



ČESKÁ REPUBLIKA

ROZSUDEK JMÉNEM REPUBLIKY

Nejvyšší správní soud rozhodl v senátu složeném z předsedkyně Evy Šonkové a soudců Lukáše Pišvejce a Karla Šimky v právní věci žalobkyně: **ČEZ, a. s.**, se sídlem Duhová 2/1444, Praha 4, zastoupené Mgr. Vladimírem Uhde, advokátem se sídlem Klimentská 1207/10, Praha 1, proti žalované: **Česká národní banka**, se sídlem Na Příkopě 864/28, Praha 1, proti rozhodnutí bankovní rady žalované ze dne 16. 11. 2023, č. j. 2023/147008/CNB/110, o kasační stížnosti žalobkyně proti rozsudku Městského soudu v Praze ze dne 27. 6. 2024, č. j. 10 A 153/2023-177,

t a k t o :

- I. Kasační stížnost **s e z a m í t á .**
- II. Žalobkyně **n e m á** právo na náhradu nákladů řízení o kasační stížnosti.
- III. Žalované **s e n e p ř i z n á v á** náhrada nákladů řízení o kasační stížnosti.

O d ů v o d n ě n í :

I. Přehled dosavadního řízení

[1] Žalobkyně se žalobou podanou k Městskému soudu v Praze (dále jen „městský soud“) domáhala zrušení rozhodnutí bankovní rady žalované ze dne 16. 11. 2023, č. j. 2023/147008/CNB/110 (dále jen „napadené rozhodnutí“), kterým bankovní rada žalované zamítla rozklad žalobkyně a potvrdila rozhodnutí žalované ze dne 25. 7. 2023 (dále jen „prvoinstanční rozhodnutí“). Prvoinstančním rozhodnutím byla žalobkyni uložena souhrnná pokuta 1 000 000 Kč za to, že jako emitentka akcií obchodovaných na veřejných trzích:

- a) Neinformovala co nejdříve veřejnost o protinávruhu své většinové akcionářky (České republiky – Ministerstva financí) k bodu č. 3 pořadu své řádné valné hromady konané

28. 6. 2022 na zvýšení dividendy za rok 2021 o 4 Kč na částku 48 Kč na akcii a na odložení splatnosti dividendy za rok 2021 na 1. 11. 2022, který obdržela v úterý 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) 596/2014 z 16. 4. 2014 o zneužívání trhu (dále jen „nařízení MAR“). Žalobkyně zveřejnila protinávrh až spolu se stanoviskem svého představenstva 20. 6. 2022 v 16.02 hod. Tímto jednáním měla žalobkyně porušit povinnost stanovenou v čl. 17 odst. 1 nařízení MAR ve spojení s § 20 odst. 1 vyhlášky č. 234/2009 Sb., o ochraně proti zneužívání trhu a o transparentnosti, a dopustit se přestupku dle § 177 odst. 1 písm. b) zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, (dále jen „ZPKT“).

- b) Nezaslala tento protinávrh bezodkladně žalované. Tímto jednáním měla žalobkyně porušit svou povinnost stanovenou v § 127 odst. 2 ZPKT ve spojení s § 12 odst. 1 vyhlášky č. 234/2009 Sb. a dopustit se přestupku dle § 172 odst. 2 písm. c) ZPKT.

[2] Městský soud v záhlaví uvedeným rozsudkem žalobu zamítl. V první řadě se zabýval tím, zda protinávrh žalobkyně většinové akcionářky představuje vnitřní informaci ve smyslu čl. 7 odst. 1 písm. a) nařízení MAR, přičemž dovodil, že oba sporné znaky vnitřní informace v nyní projednávané věci, tj. její přesnost a pravděpodobnost významného dopadu na cenu akcií žalobkyně, byly naplněny. Pokud se jedná o přesnost informace, městský soud za užití judikturních závěrů Soudního dvora EU (dále jen „SDEU“) dovodil, že byla dostatečně konkrétní, a zároveň s ohledem na to, že šlo o návrh většinové akcionářky, vzbuzovala důvodné očekávání, že ke schválení protinávru valnou hromadou dojde. Ve vztahu k pravděpodobnosti významného dopadu na cenu akcií žalobkyně městský soud ve shodě s žalovanou uvedl, že informace o dividendě nejobchodovanějšího titulu na burze, navržené její většinovou akcionářkou, ať už o její výši nebo splatnosti, patří mezi cenotvorné informace.

[3] Městský soud dále uvedl, že žalobkyně porušila čl. 17 odst. 1 nařízení MAR, když vnitřní informaci nezveřejnila předepsaným způsobem, „co nejdříve“ poté, kdy se k ní daná informace dostala. Jestliže žalobkyně argumentovala tím, že protinávrh bylo nezbytné doplnit o kontext, pak ustrnula u zcela obecných tvrzení, když nespecifikovala, v čemž by daný kontext měl spočívat v případě takto jednoznačně formulovaného protinávru. Podle městského soudu nežádoucí následky okamžitého zveřejnění vnitřní informace nedokládá tweet akcionáře M. Š., na který odkazovala žalobkyně. Městský soud rovněž dospěl k závěru, že prodleva se zveřejněním protinávru nemá zákonný podklad v § 362 zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích (dále jen „ZOK“), podle něhož má představenstvo povinnost zveřejnit k návrhu stanovisko, jehož příprava podle žalobkyně vyžádala určitý čas. Městský soud má v této souvislosti předně za to, že ZOK nebrání zveřejnění obou informací (protinávru a stanoviska představenstva) na sobě nezávisle, zejména však městský soud upozornil na odlišný účel právní úpravy obsažené v ZOK a nařízení MAR, přičemž nařízení MAR představuje vůči ZOK *lex specialis*, tedy i za situace, v níž by z obou právních úprav vyplývaly rozdílné povinnosti v posuzované věci, by převážilo nařízení MAR. Pokud se jedná o výklad pojmu „co nejdříve“, pak městský soud uvážil, že v kontextu nyní posuzované věci by se měl vykládat jako „okamžitě“ či „ihned“. Městský soud rovněž upozornil na to, že žalobkyně se ve správním řízení nedovolávala splnění podmínek čl. 17

pokračování

odst. 4 nařízení MAR pro odložení zveřejnění vnitřní informace, a proto není podstatné, zda zajistila její důvěrnost ve smyslu písmene c) daného ustanovení.

[4] Městský soud konečně dospěl k závěru, že žalovaná neměla povinnost explicitně se zabývat společenskou škodlivostí jednání žalobkyně. Zároveň byly podle městského soudu v projednávané věci dodrženy zásady správního řízení, zejména pokud se jedná o presumpci nevinu, zákaz užití analogie v neprospěch obviněného a materiální pravdu.

II. Kasační stížnost a vyjádření žalované

[5] Žalobkyně (dále též „stěžovatelka“) podala proti rozsudku městského soudu kasační stížnost, jejíž důvody podřadila pod § 103 odst. 1 písm. a), b) a d) zákona č. 150/2002 Sb., soudní řád správní (dále jen „s. ř. s.“). Navrhla, aby Nejvyšší správní soud (dále též „NSS“) rozsudek městského soudu, napadené rozhodnutí a prvoinstanční rozhodnutí zrušil a věc vrátil žalovanému k dalšímu řízení.

[6] Za prvé stěžovatelka namítala nesprávné posouzení protinávruhu jako vnitřní informace. Upozorňovala na to, že podle čl. 7 odst. 2 nařízení MAR naplňují definici vnitřní informace jen takové informace, které se týkají okolností, u nichž lze důvodně očekávat, že nastanou. Stěžovatelka upozornila na to, že žalovaná a městský soud nepovažovaly za událost, k níž se měla vnitřní informace vztahovat, samotné doručení protinávruhu stěžovateli, ale až jeho schválení na valné hromadě. Podle stěžovatelky přitom rozdělení jejího zisku ve smyslu daného protinávruhu bylo bez stanoviska představenstva pouhým návrhem, o němž až představenstvo rozhodne, zda bude zařazen na pořad valné hromady (k nezařazení protinávruhů na pořad valné hromady přitom v minulosti opakovaně došlo). Dále je stanovisko představenstva klíčové z hlediska faktické realizovatelnosti návrhu včetně jeho vhodnosti z hlediska dalšího strategického rozvoje společnosti. Stěžovatelka shrnula, že samotné podání protinávruhu prokazuje maximálně vůli akcionáře předložit návrh představenstvu k posouzení a k diskusi. Není přitom vůbec zjevné, zda bude schválen.

[7] Stěžovatelka též poukázala na čl. 17 odst. 1 nařízení MAR, který jí ukládá povinnost zveřejnit vnitřní informaci nejen včas, ale také způsobem, který umožní její úplné a správné posouzení ze strany veřejnosti. I pokud by tedy protinávrh byl vnitřní informací, správnou informovanost veřejnosti mohla stěžovatelka zajistit, s ohledem na nejistotu jeho přijetí, pouze tak, že informaci nejprve posoudila a doplnila o odpovídající kontext, a teprve poté přistoupila k jejímu zveřejnění. Daný kontext přitom mohlo zajistit pouze stanovisko představenstva. Výklad prezentovaný městským soudem a žalovanou o nutnosti poskytovat vnitřní informace prakticky ihned podle stěžovatelky emitenty nutí rezignovat na zákonnou povinnost zajistit řádnou informovanost veřejnosti.

[8] Podle stěžovatelky dále městský soud a žalovaná pochybily při výkladu pojmu „co nejdříve“ při zveřejňování vnitřní informace ve smyslu čl. 17 odst. 1 nařízení MAR. Tento pojem je nutné vykládat pro stěžovatelku co nejbenevolentnějším způsobem, tedy jako lhůtu v řádu několika dnů. Tento náhled přitom zapadá do kontextu souvisejících předpisů, konkrétně § 362 ZOK, který předpokládá alespoň 5 dnů pro zveřejnění stanoviska představenstva k protinávruhu, obdobná lhůta je podle stěžovatelky přiměřená i pro zveřejnění samotného protinávruhu.

[9] Stěžovatelka rovněž tvrdila, že městský soud pochybil, když zcela ignoroval důkaz stanoviskem představenstva včetně souvisejících analýz a tyto důkazy opomenul provést. Podle stěžovatelky se městský soud dále řádně nezabýval důkazem v podobě tweetu minoritního akcionáře M. Š.. Podle stěžovatelky je z jeho příspěvku (tweetu) zřejmé, že pan Š. se v důsledku úniku informace o protinávru obával o solventnost či dostatečnou likviditu stěžovatelky, šlo tedy o příklad chaotické a emotivní reakce veřejnosti.

[10] Stěžovatelka namítala, že zveřejnění protinávru spolu se stanoviskem představenstva jí výslovně ukládá § 362 odst. 1 ZOK. Závěr městského soudu o možnosti jejich separátního zveřejnění není možné aplikovat v kontextu nařízení MAR.

[11] Stěžovatelka konečně namítala, že městský soud se řádně nevypořádal s otázkou porušení zásady zákonnosti ve vztahu k vymezení společenské škodlivosti jejího jednání, rovněž nereagoval na absenci zákonného odůvodnění sankce za přestupek. Ze strany žalované též došlo k porušení zásady materiální pravdy a presumpce neviny, přičemž městský soud tyto skutečnosti pominul. Stěžovatelka také navrhla, aby kasační soud předložil SDEU předběžnou otázku týkající se vztahu směrnice 2007/36/ES ze dne 11. 7. 2007 o výkonu některých akcionářských práv ve společnostech s kótovanými akciemi a nařízení MAR.

[12] Žalovaná odkázala na závěry rozsudku městského soudu, s nimiž se plně ztotožnila, stejně jako na obsah napadeného a prvoinstančního rozhodnutí. Podle žalované protinávru naplňoval veškeré znaky vnitřní informace. V této souvislosti poukázala na rozsudek SDEU ve věci *Geltl*, v němž SDEU dovodil, že vnitřní informaci může představovat i dílčí krok v rámci dlouhodobého procesu, je-li pravděpodobné, že povede k naplnění kroku finálního. Pokud se jedná o otázku zveřejnění protinávru, pak žalovaná upozornila, že čl. 17 odst. 1 nařízení MAR upravuje toliko technické zabezpečení zveřejnění vnitřní informace, nepředstavuje podklad pro vyjasňování a doplňování vnitřní informace stanoviskem představenstva. Žalovaná dále odmítla, že by délku lhůty vymezené pojmem „co nejdříve“ bylo možné chápat v řádu několika dní až jednoho týdne. Podle ní městský soud posoudil všechna tvrzení a důkazní návrhy stěžovatelky řádně. Pokud se jedná o vztah nařízení MAR a ZOK, žalovaná se plně ztotožnila s městským soudem v závěru, že jde o poměr zvláštního předpisu vůči obecnému. Závěrem zdůraznila, že žalobní námitky týkající se porušení základních zásad správního řízení byly městským soudem vypořádány.

III. Posouzení kasační stížnosti

[13] Nejvyšší správní soud nejprve posoudil zákonné náležitosti kasační stížnosti a konstatoval, že byla podána včas, osobou oprávněnou, proti rozhodnutí, proti němuž je kasační stížnost ve smyslu § 102 s. ř. s. přípustná. Poté NSS zkoumal důvodnost kasační stížnosti dle § 109 odst. 3 a 4 s. ř. s., v mezích jejího rozsahu a uplatněných důvodů. Neshledal přitom vady podle § 109 odst. 4 s. ř. s., k nimž by musel přihlédnout z úřední povinnosti.

[14] Kasační stížnost není důvodná.

pokračování

[15] Nejvyšší správní soud se plně ztotožnil s náhledem městského soudu na klíčovou spornou otázku v nyní projednávané věci – naplnění znaku přesnosti informace ve smyslu čl. 7 odst. 2 nařízení MAR, podle něhož *se 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 týkající se možného vlivu tohoto souhrnu okolností nebo události na ceny finančních nástrojů*. Městský soud předně správně vyhodnotil posuzovanou informaci, tj. protinávrh majoritní akcionářky týkající se výše a splatnosti dividendy, jako jednotlivou (dílčí) událost v rámci procesu probíhajícího ve více fázích podle čl. 7 odst. 3 nařízení MAR a vedoucího k rozhodnutí o rozdělení zisku navrhovatelky. Městský soud se proto v souladu s požadavkem nařízení MAR zaměřil na zkoumání toho, zda byl za prvé protinávrh dostatečně konkrétní a za druhé, zda lze důvodně očekávat, že konečný výsledek v podobě rozdělení zisku ve smyslu protinávru nastane. Pouze při kumulativním splnění těchto dvou podmínek, tj. konkrétnosti a dostatečné míry potenciality, je totiž možné považovat znak přesnosti informace podle čl. 7 odst. 2 nařízení MAR za splněný.

[16] S ohledem na povahu protinávru, který jasně vymezoval, jakým způsobem mělo ke změně dividendy dojít (zvýšení její výše o 4 Kč z 44 Kč na 48 Kč na akci a posunutí splatnosti z 1. 8. na 1. 11. 2022), byla vůle jeho navrhovatelky – majoritní akcionářky na první pohled zřejmá, tudíž konkrétní charakter zkoumané informace je bezpochyby naplněn, jak správně dovodil městský soud. Ostatně i stěžovatelka se ve své kasační (žalobní) argumentaci soustředila primárně na zpochybnění závěrů městského soudu, resp. žalované, ohledně naplnění druhé podmínky, tj. přesnosti informace – existence důvodného očekávání schválení dividendy v souladu s návrhem majoritní akcionářky.

[17] Nejvyšší správní soud se ve svých závěrech týkajících se této otázky inspiroval pregnantními úvahami obsaženými ve stanovisku generálního advokáta Paola Mengozziho ze dne 21. 3. 2012 ve věci SDEU C-19/11 Markus Geltr proti DAIMLER AG. Generální advokát uvážil, že z hlediska naplnění podmínky důvodného očekávání vzniku budoucí okolnosti (tj. v nyní posuzované věci schválení dividendy ve smyslu protinávru) postačí, aby v případě, v němž má informace vysokou způsobnost ovlivnit kurz cenných papírů, nebyla daná budoucí okolnost nemožná nebo nepravděpodobná, i když je nejistá (viz bod 106 stanoviska). Na míru potenciality je přitom nezbytné nahlížet optikou rozumného investora, který při jejím posouzení bude vycházet z podobných předchozích zkušeností, spolehlivosti zdroje informace či dalších tržních proměnných způsobily ovlivnit kurz cenného papíru (viz bod 83 stanoviska). Přesně tímto způsobem přitom podle NSS postupoval městský soud a žalovaná v nyní posuzované věci. Parametry dividendy, jak přesně uvedl městský soud v bodě 28 svého rozsudku, představují pro investora jednu z klíčových složek případného výnosu z jeho investice, tudíž informace vztahující se k této otázce bezpochyby mají velmi vysoký kurzotvorný potenciál. Při značné relevanci informace z hlediska následného vývoje kurzu akcií stěžovatelky a při zohlednění dalších faktorů výstižně pojmenovaných městským soudem (původcem protinávru byla majoritní akcionářka stěžovatelky disponující odborným aparátem nezbytným pro jeho řádnou formulaci; vůle této akcionářky na předcházejících valných hromadách se opakovaně prosadila atd.) lze uzavřít, že schválení protinávru, ač nebylo zcela jisté, rozhodně

představovalo dostatečně pravděpodobnou verzi budoucího vývoje, aby jej mohl průměrný investor *důvodně* očekávat.

[18] Důvodnost očekávání schválení výše a splatnosti dividendy v souladu s protinávrhem majoritní akcionářky nijak zásadně nerelativizuje ani stěžovatelkou opakovaně akcentovaný význam nutnosti posouzení každého protinávrhu představenstvem. Je sice pravdou, že podle § 362 ZOK představenstvo akciové společnosti zveřejňuje k protinávrhům jednotlivých akcionářů k záležitostem zařazeným na pořad valné hromady svá stanoviska, jejich význam však pohledem právní úpravy vnitřních informací není možné přeceňovat. Předně je třeba odmítnout úvahy stěžovatelky o tom, že uplatnění protinávrhu akcionářem k záležitosti projednávané na valné hromadě představuje pouhý podnět pro představenstvo, který by teprve po kladném stanovisku tohoto orgánu měl být projednán na valné hromadě. Takový náhled na vzájemný vztah představenstva a valné hromady neodpovídá právní úpravě obsažené v ZOK. Valná hromada je nejvyšším orgánem akciové společnosti jakožto společnosti kapitálové (§ 44 odst. 1 ZOK) a představuje prostor pro uplatňování práv svých členů – akcionářů a pro rozhodování jménem společnosti v mezích zákonné působnosti tohoto orgánu (§ 151 odst. 1 zákona č. 89/2012 Sb., občanského zákoníku, ve spojení s § 398 ZOK), nikoliv jakousi platformu pro diskusi s představenstvem, jak nesprávně naznačuje stěžovatelka. Představenstvo jistě plní mj. prostřednictvím svých stanovisek roli ve vztahu k podpoře ekonomicky racionálního rozhodování akcionářů, není však možné dovozovat, že by jeho případné negativní stanovisko k protinávrhu akcionáře mělo bez dalšího činit tento návrh irrelevantním. Je tomu právě naopak – lze si těžko představit, že by průměrně rozumný investor, mající základní vhled do způsobu fungování kapitálových společností, při posouzení, zda alespoň pravděpodobně dojde k uskutečnění obsahu protinávrhu, nevzal v potaz, že za daným protinávrhem stojí akcionář mající dostatečný rozsah hlasovacích práv k jeho přijetí, a své důvodné očekávání ve vztahu k tomuto protinávrhu by odvíjel až od obsahu stanoviska představenstva, tj. orgánu, který se na přijímání jednotlivých usnesení v rámci valné hromady nijak nepodílí.

[19] Stěžovatelka má jistě pravdu, že ne každý (proti)návrh majoritního akcionáře musí být valnou hromadou nutně přijat (majoritní akcionář může hypoteticky změnit z různých důvodů názor na danou problematiku), ve shodě s městským soudem a žalovanou má však NSS za to, že sama kvalita majoritního akcionáře činí jeho protinávrhy významnými pro investorskou veřejnost, neboť klíčovým hlediskem z pohledu nařízení MAR je nikoliv jistota, že určitá událost, k níž se informace vztahuje, nastane, ale toliko její potencialita, která je u jednání majoritního akcionáře dána v zásadě bez dalšího. NSS se stěžovatelkou souhlasí také v tom směru, že i návrh majoritního akcionáře může být ekonomicky iracionální či jinak nevhodný pro rozvoj společnosti, přičemž je rolí představenstva na tyto negativní dopady akcionáře upozornit. Ani tento hypotetický případ ovšem nemá žádný vliv na přesnost informace podle čl. 7 odst. 2 nařízení MAR, význam ekonomicky nevhodného návrhu majoritního akcionáře se promítne do čtvrtého znaku definice vnitřní informace ve smyslu čl. 7 odst. 1 nařízení MAR, tj. naplnění možnosti významného (v tomto případě negativního) dopadu na cenu finančních nástrojů dotčené společnosti. V nynější věci se navíc rozsah a podmínky návrhu na zvýšení dividendy investorské veřejnosti nespíše nemohly jevit jako zjevně iracionální či excesivní (zvýšení dividendy o 4 Kč na akcii z původních 44 Kč na 48 Kč, tj. o necelých 10 % původního návrhu), jakkoli jeho konkrétní ekonomické dopady na stěžovatelku mohly být negativní.

pokračování

[20] Ve vztahu k jasně formulovanému a konkrétnímu protinávruh majoritní akcionářky v nyní projednávané věci je nepřipadný též argument stěžovatelky, že představenstvo nemusí vůbec protinávruh akcionáře na pořad valné hromady zařadit, což podle jejího mínění relativizuje důvodnost očekávání schválení takového návrhu až do okamžiku zveřejnění stanoviska představenstva. NSS zdůrazňuje, že oprávnění nezařadit určitý (proti)návruh akcionáře k projednání na valné hromadě se může z povahy věci týkat toliko zcela výjimečných případů nesrozumitelných či zjevně nezákonných návrhů, jejichž schválení by vedlo k neplatnosti usnesení valné hromady. Sama stěžovatelka v tomto směru v kasační stížnosti uvádí, že její představenstvo v minulosti využilo tohoto oprávnění právě u protinávruhu stíženého výše popsanými zásadními vadami, jehož původcem byl jeden z minoritních akcionářů stěžovatelky. Tento stěžovatelkou uvedený příklad sám o sobě demonstruje neudržitelnost zvolené argumentační linie v nyní projednávané věci, neboť skutkový stav je diametrálně odlišný – NSS znovu připomíná, že autorkou posuzovaného protinávruhu je majoritní akcionářka stěžovatelky, plně odborně vybavená k formulaci na valné hromadě projednatelných protinávruhů – kvalitu a preciznost protinávruhu v této věci ostatně stěžovatelka ani nijak konkrétně nezpochybňuje.

[21] Nejvyšší správní soud neshledal důvodnou ani polemiku stěžovatelky týkající se výkladu čl. 17 odst. 1 věty druhé nařízení MAR, podle něhož *emitent zajistí, aby vnitřní informace byly zveřejněny způsobem, který umožní rychlý přístup a úplné, správné a včasné posouzení informací ze strany veřejnosti*. Stěžovatelka v tomto směru uvádí, že i pokud by byl protinávruh vnitřní informací, musela by jej nejprve posoudit a doplnit o kontext, aby zajistila jeho úplné a správné posouzení veřejností. Je však třeba si uvědomit, že okolnosti, o které se ve svých úvahách opírá stěžovatelka (neúplnost návrhu, chybějící kontext pro jeho přijetí), se s problematikou řešenou v čl. 17 odst. 1 věta druhá nařízení MAR (tj. způsob zveřejňování vnitřních informací) zcela míjejí, neboť se týkají samotné povahy a kvality posuzované informace, tedy toho, zda jde o informaci naplňující definiční znaky vnitřní informace ve smyslu čl. 7 odst. 1 nařízení MAR (srov. rozsudek Soudního dvora EU ze dne 11. března 2015, *Lafonta*, C-628/13, EU:C:2015:162, bod 31). Případná aplikace stěžovatelkou odkazovaného čl. 17 odst. 1 věty druhé nařízení MAR tedy nastupuje až v případě splnění podmínek vymezených v čl. 7 odst. 1 téhož nařízení a smyslem úpravy v něm obsažené je „toliko“ vymezení obecných principů, kterým musí emitent dostát při šíření vnitřní informace vůči investorské veřejnosti. Konkrétní technická řešení umožňující zajištění způsobu zveřejnění ve smyslu požadavků čl. 17 odst. 1 věty druhé nařízení MAR (tj. rychlý přístup k vnitřní informaci včetně možnosti jejího úplného, správného a včasného posouzení) pak vymezuje prováděcí nařízení Komise (EU) 2016/1055 ze dne 29. června 2016 (dále jen „prováděcí nařízení“). V tomto směru je proto nezbytné provést i určitou korekci odůvodnění městského soudu, který v bodě 32 svého rozsudku hypoteticky připouští eventuální potřebu doplňovat kontext protinávruhu před jeho zveřejněním na základě čl. 17 odst. 1 věty druhé nařízení MAR, ale zároveň zdůrazňuje, že v nyní projednávané věci taková potřeba nenastala jednak z důvodu pasivity stěžovatelky, která se v tomto směru omezila pouze na obecné proklamace, jednak z důvodu konkrétnosti a jednoznačnosti protinávruhu v posuzovaném případě. Ač věcně NSS s městským soudem souhlasí (stěžovatelka byla vskutku pasivní ve svých tvrzeních týkajících se údajné nutnosti doplnit protinávruh; zároveň je protinávruh zcela konkrétní a jednoznačný), tyto závěry nemají místo při aplikaci čl. 17 odst. 1 věty druhé nařízení MAR, v jehož rámci činěné úvahy se mohou

vztahovat pouze k otázkám šíření vnitřní informace (například, zda ten či onen způsob zveřejnění vnitřní informace naplňuje výše uvedené požadavky vymezené v čl. 17 odst. 1 věty druhé nařízení MAR), o čemž však v nyní projednávaném případě spor veden nebyl.

[22] Nejvyšší správní soud se rovněž neztotožnil se stěžovatelkou prezentovaným výkladem pojmu „co nejdříve“, s nímž operuje čl. 17 odst. 1 věta první MAR, podle níž *emitent je povinen co nejdříve informovat veřejnost o vnitřních informacích, jež se tohoto emitenta přímo týkají*. Při úvahách o obsahu tohoto neurčitěho právního pojmu je podle NSS třeba mít na paměti účel, k jehož dosažení právě citovaný článek nařízení MAR směřuje. Tímto účelem je řádné a transparentní fungování finančního trhu v EU včetně zajištění důvěry investorů v emity působící na tomto trhu [viz např. body 2, 49, 55 odůvodnění (considérants) nařízení MAR]. Konkrétně jde o dosažení co možná největšího zkrácení nežádoucího stavu, přímo ohrožujícího právě uvedené hodnoty, který spočívá v rozdílné úrovni informovanosti investorské veřejnosti a „zasvěcených osob“ a trvá až do okamžiku zveřejnění vnitřní informace. Klíčem k řádnému naplnění neurčitěho právního pojmu „co nejdříve“ tudíž nebude stěžovatelkou prováděná právní komparace délek lhůt obsažených v jiných předpisech, ale skutkové zhodnocení konkrétní povahy a podoby vnitřní informace v posuzovaném případě z hlediska nalezení optimálního, tj. co nejrychlejšího způsobu jejího zveřejnění, který by zároveň dostal i dalším požadavkům obsaženým v čl. 17 odst. 1 věty druhé nařízení MAR (viz předcházející bod rozsudku) a prováděcího nařízení. V nyní projednávaném případě vnitřní informace představuje stručný protinávrh s jasně vymezeným předmětem, stěžovatelka ji tedy měla v zásadě okamžitě zveřejnit technickými prostředky vzdálené komunikace předpokládanými prováděcím nařízením, například umístěním na své internetové stránky.

[23] Důvodnými podle NSS nejsou ani stěžovatelčiny námitky týkající se tvrzeného opomenutí jejich argumentů a s nimi souvisejících důkazů ze strany městského soudu.

[24] V prvé řadě je nezbytné odmítnout jako nedůvodné tvrzení o tom, že městský soud „ignoroval“ důkaz stanoviskem představenstva stěžovatelky k posuzovanému protinávru. Z bodu 10 jeho rozsudku totiž vyplývá, že dané stanovisko tvoří součást správního spisu, není jej tudíž nutné provádět k důkazu při jednání soudu. Zároveň není pravdou, že by se městský soud „usvědčoval“ z neznalosti předmětného stanoviska, které ani podrobněji nehodnotil z důvodu naprosté obecnosti tvrzení stěžovatelky k relevanci stanoviska pro posouzení projednávané věci, jak je uvedeno v bodě 32 rozsudku městského soudu. Z hlediska závěru o nedůvodnosti této kasační námitky je však stěžejní, že stěžovatelka pomíjí, že zmínka městského soudu o obecnosti tvrzení stran významu stanoviska představenstva byla v rozsudku pronesena toliko *obiter dictum*, neboť klíčový rozhodovací důvod městský soud vystavěl na tom, že samotný protinávrh představoval bez dalšího vnitřní informaci ve smyslu čl. 7 odst. 1 nařízení MAR, a tudíž vyčkávání na stanovisko (ať už jakéhokoliv obsahu) bylo nadbytečné a v rozporu s citovaným nařízením.

[25] Stěžovatelka se dále mylí, když uvádí, že městský soud opomenul důkaz tweetem menšinového akcionáře Michala Šnobra, jímž stěžovatelka ilustrovala možné nežádoucí následky okamžitého zveřejnění protinávru bez stanoviska představenstva. Městský soud se tweetu daného investora podrobně věnuje v bodě 33 svého rozsudku a hodnotí skutečnosti z něj vyplývající. Samotný nesouhlas stěžovatelky s tímto hodnocením nelze

pokračování

podřadit pod kasační důvod ve smyslu § 103 odst. 1 písm. d) s. ř. s. spočívající ve vadě řízení před městským soudem či dokonce v nepřezkoumatelnosti jeho rozsudku. V tomto směru nelze nezmínit, že stěžovatelkou provedená interpretace tweetu pana Š., podle které z něj vyplývají obavy o solventnost stěžovatelky, naopak jednoznačně potvrzuje konkrétnost a kurzotvorný charakter předmětné informace, a tudíž i naplnění definice vnitřní informace ve smyslu čl. 7 odst. 1 nařízení MAR. I pokud by stěžovatelka ve svém výkladu vůle pana Š. měla pravdu a vskutku by daná vnitřní informace byla způsobila negativně ovlivnit její oprávněné zájmy, připadal by potenciálně v úvahu postup podle čl. 17 odst. 4 nařízení MAR, který za splnění určitých podmínek připouští, že *emitent nebo účastník trhu s povolenkami na emise může na svou vlastní odpovědnost odložit zveřejnění vnitřních informací*. Jak ovšem správně poznamenal městský soud v bodě 42 svého rozsudku, tímto způsobem stěžovatelka nepostupovala.

[26] V nyní projednávané věci se opakovaně, v rámci jednotlivých kasačních (žalobních) námitek, objevuje polemika ohledně vzájemného vztahu ZOK a nařízení MAR, a to zejména pokud jde o význam povinnosti představenstva stěžovatelky zveřejňovat k akcionářským (proti)návrhům svá stanoviska podle § 362 odst. 1 ZOK při posuzování naplnění definice vnitřní informace ve smyslu nařízení MAR. Zatímco stěžovatelka dovozuje, že ZOK má vůči MAR postavení *lex specialis* a stěžovatelka tedy plní své povinnosti plynoucí z nařízení MAR prostřednictvím stanoviska představenstva podle § 362 odst. 1 ZOK, žalovaná a městský soud mají naopak za to, že nařízení MAR je ve vztahu speciality vůči právní úpravě obchodních korporací v ZOK, ale i vůči evropským předpisům, které ZOK transponuje do českého právního řádu, konkrétně vůči směrnici Evropského parlamentu a Rady 2007/36/ES ze dne 11. července 2007 o výkonu některých práv akcionářů ve společnostech s kótovanými akciemi a vůči směrnici Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/828 ze dne 17. května 2017, kterou se mění směrnice 2007/36/ES, pokud jde o podporu dlouhodobého zapojení akcionářů. Při odpovědi na otázku vzájemného vztahu shora relevantních právních pravidel obsažených ve shora uvedených předpisech je z pohledu NSS podstatný jejich účel, na jehož rozdílném charakteru se v zásadě městský soud (žalovaná) se stěžovatelkou shodují. ZOK a výše uvedené směrnice mají soukromoprávní povahu, přičemž cílí na zajištění možnosti řádné participace na valných hromadách akciových společností, tj. na úpravu vnitřních poměrů korporací – osob soukromoprávní povahy, a sankci za porušení pravidel v nich obsažených představuje typicky institut neplatnosti valné hromady. Nařízení MAR, jak již bylo uvedeno výše, má jiný účel – týká se veřejnoprávní regulace fungování finančního trhu a zajištění důvěry v něj, čemuž odpovídají i nástroje sankcionování případných pochybení, tj. možnost ukládání správních trestů – pokut. S ohledem na odlišný účel těchto právních úprav, předmět jimi regulovaných vztahů a nástrojů k zajištění jejich fungování má NSS, na rozdíl od účastníků řízení i městského soudu, za to, že nelze obecně říci, že jsou v poměru obecnosti a speciality. Platí pouze, že akciová společnost, na niž dopadají pravidla obou těchto předpisů, je povinna obojí dodržet a případné zdánlivé napětí mezi nimi řešit s ohledem na smysl a účel obou skupin pravidel. Lze tudíž uzavřít, že odkazy stěžovatelky na ZOK, resp. shora uvedené směrnice, jsou z hlediska naplnění definice vnitřní informace podle nařízení MAR a s tím související veřejnoprávní odpovědnosti stěžovatelky za řádné nakládání s těmito informacemi, irrelevantní. Z tohoto důvodu proto postrádá význam, aby NSS pokládal předběžnou otázku SDEU na vztah nařízení MAR a směrnice 2007/36/ES, jak požaduje stěžovatelka.

[27] Nejvyšší správní soud neshledal důvodnými ani obecně formulované námitky porušení základních zásad správního řízení. Pokud se jedná o tvrzené porušení zásady zákonnosti v důsledku nedostatečného zkoumání materiální stránky přestupku, pak NSS odkazuje na bod 44 rozsudku městského soudu, v němž je podrobně vysvětleno, proč se správní orgány touto otázkou v běžných případech nemusí ve svých úvahách výslovně zabývat. Co se týče výhrad stěžovatelky k naplňování zásady materiální pravdy, presumpce neviny a zákonného ukládání sankcí, platí, že stěžovatelka ustrnula v rovině naprosté obecnosti svých tvrzení, proto NSS nezbyvá než uvést, že danými otázkami se městský soud řádně zabýval a dovedl k nim logické a odůvodněné závěry, z nichž nelze shledat nic, co by svědčilo o porušení stěžovatelkou zmíněných základních zásad správního řízení.

IV. Závěr a náklady řízení

[28] NSS neshledal kasační stížnost důvodnou, a proto ji v souladu s § 110 odst. 1 větou druhou s. ř. s. zamítl.

[29] O náhradě nákladů řízení soud rozhodl podle § 60 odst. 1 za použití § 120 s. ř. s. Stěžovatelka nemá právo na náhradu nákladů řízení o kasační stížnosti, neboť ve věci neměla úspěch. Žalované žádné náklady nad rámec její úřední činnosti nevznikly, a proto jí soud náhradu nákladů řízení o kasační stížnosti nepřiznal.

Poučení: Proti tomuto rozsudku **n e j s o u** opravné prostředky přípustné.

V Brně dne 9. září 2025

Eva Šonková
předsedkyně senátu