozkladu.

[92.] Bankovní rada doplňuje, že zákon o obchodních korporacích zveřejnění protinávrhů nepodmiňuje současným zveřejněním odůvodněného stanoviska představenstva, jak nesprávně a účelově tvrdí účastník řízení. Podle bankovní rady totiž protinávrh akcionáře a stanovisko představenstva k němu nemusejí být uveřejněny současně v tentýž okamžik (viz také bod 71 napadeného rozhodnutí). Tento názor potvrzuje dle správního orgánu prvního stupně i komentář k ustanovení § 362 ZOK,⁹ podle kterého: „**Je-li (proti)návrh doručen společnosti pět a více dnů před zasedáním valné hromady**, společnost (proti)návrh umístí na své webové stránky, představenstvo či správní rada k němu bez zbytečného odkladu po jeho doručení zaujmou stanovisko a (taktéž bez zbytečného odkladu) uveřejní na webových

⁸ Viz Šuk, P. in Štenglová, I., Havel, B., Čileček, F., Kuhn, P., Šuk, P. Zákon o obchodních korporacích. Komentář. 3. vydání. Praha: C. H. Beck, 2020, s. 718 – 721.

⁹ Viz Šuk, P. tamtéž.

stránkách společnosti i své stanovisko. Lhůtou bez zbytečného odkladu, určenou jak pro uveřejnění (proti)návrhu na webových stránkách společnosti, tak i pro zaujetí stanoviska a jeho následné umístění na webové stránky společnosti, se rozumí lhůta nezbytně nutná k tomu, aby bylo možné uvedené povinnosti splnit (obecně k povaze lhůty ‚bez zbytečného odkladu‘ srov. NS 29 Cdo 2970/2013). **Pro umístění (proti)návrhu zpravidla nepřekročí řádově hodiny, pro zaujetí stanoviska a jeho následné umístění na webové stránky by nemělo být zapotřebí více než řádově jeden až dva dny** (podle poměrů společnosti, zejména počtu členů představenstva či správní rady a pravidel pro jejich zasedání a rozhodování, popřípadě i podle obsahu návrhu nebo protinávrhu či jeho odůvodnění).“.

[93.] Bankovní rada konstatuje, že nepovažuje za důvodné námitky týkající se postavení zákona o obchodních korporacích ve vztahu k nařízení MAR. Podle bankovní rady je vztah těchto dvou předpisů právě opačný než vztah uváděný účastníkem řízení a v této věci bankovní rada odkazuje na bod 71 napadeného rozhodnutí, se kterým souhlasí.

[94.] Bankovní rada zdůrazňuje, že obecným právním předpisem je naopak ZOK a k němu je v pozici *lex specialis* (tj. v pozici zvláštního k obecnému) MAR. Je tomu tak proto, že ZOK představuje obecnou a soukromou obchodně-právní úpravu, upravuje obecné formy obchodních korporací, orgány těchto korporací a pravidla jejich jednání. Naproti tomu MAR představuje veřejnoprávní úpravu, která se použije pouze na emitenty, jejichž cenné papíry byly přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu, a pro které tak platí zvláštní a poměrně přísná pravidla týkající se mimo jiné přijetí k obchodování nebo uveřejňování pravidelných a průběžných informačních povinností, jakož i další pravidla, která pro běžné obchodní společnosti neplatí. Například zákon č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí, ve znění pozdějších předpisů (dále „zákon o nabídkách převzetí“ nebo jen „ZoNP“) platí v zásadě také jen pro společnosti, jimiž vydané účastnické cenné papíry byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu (tedy pro kótované společnosti) a je všeobecně přijímáno, že jde o zákon zvláštní vůči ZOK. Pro případ výkladové nejasnosti ohledně vztahu obecného a zvláštního (srov. vztah pravidel pro nakládání s vnitřními informacemi obsažených v § 8 ZoNP a pravidel pro vnitřní informace v ZPKT a nařízení MAR) stanoví § 9 odst. 4 ZoNP, že zákonem o nabídkách převzetí nejsou dotčeny povinnosti stanovené na ochranu před zneužíváním trhu. Tedy právní úprava v ZoNP není způsobilá negovat pravidla pro nakládání s vnitřními informacemi v ZPKT a MAR.

[95.] Dále bankovní rada konstatuje, že právní úpravy ZOK a MAR spolu nekolidují, přinejmenším ne v případě právě posuzovaném, kdy není žádného rozporu mezi interpretací povinností stanovených v čl. 17 MAR a v ustanovení § 362 ZOK. Bankovní rada zejména odmítá, že by splnění právní povinnosti uložené jedním právním předpisem (MAR) zároveň představovalo porušení právní povinnosti stanovené jiným právním předpisem (ZOK). Oba předpisy totiž sledují částečně stejné (např. transparentnost), ale též značně rozdílné cíle. Cílem směrnice SHRD, která byla transponována mj. do ustanovení § 362 ZOK, je posílit práva akcionářů ve společnostech s kótovanými akciemi tím, že jim mj. budou včas před konáním valné hromady poskytnuty pro jejich rozhodování relevantní informace a tam, kde je to možné, též se stanoviskem statutárního orgánu, resp. představenstva. Naproti tomu cílem MAR je zajistit integritu finančních trhů v EU, zlepšit ochranu investorů a posílit důvěru v tyto trhy, jak je ostatně vyjádřeno v čl. 1 MAR. Z ustanovení § 362 ZOK přitom nevyplývá a nelze tedy dovodit, že protinávrhy akcionářů musí být uveřejněny až spolu se stanoviskem vedení společnosti.

[96.] Bankovní rada cituje ve vztahu k účelu právní úpravy také z recitálu 5 MAR: „S cílem odstranit zbývající překážky obchodování a závažná narušení hospodářské soutěže mající za následek rozdílnost práva členských států a zamezit vznikání případných dalších překážek

obchodování a závažných narušení hospodářské soutěže je nezbytné přijmout nařízení, kterým se stanoví jednotnější výklad právní úpravy Unie týkající se zneužívání trhu, jenž jasněji vymezuje pravidla, která budou platit ve všech členských státech. Vezmou-li na sebe požadavky týkající se zneužívání trhu formu nařízení, mělo by být zajištěno, že tyto požadavky jsou přímo uplatnitelné. Tím by měly být zajištěny jednotné podmínky, neboť se zamezí vzniku rozdílných vnitrostátních požadavků vlivem provedení směrnice. Toto nařízení bude vyžadovat, aby se všechny osoby v celé Unii řídily stejnými pravidly. Rovněž sníží složitost regulačních pravidel a náklady firem na jejich plnění, a to především pro podniky působící v přeshraničním styku, a přispěje k zamezení narušení hospodářské soutěže.“.

[97.] Relevantní pro věc je také směrnice (EU) 2017/828, kterou se mění směrnice 2007/36/ES (dále „novela směrnice SHRD“). Podle recitálu 54 novely směrnice SHRD platí, že „This Directive is without prejudice to the provisions laid down in any sector-specific Union legislative act regulating specific types of company or specific types of entity, such as credit institutions, investments firms, asset managers, insurance companies and pension funds. **The provisions of any sector-specific Union legislative act should be considered to be *lex specialis* in relation to this Directive.**“ (text zvýrazněn bankovní radou). Bod 4) novely směrnice SHRD vkládá do SHRD vedle dalších také čl. 9c odst. 9, který výslovně – pro odstranění případných pochybností – upravuje, že tímto článkem nejsou dotčena pravidla pro uveřejňování vnitřních informací podle čl. 17 nařízení MAR. Tedy i právní úprava v SHRD potvrzuje, že zvláštní pravidla v MAR nejsou nikterak modifikována pravidly SHRD. Z toho plyne, že nemohou být modifikována ani ZOK, který SHRD, včetně jejích pozdějších změn, transponuje do českého práva. Současně z dikce recitálu 54 novely SHRD a čl. 9c odst. 9 SHRD, ve znění novely směrnice SHRD jednoznačně plyne, že zvláštním je MAR vůči ZOK a nikoliv naopak.

[98.] S ohledem na vše shora uvedené je i v tomto případě podle bankovní rady (tentokrát ohledně vztahu ZOK a MAR) konstruován účastníkem řízení účelově složitý právní stav s dovětkem, že má být k věci přistupováno obezřetně a uvážlivě, neboť jde o precedenční rozhodnutí. Oním obezřetným a pečlivým přístupem má přitom být upuštění od uložení pokuty a uložení alternativního trestu, jak vyplývá z podaného rozkladu. Bankovní rada souhlasí s účastníkem řízení, že je třeba při výkladu práva postupovat obezřetně a pečlivě, k tomu však správní orgán prvního stupně přistoupil a činí tak i bankovní rada. Nesouhlasí ovšem s tím, že by v tomto případě byla dána složitost věci v důsledku nejasného vztahu ZOK a MAR, ani že by šlo o precedentní případ ve smyslu namítaném účastníkem řízení.

[99.] Bankovní rada v souvislosti s námitkami účastníka řízení konstatuje, že námitky účastníka řízení svědčí o tom, že nezacházel s informací o protinávru akcionáře ČR-MF jako s vnitřní informací, ač tak činit měl. To je poměrně zarážející, když účastníkem řízení je velká kótovaná společnost, která má odpovídající personální a finanční zázemí a kvalifikované právní zástupce. K tomu srov. tvrzení účastníka řízení v jiné části rozkladu, podle kterých odklad uveřejnění byl dán zejména potřebou získání všech relevantních podkladů a informací pro důkladnou interní analýzu dopadů protinávru akcionáře ČR-MF, provedení nezbytného vyhodnocení příslušnými organizačními útvary a orgány účastníka řízení a zajištění realizace souvisejících procedurálních postupů. Jde tady o tvrzení na jedné straně potvrzující to, že účastník řízení nevyhodnotil vnitřní informaci jako vnitřní, ale také na straně druhé potvrzující to, že s informací, která nebyla vyhodnocena jako vnitřní, nebylo následně ani odpovídajícím způsobem nakládáno. Srovnej v té souvislosti tvrzení účastníka řízení, ze kterého vyplývá, že k protinávru ČR-MF byl zajištěn přístup pro relevantní organizační útvary účastníka řízení, aniž by ale byla současně důvěrnost informace odpovídajícím a právem souladným způsobem chráněna (když protinávrh akcionáře ČR-MF nepovažoval účastník řízení za vnitřní informaci).

II.3 K údajně nesprávnému výkladu pojmů „co nejdříve“ a „bezodkladně“

[100.] Účastník řízení nesouhlasí s právním závěrem správního orgánu prvního stupně ohledně výkladu pojmu „co nejdříve“ podle čl. 17 (1) MAR a „bezodkladně“ podle § 127 odst. 2 ZPKT v kontextu posuzovaného případu. Účastník řízení namítá, že jde o neurčité pojmy, kdy je na uvážení správního orgánu prvního stupně, aby zhodnotil, zda konkrétní situace patří do rozsahu těchto pojmů, a to při dodržení zákonných zásad pro jeho činnost.

[101.] Účastník řízení namítá, že pro interpretaci pojmu uvedeného v MAR (lhůta „co nejdříve“) je třeba analogicky použít v českém právním řádu lhůtu „bez zbytečného odkladu“, když platí, že i pro tuto posléze uvedenou lhůtu nestanoví právní řád její délku a posuzuje se vždy podle okolností konkrétního případu. Konstantní judikatura nejvyšších soudů přitom uvádí, že pojem „bez zbytečného odkladu“ je pojmem, který se vyskytuje jak v předpisech soukromého práva, tak ve veřejném právu, a je třeba jej vykládat vždy s ohledem na konkrétní případ, neboť takto určená lhůta přímo neurčuje konkrétní časový okamžik. Nejvyšší správní soud se přitom opakovaně klání k názoru, že se jedná o lhůtu v řádu dnů, maximálně týdnů, v co nejkratším časovém úseku, přičemž v praxi je nutno tento pojem vykládat podle konkrétního případu (tedy „ad hoc“) v závislosti od účelu, který chce zákonodárce konkrétním ustanovením za pomoci tohoto pojmu dosáhnout.

[102.] Účastník řízení namítá, že se napadené rozhodnutí též nezabývá hodnocením přiměřeného časového úseku v podmínkách tohoto konkrétního případu, zejména specifických vnitřních poměrů a situace účastníka řízení, relevantních vnějších okolností, složitosti případu a nastalé situace, a to v plném kontextu uvedených skutečností. Správní orgán prvního stupně tak zcela opomíjí nutnost shromáždění a zkompletování podkladů či vyjádření potřebných pro posouzení protinávru akcionáře ČR-MF ze strany účastníka řízení tak, aby mohl poskytnout veřejnosti dostatečnou, úplnou a srozumitelnou informaci o povaze a dopadech protinávru akcionáře ČR-MF na situaci a postavení účastníka řízení. Zejména nezohledňuje náročnost získání všech relevantních podkladů a informací pro důkladnou interní analýzu dopadů protinávru akcionáře ČR-MF, provedení nezbytného vyhodnocení příslušnými organizačními útvary a orgány účastníka a zajištění realizace souvisejících procedurálních postupů. Účastník řízení zdůrazňuje, že veškerý čas až do zveřejnění stanoviska představenstva byl plně využit pro přípravu jednání představenstva, přičemž popisuje postup po obdržení protinávru akcionáře ČR-MF až do zveřejnění tohoto protinávru se stanoviskem představenstva.

[103.] Účastník řízení namítá, že se v napadeném rozhodnutí argumentuje, že účastník řízení zveřejňoval v minulosti některé informace v řádu hodin. Účastník řízení ale upozorňuje, že příklady uváděné v napadeném rozhodnutí se týkají právě doby mezi schválením stanoviska představenstvem a jeho publikací, nikoliv však doby mezi vznikem prvotního impulzu k tomu, že představenstvo bude projednávat stanovisko (tj. obdržení protinávru účastníkem či vzniku jiného podnětu) a publikací dané záležitosti. V tomto kontextu tak i samotný správní orgán prvního stupně dává za pravdu argumentaci účastníka řízení, když lhůtu „bez zbytečného odkladu“ v kontextu posuzovaného případu vztahuje právě na dobu vymezenou okamžikem schválení stanoviska představenstvem a okamžikem jeho zveřejnění.

[104.] Účastník řízení odkazuje opětovně na § 362 odst. 1 ZOK a zdůrazňuje, že zákon předpokládá, že proces přípravy stanoviska představenstva může, a to zcela důvodně, trvat několik dnů. Lhůta od obdržení protinávru akcionáře a přípravy a zveřejnění stanoviska představenstva je tak poměrně krátká – v jednotkách dnů. Vzhledem ke konstrukci § 362 odst. 1 ZOK se protinávru akcionáře a stanovisko představenstva k němu nedají posuzovat odděleně, neboť společně tvoří úplnou informaci. V tomto kontextu je požadavek správního orgánu prvního stupně na uveřejnění vnitřní informace v řádu hodin neudržitelný.

[105.] Bankovní rada považuje i tyto námitky účastníka řízení za nedůvodné, přestože jinak souhlasí s tím, že je třeba lhůtu „bez zbytečného odkladu“ podle § 127 odst. 2 ZPKT, resp. lhůtu „co nejdříve“ podle MAR, vykládat vždy s ohledem na okolnosti konkrétního případu, když takto vymezená lhůta přímo neurčuje konkrétní časový okamžik. Nesouhlasí však, že by v tomto případě mělo jít o lhůtu v řádech dnů a týdnů, jak namítá účastník řízení. Bankovní rada konstatuje, že lhůta pro umístění protinávru akcionáře na internetové stránky emitenta má být počítána nejvýše v řádu hodin, nedojde-li k odkladu uveřejnění vnitřní informace za podmínek stanovených MAR nebo nejsou-li dány jiné výjimečné okolnosti.

[106.] Ke lhůtě „bez zbytečného odkladu“ doplňuje bankovní rada odkaz na rozhodnutí NS 29 Cdo 20970/2013 ze dne 22. 9. 2015: „V rozsudku ze dne 10. prosince 2013, sp. zn. 32 Cdo 2484/2012, Nejvyšší soud (s odkazem na dříve vydaná rozhodnutí Nejvyššího soudu, Ústavního soudu a Nejvyššího správního soudu) **formuloval a odůvodnil závěr, podle něhož z časového určení bez zbytečného odkladu je třeba dovodit, že jde o velmi krátkou lhůtu, již je míněno bezodkladné, neprodlené, bezprostřední či okamžité jednání směřující ke splnění povinnosti či k učinění právního úkonu či jiného projevu vůle, přičemž doba trvání lhůty bude záviset na okolnostech konkrétního případu.** V každém konkrétním případě je třeba vždy zkoumat, zda dlužník bezodkladně využil všechny možnosti pro splnění této povinnosti, případně jaké skutečnosti mu v tom bránily. Zásadně jde o lhůtu v řádu dnů, maximálně týdnů, v co nejkratším časovém úseku, přičemž v praxi je nutno tento pojem vykládat **podle konkrétního případu v závislosti od účelu, který chce zákonodárce konkrétním ustanovením za pomoci takto určené lhůty dosáhnout.**“ (text zvýrazněn bankovní radou).

[107.] Bankovní rada zdůrazňuje, že v případě lhůty „co nejdříve“ jde o výklad přímo účinného nařízení upravujícího pravidla proti zneužití trhu (MAR). Lhůta „bez zbytečného odkladu“, na kterou slovem „bezodkladně“ odkazuje § 127 odst. 2 ZPKT, tak musí být vykládána eurokonformně v souladu se smyslem nařízení MAR. „Trhem“ v nařízení MAR je míněn kapitálový trh, na kterém dochází k rychlému přenosu informací, a kdy tento trh je velmi citlivý na různé informace týkající se emitentů, jejich hospodaření, plánovaných korporátních změn, včetně změn vlastnické struktury (nabídky převzetí, přeměny, spojování soutěžitelů apod.) a je velmi citlivý i na informace týkající se výplaty dividend, tím spíše, jsou-li investorské veřejnosti známy dobré hospodářské výsledky předmětné kótované společnosti. Podstatné je tedy při výkladu lhůty „bezodkladně“ pamatovat na účel sledovaný evropským zákonodárcem a vykládat tuto lhůtu tak, aby byla consistentní s MAR a odpovídala uveřejnění „co nejdříve“, nejde-li o případy, kdy jsou dány důvody pro odklad uveřejnění informace.

[108.] K výkladu lhůty v MAR bankovní rada odkazuje na rozsudek ve věci Fair Credit International, SE, č. j. 7 Afs 230/2023-78 ze dne 24. 4. 2023, kde NSS konstatoval: „Městský soud svůj závěr dovodil s ohledem na koherentní výklad výrazu ‚neoprávněný prospěch‘ podle zákona o bankách s českými trestněprávními předpisy (a k nim přijatou judikaturou Nejvyššího soudu v trestních věcech). **Městskému soudu lze jistě přisvědčit, že stejné výrazy obsažené v právním řádu by měly být vykládány souladně, aby byla zachována pojmová jednota a bezrozpornost použitých právních termínů. Tento požadavek však platí pro výklad stejných výrazů stanovených v rámci stejného systému práva.** Ustanovení § 36c odst. 9 písm. e) zákona o bankách je nicméně transpozicí čl. 66 odst. 2 písm. e) směrnice CRD IV do českého právního řádu. Kritérium „neoprávněného prospěchu“ podle § 36c odst. 9 písm. e) zákona o bankách tak do českého právního řádu transponuje požadavek vyjádřený ve směrnici výrazem ‚výhoda‘ (tedy ‚benefit‘/ ‚der Nutzen‘/ ‚l’avantage‘). **Pojmy užívané v předpisech unijního práva přitom mají autonomní, na vnitrostátním právu nezávislý význam. Nelze jim tak automaticky přisuzovat smysl, který jim běžně přikládá vnitrostátní právo.**“ (text zvýrazněn bankovní radou). V tomto smyslu je nezbytné vykládat

lhůtu „co nejdříve“, jako lhůtu požadující uveřejnění „neprodleně“ či „ihned“ (srov. dikci „**immediate**“ v čl. 17 odst. 4 nařízení MAR).

[109.] Pokud účastník řízení předkládá judikaturu, ze které lze dovodit požadavek na posouzení konkrétních okolností případu, ale následně kategoricky dovozuje, že v jiných (konkrétně nijak nespecifikovaných) případech NSS chápe lhůtu bez zbytečného odkladu jako lhůtu v řádech dnů a týdnů, je sám účastník řízení v argumentaci nekonsistentní a přehlíží také evropský rozměr právní úpravy (tedy, že je nutné v souladu s požadavky kladenými NSS na výklad neurčitých právních pojmů v evropském právu použít výklad eurokonformní).

[110.] K historickému výkladu potvrzujícímu závěry správního orgánu prvního stupně v napadeném rozhodnutí ohledně lhůt „bez zbytečného odkladu“ a „co nejdříve“ dále bankovní rada odkazuje na bod 76 tohoto rozhodnutí o rozkladu.

[111.] Bankovní rada považuje za účelovou a nekonsistentní argumentaci účastníka řízení, když tvrdí, že správní orgán prvního stupně v napadeném rozhodnutí údajně nevzal v úvahu konkrétní okolnosti případu, přičemž následně účastník řízení namítá, že v napadeném rozhodnutí (viz bod 81 napadeného rozhodnutí) správní orgán prvního stupně argumentuje konkrétními případy, ve kterých měl v minulosti účastník řízení zveřejňovat vnitřní informace v řádu hodin. To však podle bankovní rady naopak potvrzuje, že správní orgán prvního stupně velmi pečlivě posoudil otázku hodnocení přiměřeného časového úseku v podmínkách konkrétního případu, specifických vnitřních poměrů a situace účastníka řízení. Tedy dovodil, že účastník řízení, ač v jiných případech, je schopen skutečně v zásadě ihned, tj. nejvýše v řádu hodin, uveřejnit vnitřní informaci, ale v případě protinávru akcionáře ČR-MF tak nečinil, a to z důvodu, že informaci nevyhodnotil jako vnitřní. To činí argumentaci účastníka řízení týkající se výkladu lhůt poněkud nevěrohodnou, neboť v jiných případech, kdy vyhodnotil informaci jako vnitřní, vykládal předmětné lhůty [lhůty podle § 127 odst. 2 ZPKT a čl. 17 (2) MAR] v zásadě obdobně jako správní orgán prvního stupně. Protinávrh akcionáře ČR-MF podle bankovní rady naplňoval znaky vnitřní informace i bez stanoviska představenstva, a tak měla být informace uveřejněna účastníkem řízení neprodleně, ihned, co nejdříve, bezodkladně, v každém případě však spíše jen v řádu několika málo hodin.

II.4 K údajnému porušení zásad správního řízení a správního trestání

[112.] *Účastník řízení namítá porušení zákonných zásad činnosti správního orgánu, mezi kterými je zejména zásada presumpce neviny, zásada v pochybnostech ve prospěch obviněného (in dubio pro reo), zásada materiální pravdy, zásada zákonnosti, zásada zákazu zneužití práva, zásada legitimního očekávání, a zmiňuje i princip vyšetřovací. Dále odkazuje na zásadu ultima ratio při určení sankce a zásadu zákazu libovůle. K tomu navíc odkazuje na ústavně právní a zákonný základ těchto zásad a vysvětluje jejich význam, včetně odkazů na relevantní judikaturu.*

[113.] *Následně účastník řízení konstatuje, že k porušení těchto zásad došlo už při zahájení řízení, konkrétně vydáním příkazu, čímž mělo a priori dojít ke konstatování viny účastníka řízení. Další předpojatost lze spatřovat v tom, že důkazy a další skutečnosti zjištěné v průběhu řízení nebyly v napadeném rozhodnutí zohledněny. V bodě 51 doplnění rozkladu účastník řízení namítá, že v takto složitém případě s nutností objasnit skutkový stav, nemělo vydání příkazu místo. Závěr o jednoduchosti řízení popírá i doba, kdy správní orgán prvního stupně vytvářel předběžný názor na věc a následně doba vedení správního řízení do vydání napadeného rozhodnutí. Účastník řízení v té souvislosti napadá jako překvapivé závěry v bodě 79 napadeného rozhodnutí, které odkazují na vyhodnocení právní úpravy a skutkových zjištění už ve vydaném příkazu.*

[114.] Účastník řízení opětovně zdůrazňuje, že napadené rozhodnutí je vůbec prvním řízením, ve kterém je ukládána pokuta na základě interpretace MAR pro tento typ jednání, aniž by existoval podklad v dřívější rozhodovací praxi. Přesto správní orgán prvního stupně přistoupil k uložení pokuty. V souvislosti s porušením zásady legitimního očekávání odkazuje účastník řízení na body 60, 106 a 142 napadeného rozhodnutí.

[115.] Porušení zásady materiální pravdy a vyšetřovací zásady demonstruje účastník řízení ve druhém odstavci bodu 28 ve spojení s bodem 110 napadeného rozhodnutí, v němž správní orgán prvního stupně toliko spekuluje o dopadu protinávru akcionáře ČR-MF na cenu akcií. Dále také odkazuje na bod 69 napadeného rozhodnutí, ve kterém, aniž by se správní orgán prvního stupně zabýval povahou stanoviska představenstva, přesto dovozuje, že toto stanovisko plní funkci toliko poradní.

[116.] Účastník řízení odkazuje v souvislosti se zásadami zákonnosti a zásadou zákazu zneužití práva na judikaturu, která kategoricky vyžaduje, aby z odůvodnění správního rozhodnutí bylo jednoznačně seznatelné, jakými konkrétními úvahami se správní orgán řídil při hodnocení důkazů a jaké úvahy jej vedly k uložení sankce ve formě pokuty v konkrétní výši.

[117.] Správní orgán prvního stupně se údajně neměl zcela vypořádat s tvrzením účastníka řízení týkajícím se manipulace, s tím, že není zcela přiléhavé (bod 63 napadeného rozhodnutí). Obdobně bez bližšího odůvodnění komentuje bod 71 napadeného rozhodnutí, kde se opakovaně hodnotí protinávru akcionáře ČR-MF jako informace splňující kvalitu vnitřní informace. Dále je dle účastníka řízení neodůvodněný bod 82 napadeného rozhodnutí, ve kterém se odmítá podrobné zdůvodnění účastníka řízení k prodlevě se zveřejněním informace, nebo dále bod 125 napadeného rozhodnutí.

[118.] Dále účastník řízení odkazuje také na zásadu volného hodnocení důkazů s tím, že s pomocí judikatury vysvětluje její obsah, a zejména odmítá, že by bylo na správním orgánu, aby si vybral, které důkazy provede a které nikoli. Přijmutí či odmítnutí každého důkazu musí být zdůvodněno. V té souvislosti účastník řízení namítá vágní odůvodnění napadeného rozhodnutí a nevypořádání jeho námitek. K tomu cituje z bodů 30, 71, 81 a 83 napadeného rozhodnutí.

[119.] Bankovní rada odmítá i tyto námitky účastníka řízení jako nepřipadné a nedůvodné. Účastník řízení v této části doplnění rozkladu předkládá jednak přehled zásad správního řízení a správního trestání, včetně odkazů na prameny práva, doktrinální výklady a judikaturu, jednak namítá nedostatečnost odůvodnění napadeného rozhodnutí. Pokud jde o obecné výklady účastníka řízení, ty bankovní rada považuje v zásadě za správné, naopak za nedůvodnou považuje aplikaci účastníkem řízení popsaných zásad na konkrétní právě posuzovaný případ.

[120.] Bankovní rada odmítá spekulativní a ničím neodůvodněný závěr, že zásady činnosti správního orgánu byly porušeny tím, že došlo k zahájení správního řízení příkazem. Pokud by tomu tak bylo, ustanovení § 150 správního řádu upravující příkaz by bylo obsolentním a protiústavním, což zjevně není. Příkaz je možné podle § 150 správního řádu vydat, považuje-li správní orgán **skutková zjištění za dostatečná**. Účastník řízení v doplnění rozkladu dále dospívá k závěru, že se tato forma rozhodnutí uplatní v zásadě jen ve zjednodušeném správním řízení a že v jeho případě nebyly splněny základní podmínky pro vydání, neboť nelze hovořit ani o jednoduchosti správního řízení, ani o dostatečně zjištěném skutkovém stavu. Ovšem podle bankovní rady § 150 správního řádu upravuje jen jednu podmínku, a to že skutkový stav je dostatečně zjištěn. To není totéž, co účastníkem řízení namítaná jednoduchost řízení nebo jednoduchost skutkového stavu. Skutkový stav pak byl podle bankovní rady zjištěn správním orgánem prvního stupně dostatečně.

[121.] Bankovní rada připouští, že v případech týkajících se zneužívání trhu, tj. porušení MAR, by bylo na místě i v případech, kdy je dostatečně zjištěn skutkový stav (jako v případě účastníka řízení) raději volit formu oznámení o zahájení řízení. Je tomu však z důvodu vhodnosti, neboť u přestupku s horní sazbou pokuty ve výši 75 000 000 Kč lze očekávat vysokou typovou závažnost, a tedy v návaznosti na konkrétní závažnost a konkrétní okolnosti případu lze zpravidla předpokládat uložení i relativně vysoké sankce, která obvykle povede přestupce k podání odporu, což následně znamená zahájení správního řízení. Toto ostatně potvrzuje také správní praxe správního orgánu prvního stupně, která je bankovní radě známá, a vyvrací tak námitku účastníka řízení o předpojatosti správního orgánu prvního stupně vůči účastníkovi řízení.

[122.] Účastník řízení opakovaně v různých souvislostech namítá precedentní povahu případu. Bankovní rada k tomu opakovaně zdůrazňuje, že ačkoli je nařízení MAR poměrně novým právním předpisem, povinnosti, které jsou v něm obsaženy, byly na kapitálovém trhu, minimálně, pokud jde o nakládání s vnitřními informacemi, obsaženy též v dřívější právní úpravě v ZPKT, která transponovala do českého práva směrnici MAD (viz bod 76 tohoto rozhodnutí o rozkladu) a tyto povinnosti jsou i v nové právní úpravě, která je obsažena v ZPKT a MAR.

[123.] Pokud jde o námitku účastníka řízení ohledně údajných spekulací stran ceny akcií obchodovaných na BCPP ze strany správního orgánu prvního stupně v bodě 28 a 110 napadeného rozhodnutí, konstatuje bankovní rada, že podmínkou pro to, aby informace byla považována za vnitřní, **je pravděpodobný významný dopad na cenu, tedy kurzotvorný potenciál**. Ke kurzotvornému potenciálu se bankovní rada vyjádřila již výše v části I.3 tohoto rozhodnutí o rozkladu, kde vypořádala obdobnou rozkladovou námitku uplatněnou pověřeným zaměstnancem účastníka řízení. Ke znaku významného dopadu na cenu se vyjádřila bankovní rada v bodě 57 tohoto rozhodnutí o rozkladu a dále k němu bankovní rada konstatuje, že je nutno vycházet z dikce čl. 7 (4) MAR a významnost dopadu je nutno posuzovat ve vztahu k relevantnosti pro rozhodnutí potenciálního racionálního investora. Přičemž o významnosti nesvědčí bez dalšího pohyb kurzu *ex post*. V konkrétním případě účastníka řízení byla významnost pro rozhodování racionálního investora dána tím, že protinávrh vzešel od majoritního akcionáře, jehož protinávry byly v minulosti obvykle na valné hromadě schváleny. Z hlediska transparency trhu lze účastníkovi řízení vytknout, že investorům nebylo známo, co je obsahem protinávru akcionáře ČR-MF, resp. jakou novou výši dividendy majoritní akcionář navrhuje. Je tady podle bankovní rady dána jistá podobnost s dříve popsáním případem Motejlek, kdy byly zveřejněny určité komentáře odkazující na rozhovor se členem voleného orgánu, které vedly ke spekulacím na růst ceny finančního nástroje na trhu, aniž by v rozhovoru relevantní informace vedoucí racionálního investora k nákupu zazněla. V případě účastníka řízení v návaznosti na informaci o existenci protinávru akcionáře ČR-MF stran výplaty dividendy došlo při dopoledním obchodování dne 20. 6. 2022 k výkyvům cen způsobeným zjevně spekulacemi, které po zveřejnění parametrů tohoto protinávru opadly. Jde tedy o to, že informace o protinávru ČR-MF měla významný potenciál vést k investičnímu rozhodnutí racionálního investora, tj. v případě vyšší než očekávané dividendy vést k růstu cen akcií účastníka řízení, a naopak (vést investora k pozici prodat nebo držet, když se informace nepotvrdily, resp. když růst ceny byl nižší a kompenzovaný dále odloženou splatností).

[124.] Polemika o tom, zda má stanovisko představenstva podle ZOK poradní povahu, či nikoli (viz námitky účastníka řízení proti bodu 69 napadeného rozhodnutí), není relevantní. Pro věc je totiž podstatná otázka, zda protinávrh akcionáře ČR-MF měl sám o sobě (bez stanoviska představenstva) povahu vnitřní informace. Shora v tomto rozhodnutí o rozkladu dospěla bankovní rada k tomu, že protinávrh akcionáře měl povahu vnitřní informace a že

v tomto směru jsou závěry správního orgánu prvního stupně správné. Pro věc není podstatná povaha stanoviska představenstva, ale to, zda bylo nutné, aby toto stanovisko bylo nezbytně publikovat s protinávrhem akcionáře ČR-MF, aby vnitřní informace byla vůbec konstituována, jak namítá účastník řízení. V tomto směru jsou úvahy správního orgánu prvního stupně v napadeném rozhodnutí správné a dostatečné.

[125.] Pokud jde o judikaturu soudů týkající se požadavků na odůvodnění správních rozhodnutí, odkazuje bankovní rada na bod 49 tohoto rozhodnutí o rozkladu. K bodu 31 napadeného rozhodnutí bankovní rada konstatuje, že je dostatečně určitý, neboť jde o poslední bod v části F. Hodnocení skutkových zjištění a závěr je činěn právě až v návaznosti na tato skutková zjištění, nikoli izolovaně bez odůvodnění nebo jen v návaznosti na graf uvedený nad bodem 31 napadeného rozhodnutí. Pokud jde o námitku stran formulace bodu 63 napadeného rozhodnutí, podle bankovní rady je zde uvedené vypořádání námítky účastníka řízení sice stručné, ale dostatečné. Ohledně bodu 71 napadeného rozhodnutí a vztahu právní úpravy v ZOK a MAR se vyjádřil správní orgán prvního stupně sice poněkud stručně, nicméně jeho odůvodnění doplnila bankovní rada v části II.2 bodech 94 až 98 tohoto rozhodnutí o rozkladu. Bod 82 napadeného rozhodnutí, kde správní orgán prvního stupně reaguje na důvody, které vedly účastníka řízení k neuveřejnění protinávrhu akcionáře ČR-MF do doby vyhotovení stanoviska představenstva, je podle bankovní rady dostatečně odůvodněný a souhlasí s ním. Právní úprava v ZOK totiž není k nařízení MAR ve vztahu zvláštního k obecnému, ale právě naopak; nadto tyto dvě právní úpravy spolu nekolidují, jak se domnívá účastník řízení. Ve vztahu k bodu 83 napadeného rozhodnutí a námitkám účastníka řízení směřujících proti této části napadeného rozhodnutí odkazuje bankovní rada na výklad, který podala ke lhůtě „bez zbytečného odkladu“ v § 127 odst. 2 ZPKT a lhůtě „co nejdříve“ v čl. 17 (1) MAR v části II.3 tohoto rozhodnutí o rozkladu. Pokud jde o vypořádání námítky účastníka řízení v bodě 125 napadeného rozhodnutí, považuje je bankovní rada za dostatečné.

[126.] Bankovní rada připouští, že správní řád klade na správní orgán určité povinnosti. Podle § 3 správního řádu má zjistit skutečnosti, o kterých nejsou důvodné pochybnosti a v rozsahu nezbytném pro soulad s požadavky v ustanovení § 2 správního řádu. Na to navazují povinnosti stanovené v § 50 správního řádu, a to zejména i bez návrhu zjistit všechny rozhodné okolnosti svědčící ve prospěch i neprospěch toho, komu má být povinnost uložena. Bankovní rada závěrem této části však shrnuje, že v napadeném rozhodnutí nemusel správní orgán prvního stupně podat vyčerpávající odpověď na každou jednu dílčí námitku účastníka řízení a že nemusel ani v řízení, které předcházelo vydání napadeného rozhodnutí, dokazovat nad rámec potřebného, tj. nad rámec potřebného pro jednoznačné dovození toho kdo, kdy a jakým způsobem se dopustil protiprávního jednání a zda toto protiprávní jednání naplňuje znaky přestupku. Maximalistické a neodůvodněné požadavky na vedení správního řízení a napadené rozhodnutí by tak mohly v důsledku paralyzovat správní řízení. Podle bankovní rady je napadené rozhodnutí, a to jak jeho výroková část (s výhradou změny učiněné bankovní radou tímto rozhodnutím o rozkladu), tak odůvodnění, dostatečné a naplňující zásady správního řízení. Bankovní rada neshledala ani vady řízení, které vydání napadeného rozhodnutí předcházelo.

II.5 K údajnému nesplnění předpokladů pro udělení sankce

[127.] *Účastník řízení namítá, že se přestupku nedopustil a není za co jej trestat. Bez ohledu na to však účastník řízení upozorňuje, že jsou dána zřejmá pochybení, pokud jde o hodnocení závadnosti jemu vytýkaného skutku a návazně při rozhodnutí o uložení sankce ve formě pokuty.*

[128.] *Podle účastníka řízení správní orgán prvního stupně nerespektoval při určení výměry pokuty závažnost protiprávního jednání účastníka řízení. Pro posuzovaný případ totiž nebyl jednoznačně formulován konkrétní specifický standard jednání, který by účastník řízení mohl použít jako benchmark. S ohledem na to dle účastníka řízení absentuje v odůvodnění vysvětlení, proč za této situace bylo zvoleno uložení pokuty a nikoli řešení jiné. Rozhodnutí zcela pomíjí otázku uložení alternativní sankce, jako je např. uložení napomenutí. Odůvodnění v bodě 129 napadeného rozhodnutí, podle kterého by uložení alternativního trestu bylo v konkrétním případě účastníka řízení příliš mírné, je zarážející ve světle precedenční povahy tohoto případu.*

[129.] *Správní orgán prvního stupně uložil pokutu, přestože konkrétní okolnosti případu dokládají, že účastník řízení činil veškeré rozumně vyžadované kroky, aby s využitím všech možností pro splnění povinnosti jednal v souladu s právními předpisy a neporušil lhůty podle nařízení MAR. Přístup správního orgánu prvního stupně je v rozporu se zásadou ultima ratio.*

[130.] *Podle účastníka řízení správní orgán prvního stupně dostatečně nevyhodnotil § 21 odst. 1 a 2 zákona č. 250/2016 Sb., o odpovědnosti za přestupky a řízení o nich (dále „zákon o odpovědnosti za přestupky“), zejména ohledně zproštění právnické osoby odpovědnosti za přestupek, když jen konstatoval, že účastník řízení neprokázal, že vynaložil veškeré úsilí, které po něm bylo možno požadovat, přestože účastník řízení opakovaně zdůraznil, že vynaložil veškeré maximální úsilí, kterého byl objektivně schopen při procesu vyhodnocení protinávru akcionáře ČR-MF a že z hlediska časového se jednalo o nejrychlejší postup, který bylo možné zajistit. Účastník řízení navíc postupoval v dobré víře a vynaložil veškeré úsilí, které bylo možné po něm rozumně požadovat. Účastník řízení v té souvislosti odkazuje na to, že ZOK má nepochybně postavení lex specialis ve vztahu k MAR a tedy že postupoval ve věci správně.*

[131.] *Správní orgán prvního stupně ani neposoudil, jak by měl vypadat ideální stav, aby mohl odůvodnit míru nesouladu se stavem daným u účastníka řízení a následně dovést míru společenské nebezpečnosti a závažnosti předmětného jednání. Tedy napadené rozhodnutí je nepřezkoumatelné, když chybí specifická argumentace ohledně společenské nebezpečnosti a míry závažnosti vytýkaného jednání.*

[132.] *Podle účastníka řízení chybí v napadeném rozhodnutí konkrétní a názorné hodnocení závažnosti předmětného jednání, specifikace míry společenské nebezpečnosti, hodnocení úsilí vynaloženého účastníkem řízení. Z toho účastník řízení dovozuje, že správní orgán prvního stupně klade důraz na výhradně represivní složku, což je postup odporující účelu dohledu nad finančním trhem. S ohledem na výše uvedené, jakož z hlediska preventivních účinků pokuty, se jeví účastníkovi řízení sankce uložená napadeným rozhodnutím zcela nepřiměřená posuzovanému jednání a vykazuje známky libovůle. Uložená sankce je proto nezákonná.*

[133.] *Bankovní rada nejdříve na úvod této části rozhodnutí o rozkladu připomíná, že pokuta má plnit podle teorie a praxe trestního práva funkci a) preventivní, tj. funkci výchovnou, a b) represivní. Jedním sledovaným cílem funkce preventivní je náprava na straně účastníka řízení (význam individuální prevence), druhým cílem je generálně-preventivní účel sankce. Smyslem uložení trestu v konkrétním případě je proto jak výchovné působení na účastníka řízení, tak výchovné působení na další povinné osoby.*

[134.] *Pokud jde o represivní účel sankce, ten vychází ze základního předpokladu, že porušení zákona má být potrestáno a trest má být delikventem pocítěn úkorně. Podle bankovní rady je přirozené, že účastníci řízení zpravidla vnímají uloženou sankci jako nepřijemnou a úkornou, podstatné však je, aby uložená pokuta plnila svoje funkce. Bankovní rada v té souvislosti cituje z rozhodnutí NSS č. j. 1 As 9/2008-133: „[t]o samozřejmě neznamená, že by pokuta za jiné*

správní delikty měla ztratit cokoliv ze své účinnosti. Naopak,... aby pokuta za jiný správní delikt naplnila svůj účel z hlediska individuální i generální prevence, musí být citelným zásahem do majetkové sféry pachatele. **Odpovídající intenzita majetkové újmy bude v konkrétních případech záviset na řadě faktorů, v první řadě však na závažnosti spáchaného deliktu.**“ (text zvýrazněn bankovní radou). Tyto závěry dále vyplývají z nálezu Ústavního soudu ze dne 25. 10. 2011, sp. zn. Pl. ÚS 14/09 (N 183/63 SbNU 117; 22/2012 Sb.): „[j]e samozřejmé, že uložení této sankce je pro pachatele nepříjemné a úkorné, avšak takový účinek je přirozenou a dokonce žádoucí vlastností jakékoli sankce – pokud by tomu tak nebylo, vytratil by se generálně preventivní smysl sankcí.“.

[135.] Bankovní rada odkazuje také na rozsudek NSS č. j. 2 Afs 30/2021-61 ze dne 7. 12. 2022, ve kterém soud konstatoval: „[t]oto protiprávní jednání dosahovalo takové intenzity, že nebylo na místě, aby žalovaná upustila od uložení jakékoli sankce, [...]. Jak uvedl již městský soud, **pokud by stěžovatelce nebyla uložena žádná sankce, nebylo by zaručeno, že proběhnuvší řízení v dostatečné míře výchovně zapůsobí v tom směru, aby se stěžovatelka do budoucna podobného jednání vyvarovala.** Nadto trestání má svou dimenzi nejen v rovině individuální prevence, ale také prevence generální a roli hraje i represivní funkce. **Pokud by snad mělo být od trestání upuštěno vždy, když pachatel svého jednání zanechá či je napraví, vyprázdnil by se vůbec smysl sankčních řízení.**“ (text zvýrazněn bankovní radou).

[136.] Bankovní rada souhlasí s účastníkem řízení, že při stanovování výše pokuty měl správní orgán prvního stupně vzít v úvahu zejména závažnost přestupku, která je dána mj. způsobem jeho spáchání, jeho následky a okolnostmi, za nichž byl spáchán, a přihlédnout k majetkovým poměrům účastníka řízení, jakož i k polehčujícím a přitěžujícím okolnostem, to však podle bankovní rady správní orgán prvního stupně učinil. Správní orgán prvního stupně posoudil povahu a závažnost přestupků účastníka řízení (viz body 134 až 138 napadeného rozhodnutí), také vzal v úvahu souběhy přestupků (viz bod 131 napadeného rozhodnutí), správně aplikoval absorpční zásadu (bod 131 napadeného rozhodnutí) a posoudil přitěžující okolnosti (viz bod 139 napadeného rozhodnutí). Polehčující okolnosti správní orgán prvního stupně neshledal. Pro úplnost a na okraj konstatuje bankovní rada, že takové okolnosti neshledala ani ona, tím spíše když účastník řízení setrvává na názoru, že se žádného přestupku nedopustil, není si vědom ze své strany žádného pochybení, argumentuje účelově nejasností právní úpravy nebo jím podaným účelovým výkladem lhůty „bez zbytečného odkladu“, resp. „co nejdříve“, čemuž však odporuje i jím zavedená praxe pro nakládání s vnitřními informacemi. Nic z uvedeného nesvědčí tomu, že by účastník řízení prošel odpovídající sebereflexí ve vztahu k protiprávnímu jednání, které je mu vytýkáno.

[137.] Dále podle bankovní rady správní orgán prvního stupně přesvědčivě vyhodnotil, že není na místě uložit jiný druh trestu než pokutu a ani neshledal liberační důvody (viz bod 129 a 130 napadeného rozhodnutí). Bankovní rada konstatuje, že stěžít mohl účastník řízení něco, aby vytýkanému porušení povinnosti účinně zabránil, když nepřipustil a nadále nepřipouští, že protinávrh akcionáře ČR-MF je vnitřní informací i bez stanoviska představenstva. Tedy úsilí, které vyvinul účastník řízení k obstarání a uveřejnění stanoviska představenstva nemůže založit liberační důvod, protože nebylo způsobilé zabránit protiprávnímu jednání a přestupku. Bankovní rada konstatuje, že účastník řízení je jedním z nejdůležitějších emitentů, jehož akcie jsou obchodovány na BCPP, jde o profesionální subjekt, disponující právním útvarům a externím právním poradenstvím, pohybujícím se nejen na českém kapitálovém trhu řadu let a povinnosti spojené s nakládáním a uveřejňováním vnitřních informací mu mají být známy a bankovní rada je navíc přesvědčena, že mu také známy jsou. Přesto však k pochybení při nakládání s protinávrem akcionáře ČR-MF došlo, když tento nebyl posouzen účastníkem řízení jako vnitřní informace.

[138.] Bankovní rada pro úplnost a ve vztahu k námitkám účastníka řízení, že se nedopustil žádného přestupku, posoudila také znak materiality. Bankovní rada předně uvádí, že k materiálnímu znaku přestupků existuje rozsáhlá judikatura správních soudů. Například v rozhodnutí ze dne 9. 4. 2015, č. j. 7 As 63/2015-29, NSS dovodil, že „[o]becně lze přitom vycházet z toho, že jednání, jehož formální znaky jsou označeny zákonem za přestupek, naplňuje v běžně se vyskytujících případech materiální znak přestupku, neboť porušuje nebo ohrožuje určitý zájem společnosti. Z tohoto závěru však nelze automaticky dovodit, že by k naplnění materiálního znaku skutkové podstaty přestupku došlo vždy, když je naplněn formální znak přestupku zaviněným jednáním [...]. Pokud kromě okolností jednání, jež naplní formální znaky skutkové podstaty přestupku, **existují další významné okolnosti**, které vylučují, aby takovým jednáním byl porušen nebo ohrožen právem chráněný zájem společnosti, nedojde k naplnění materiálního znaku přestupku a takové jednání potom nemůže být přestupkem. **Čím vyšší bude společenská nebezpečnost určitého jednání, tím výjimečnější musí být okolnosti, které by mohly oslabit materiální stránku natolik, že by toto jednání nemohlo být vůbec kvalifikováno jako přestupek**“ (text zvýrazněn bankovní radou; k materiálnímu znaku přestupku lze dále odkázat na rozsudky NSS ze dne 27. 9. 2012, č. j. 1 As 118/2012-23, a ze dne 14. 12. 2009, č. j. 5 As 104/2008-45). Z citovaného rozsudku podle bankovní rady rovněž vyplývá, že posouzení, zda došlo k naplnění materiálního znaku přestupku, je nutno provádět ve vztahu ke každé konkrétní skutkové podstatě a každému konkrétnímu protiprávnímu jednání. Společenskou nebezpečnost určitého jednání bude nutné posuzovat též ve vztahu k typové závažnosti příslušného přestupku, jenž nachází v zákonné normě odraz mj. v horní hranici stanovené sankce. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu stanoví za porušení povinnosti vytýkané účastníkovi řízení horní hranici sankce ve výši 75 000 000 Kč, jde tedy typově o závažné protiprávní jednání a od toho nelze odhlédnout ani u relativně méně závažného porušení, což však není případ účastníka řízení. K tomu bankovní rada dodává, že účastník řízení neuveřejnil vnitřní informaci v souladu se ZPKT a MAR a že materiální znak přestupku byl *in concreto* bez pochybností dán. S ohledem na skutkové okolnosti případu, závažnost přestupku a majetkové poměry lze spíše uvažovat o tom, že pokuta uložená účastníkovi řízení byla nízká a ne nepřiměřeně vysoká.

[139.] Bankovní rada dále zdůrazňuje, že předmětný přestupek má povahu ohrožovacího přestupku (viz bod 137 napadeného rozhodnutí). K naplnění skutkové podstaty **ohrožovacího přestupku** stačí právě hrozba následků a přestupek je dokonán již jednáním, které má charakter pouhého ohrožení zákonem chráněného zájmu, aniž by bylo požadováno, aby došlo k poruchovému následku, tedy v tomto případě k narušení řádného fungování trhu. Toto posouzení ze strany správního orgánu prvního stupně je v souladu s konstantní judikaturou, srov. rozhodnutí NSS č. j. 8 As 62/2011-78 ze dne 20. 3. 2012, ve kterém soud k ohrožovacímu deliktu konstatoval: „[s]oučástí jeho skutkové podstaty totiž není účinek v podobě škodlivého následku, nýbrž pouze ohrožení či porušení zájmů, jež jsou chráněny příslušným zákonem (srov. přiměřeně rozsudek Nejvyššího správního soudu ze dne 16. 2. 2005, čj. 6 A 109/2000-73, č. 583/2005 Sb. NSS).“.

[140.] **K zákonem chráněnému zájmu** bankovní rada uvádí, že skutková podstata přestupku vytýkaného účastníkovi řízení byla taktéž správním orgánem prvního stupně správně posouzena v bodě 136 napadeného rozhodnutí. V případě protiprávního jednání účastníka řízení bankovní rada konstatuje, že akcie vydané účastníkem řízení jsou obchodovány v segmentu Prime Market na BCPP, a že tedy šlo o vysoce likvidní akcie v centru zájmu investorů. Na kapitálovém trhu je přitom jeho řádné fungování závislé na transparentci a prodlení s plněním tzv. průběžných informačních povinností jsou zcela

neakceptovatelná. Je tedy zřejmé, že v případě účastníka řízení nemohl správní orgán prvního stupně upustit od potrestání, či dokonce dospět k závěru, že s ohledem na absenci materiální stránky protiprávního jednání k přestupku nedošlo.

[141.] K **následku přestupku** bankovní rada odkazuje na bod 137 napadeného rozhodnutí. K **délce protiprávního jednání** bankovní rada konstatuje, že ji nelze hodnotit izolovaně jen na základě počtů dní, kdy byl účastník řízení v prodlení s plněním povinnosti, ale s ohledem na všechny skutkové okolnosti celého případu a na to, že k uveřejnění vnitřní informace mělo dojít neprodleně, slovy ZPKT „bezodkladně“ a slovy MAR „co nejdříve“.

[142.] Podle bankovní rady nebylo nutné přihlížet ani k údajně **nejasnému právnímu výkladu** nebo nové právní úpravě MAR. Jednak materiálně o novou právní úpravu nešlo, jen byla dříve v jiném právním předpise (ZPKT a k němu vydaná prováděcí vyhláška č. 234/2009 Sb.), jednak tady nebyly dány ani žádné skutkové nejasnosti, které účastník řízení namítá účelově.

[143.] Správní orgán prvního stupně v souladu s judikaturou přihlédl také k majetkovým poměrům účastníka řízení (viz bod 141 napadeného rozhodnutí), ač ty zevrubně nehodnotil, což však není chybou, když z provedeného posouzení majetkových poměrů bylo na první pohled zřejmé, že pokuta nemá pro účastníka řízení likvidační povahu a je způsobilá plnit ve vztahu k účastníkovi řízení preventivní a represivní funkci (majetkové poměry se pak posuzují nejen proto, aby uložená pokuta nebyla pro účastníka řízení likvidační, ale také pro to, aby byly při ukládání pokuty respektovány zásady individualizace sankce). K tomu se příležitostně vyjádřil též NSS v případě společnosti BH Securities, a.s., když v bodě 55 rozsudku č. j. 2 Afs 90/2022-54 ze dne 25. 10. 2023 konstatoval, že „[m]ajetkovou situaci je třeba zkoumat nejen proto, aby nebyla pokuta likvidační, ale i proto, aby byla adekvátní, tedy plnila svou preventivní i represivní funkci, což znamená, že uloženou sankci musí pachatel správního deliktu pocítovat jako nezanedbatelnou újmu, tedy jako negativní zásah do své majetkové sféry.“.

[144.] Bankovní rada dále konstatuje, že se účastník řízení svým protiprávním jednáním dopustil přestupků ve **vícečinném souběhu**, tj. jednak neuveřejnil vnitřní informaci, jednak ji nezaslal České národní bance. S **využitím absorpční zásady** ukládal správní orgán prvního stupně sankci za typově závažný přestupek, jak je uvedeno, a závažný byl přestupek též *in concreto*, přičemž bylo za něj možné uložit pokutu podle § 177 odst. 4 písm. a) ZPKT až do výše 75 000 000 Kč. Pokud správní orgán prvního stupně uložil účastníkovi řízení pokutu ve výši 1 000 000 Kč, jedná se o pokutu uloženou při samé dolní hranici zákonného rozpětí (výše pokuty představuje cca 1,3 % horní hranice zákonné sazby). Tato výše pokuty, ať už posuzována podle absolutní částky nebo relativně k horní hranici zákonné sazby a k majetkovým poměrům účastníka řízení, podle bankovní rady svědčí o tom, že správní orgán prvního stupně zjevně přikládal veškerým specifickým okolnostem případu, zejména pak tomu, že šlo spíše o ojedinělé pochybení, když v minulosti vnitřní informace účastník řízení správně uveřejňoval, více než adekvátní význam, jinak by bylo na místě uložit pokutu vyšší. Pochybení účastníka řízení, ke kterému došlo v minulosti a za které byl účastník řízení pravomocně potrestán v roce 2007, nebral správní orgán prvního stupně pro vyhodnocení závažnosti přestupku správně v úvahu a ani je nepovažoval za přitěžující okolnost s ohledem na delší dobu, která uplynula od nabytí právní moci rozhodnutí (viz bod 140 napadeného rozhodnutí). Tvrzení účastníka řízení, že správní orgán prvního stupně klade důraz na výhradně represivní složku, což je postup odporující účelu dohledu nad finančním trhem, se jeví v tomto kontextu jako *prima facie* nepřipadné.

[145.] Bankovní rada ve vztahu k zákonnému a judikatorně upřesněnému požadavku, aby uložená pokuta odpovídala závažnosti přestupku a došlo odpovídajícím způsobem k naplnění

represivního i individuálně a generálně preventivního účinku, odkazuje mj. na rozsudek NSS č. j. 6 A 96/2000-62 ze dne 21. 8. 2003, **podle kterého se o zjevně nepřiměřenou sankci nejspíše nejedná v případě, kdy byla pokuta uložena těsně nad spodní hranicí zákonného rozpětí (v citovaném rozsudku se jednalo o sankci ve výši 4 % horní hranice zákonné sazby).** S ohledem i na zde uvedené není podle bankovní rady pokuta uložena v napadeném rozhodnutí nepřiměřená závažnosti přestupků účastníka řízení ani jeho majetkovým poměrům.

[146.] Bankovní rada dále odmítá námitky účastníka řízení, že skutky a) a b) ve výroku I. napadeného rozhodnutí nepředstavují přestupek. Současně bankovní rada neshledala ani právní nejasnost a taková specifika případu (srov. tvrzení o složité a sporné skutkové a právní situaci, a že podle MAR ještě správní orgán prvního stupně netrestal), aby upustila od potrestání nebo ukládala alternativní méně přísnou sankci. Jak je uvedeno shora, právní úprava nyní obsažená v nařízení MAR byla v minulosti v zásadě věcně podobná, přičemž tehdy byla upravena ve směrnici MAD a transponována do zákona o podnikání na kapitálovém trhu, a to již od 1. 4. 2006.

[147.] Bankovní rada konstatuje, že každý případ zneužití trhu, ať už v podobě manipulace s trhem nebo v podobě pochybení při nakládání s vnitřní informací, je z povahy věci vždy do jisté míry jedinečný. Totéž lze ovšem tvrdit o každém přestupku. To platí tím spíše pro český kapitálový trh, který nedosahuje takových objemů obchodování jako na zavedených regulovaných trzích zejména v anglosaských státech, ale i jinde (např. NYSE, LSE nebo HKEX). Tedy není-li na BCPP tolik obchodovaných titulů a neobchodují-li se v takových objemech, je logické, že počet případů spočívajících v pochybení, ať už na straně akcionářů, *insiderů* nebo emitentů, bude nižší. Každý případ je jiný a je vymezen určitými specifiky, to bankovní rada připouští. Nicméně to má vést správní orgán prvního stupně k tomu, aby tyto okolnosti zhodnotil při volbě trestu a uložil konkrétní výši pokuty odpovídající všem okolnostem případu, které se odrážejí v závažnosti přestupku, jakož majetkovým poměrům účastníka řízení, což se i v případě účastníka řízení stalo. Není na místě, aby bylo účastníkovi řízení uloženo pouhé napomenutí nebo upuštěno od uložení sankce s odkazem na jedinečnost případu účastníka řízení. Nadto sankce uložena účastníkovi řízení nebyla s ohledem na závažnost jeho přestupku a na jeho majetkové poměry nikterak vysoká (viz body 141 a 142 napadeného rozhodnutí). Prosté napomenutí v případě účastníka řízení by podle bankovní rady naopak mohlo vést k tomu, že by se vytratily doktrínou a judikaturou požadované vlastnosti sankce, a to jak preventivní účinek (ať ve vztahu k účastníkovi řízení nebo dalším účastníkům kapitálového trhu), tak účinek represivní.

[148.] Bankovní rada nepovažuje nad rámec shora uvedeného dále za potřebné detailně popisovat správní praxi v oblasti ukládání pokut za zneužívání trhu v minulosti a odkazuje na rozhodnutí NSS č. j. 9 As 60/2016-156 ze dne 15. 7. 2016, kde soud uvedl: „**správní praxe sama o sobě nepředstavuje právní rámec pro ukládání pokut, ale slouží jako referenční hledisko ve vztahu k dodržování zásad rovného zacházení a zákazu libovůle, a je tak významným vodítkem bránícím neodůvodněným excesům při správním trestání a nepředstavuje překážku pro jakékoli změny a rozdíly stanovování výše pokut v jednotlivých případech** (srov. rozsudky ze dne 31. 3. 2010, č. j. 1 Afs 58/2009-541, publ. pod č. 2119/2010 Sb. NSS a ze dne 4. 7. 2012, č. j. 6 Ads 129/2011-119).“. Bankovní rada odkazuje také na rozhodnutí Městského soudu v Praze č. j. 6 Af 55/2019-83 ze dne 17. 2. 2022, ve kterém soud v bodě 100 konstatoval, že „nepovažuje za potřebné, **aby správní orgány ukládající pokuty ve svých rozhodnutích uváděly a obsáhle porovnávaly jiná obdobná sankční rozhodnutí** tak, aby bylo doloženo, že dostály povinnosti dle ustanovení § 2 odst. 4 správního řádu“. Tyto závěry vycházejí z dřívější judikatury NSS, srov. rozsudek

č. j. 4 As 228/2019-30 ze dne 29. 8. 2019, ve kterém soud uvedl, že „lze poukázat na skutečnost, že **není bez dalšího povinností správních orgánů při ukládání sankce v každém jednotlivém případě podrobně popisovat svou rozhodovací praxi**“, nebo rozsudek NSS č. j. 10 As 60/2017-87 ze dne 28. 2. 2018, kde soud uvedl: „Na tomto místě pak NSS dává za pravdu žalované, že **není žádoucí, aby každé jednotlivé rozhodnutí o uložení pokuty obsahovalo vymezení se proti jiným případům**, které by mohly být podobné případu právě posuzovanému.“ (text zvýrazněn bankovní radou).

[149.] Pokud jde o námitku, že správní orgán prvního stupně nepopsal ideální stav v napadeném rozhodnutí, aby mohl vyhodnotit míru společenské nebezpečnosti a závažnost přestupku, odkazuje bankovní rada na bod 67 rozsudku Městského soudu v Praze č. j. 6 Af 55/2019-83 ze dne 17. 2. 2022, kde v případě BH Securities, a.s., soud konstatoval: „Soud dále uvádí, že i dle jeho názoru není nutné ve výroku sankčního rozhodnutí třeba uvádět žádoucí zákonem vyžadované chování, neboť požadovaný a zákonný stav je popsán přímo v zákoně. Tento závěr pak platí bez ohledu na to, jestli se jedná o normu otevřenou či uzavřenou. Ve výrociích prvostupňového rozhodnutí bylo dle názoru soudu uvedeno vše, co tam dle ustanovení § 68 odst. 2 správního řádu uvedeno být má, tj. řešení otázky, která je předmětem řízení, právní ustanovení, podle nichž bylo rozhodováno, a označení účastníků řízení. Z žádného zákona pak nevyplývá, aby ve výroku rozhodnutí mělo být popisováno jednání účastníka souladné se zákonem.“. Podle bankovní rady nelze očekávat popis „ideálního stavu“ ani v odůvodnění správních rozhodnutí. Obdobně trestní soudy v trestních rozsudcích nepopisují pachatelům trestných činů, jak např. správně vést účetnictví a podat daňové přiznání, aby nedošlo ke zkrácení daně. Jak postupovat v případě uveřejňování vnitřní informace stanoví zákon a MAR a na základě zákona vydaná vyhláška č. 234/2009 Sb.

[150.] Nadto správní orgán prvního stupně popsal v odůvodnění napadeného rozhodnutí dostatečně konkrétně zákonem žádoucí jednání, když v bodech 79 a 80 napadeného rozhodnutí uvedl, že „Protinávrh vzhledem k jeho obsahu a osobě předkladatele splňoval všechny znaky vnitřní informace podle čl. 7 odst. 1 písm. a) MAR **již v okamžiku jeho doručení účastníkovi řízení, tj. 14. 6. 2022 v 16:30**“, na což navázal „Podle názoru správního orgánu měl být Protinávrh uveřejněn ve lhůtě co nejdříve po doručení Protinávru účastníkovi řízení“. V bodě 83 napadeného rozhodnutí sice správní orgán prvního stupně odmítl tuto neurčitou lhůtu pro případ účastníka řízení přesně vymezit, s tím, že toto není možné a záleží na okolnostech každého jednotlivého případu, nicméně z bodu 81 napadeného rozhodnutí vyplývá, že v minulosti účastník řízení poté, co vyhodnotil informaci jako vnitřní, povinnost uveřejnit ve lhůtě bez zbytečného odkladu promptně plnil, obvykle v řádu hodin. Je tedy patrné, že v případě posuzovaném bankovní radou „ideální stav“ u účastníka řízení nebyl dán, přičemž lze mít důvodně za to, že to nebylo pro absenci mechanismu pro uveřejnění vnitřní informace, ani tím, že by účastník řízení neporozuměl tomu, co znamená uveřejnit „bezodkladně“, resp. „co nejdříve“, jako spíše tím, že pracovníci účastníka řízení nebyli způsobilí v tomto právě posuzovaném případě správně obdrženou informaci o protinávru akcionáře ČR-MF vyhodnotit jako vnitřní informaci.

[151.] Jde-li o trestání za porušení povinnosti stanovené zákonem, případně přímo účinným nařízením, není podmínkou pro uložení trestu vydání standardu (účastník řízení odkazuje na *benchmark*) orgánem veřejné správy (např. v podobě tzv. dohledového benchmarku, výkladového stanoviska nebo metodiky) nebo existence tržního standardu, když trest se ukládá za porušení povinnosti stanovené zákonem, resp. přímo účinným nařízením, přičemž znaky skutkové podstaty musí být popsány v zákoně, příp. nařízení. Tedy též v tomto směru jsou námitky účastníka řízení nepřipadné a nedůvodné.

[152.] Bankovní rada s ohledem na vše shora uvedené neshledala porušení zásad správního trestání, jak nedůvodně namítá účastník řízení. V tomto smyslu naplnění svou povahou absolutních požadavků kladených účastníkem řízení na správní trestání (obecně i v oblasti kapitálového trhu) a odůvodnění sankčních správních rozhodnutí by efektivně vedlo k beztrestnosti, když by bylo možné vždy argumentovat, že případ je složitý, jedinečný a odůvodněný výjimečnými okolnostmi. Lhostejno, zda tyto výjimečné okolnosti jsou dány, či nikoli, či zda jsou účastníky řízení dovozovány účelově (viz argumentace účastníka řízení precedentní povahou tohoto případu, ač regulace odpovídající MAR byla v ČR obsažena už od r. 2006 v ZPKT, tzn. přijetí MAR znamenalo jen přesun a zpřesnění právní úpravy do té doby obsažené v ZPKT a vyhlášce č. 234/2009 Sb. do přímo účinného nařízení).

[153.] Odůvodnění závažnosti protiprávního jednání v napadeném rozhodnutí, volbu druhu trestu a výši uložené pokuty, jakož i doplnění odůvodnění téhož v tomto rozhodnutí o rozkladu, považuje bankovní rada za dostatečné.

[154.] Bankovní rada nezjistila v řízení, které předcházelo rozkladem napadenému rozhodnutí, ani v napadeném rozhodnutí pochybení ze strany správního orgánu prvního stupně, která by měla vliv na to, že se přestupky účastníka řízení, tak jak je popsáno ve výroku napadeného rozhodnutí, staly. Bankovní rada však shledala jako důvodnou námitku účastníka řízení obsaženou v bodě 42 rozkladu podaného pověřeným zaměstnancem ohledně objektivní nemožnosti zaplatit pokutu ve lhůtě po nabytí právní moci příkazu, ačkoli je zjevné, že šlo o ryze formální pochybení. S ohledem na to považuje bankovní rada rozklad za částečně důvodný a rozhodla tak, jak je uvedeno ve výroku tohoto rozhodnutí o rozkladu, tj. přistoupila k opravě příslušné části výroku a ve zbytku napadené rozhodnutí potvrdila.

POUČENÍ

Proti tomuto rozhodnutí se v souladu s ustanovením § 152 odst. 5 ve spojení s § 91 odst. 1 správního řádu nelze dále odvolat.

otisk úředního razítka

doc. Ing. Eva Zamrazilová, CSc.
viceguvernérka
podepsáno elektronicky

doc. Mgr. Tomáš Holub, Ph.D.
člen bankovní rady
podepsáno elektronicky