



ČESKÁ REPUBLIKA  
ROZSUDEK  
JMÉNEM REPUBLIKY

Městský soud v Praze rozhodl v senátě složeném z předsedy senátu JUDr. Slavomíra Nováka a soudkyně Mgr. Jany Jurečkové a Mgr. Andrey Veselé ve věci

žalobkyně

**Saunia, s.r.o., IČ: 27633594,**  
se sídlem Olivova 2096/4, Praha 1,

zastoupené

Mgr. Ing. Štěpánem Klečkem, advokátem  
se sídlem V parku 2316/12, Praha 4 – Chodov,

proti

žalované

**Česká národní banka,**  
se sídlem Na Příkopě 864/28, Praha 1 – Nové Město,

v řízení o žalobě proti rozhodnutí žalované ze dne 17. 10. 2024, č. j.  
2024/116697/CBN/110,

**takto:**

I. Žaloba se zamítá.

II. Žádný z účastníků nemá právo na náhradu nákladů řízení.

Shodu s prvopisem potvrzuje J. V.

## Odůvodnění:

### I. Základ sporu

1. Rozhodnutím České národní banky jako správního orgánu prvního stupně č. j. 2024/85159/650 ze dne 18. 7. 2024, byla žalobkyně uznána vinnou z toho, že

*i) v období od 25. 8. 2022 do 14. 11. 2022 prostřednictvím svých internetových stránek [www.saunia.cz](http://www.saunia.cz) oslovoval v České republice veřejnost s nabídkou úpisu dluhopisů SAUNIA 9,90/26, ISIN CZ0003543563, kdy celková jmenovitá hodnota nabízených dluhopisů odpovídala 19 750 000 Kč (dále „Emise C“), tedy činil veřejnou nabídku ve smyslu č. 2 písm. d) Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1129 ze dne 14. 6. 2017 o prospektu, který má být uveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu, a o zrušení směrnice 2003/71/ES (dále „Nařízení o prospektu“), a to aniž by na počátku uvedeného období uveřejnil prospekt nabízeného cenného papíru schválený Českou národní bankou nebo orgánem dohledu jiného členského státu Evropské unie, a*

*ii) ke dni 29. 5. 2023 uveřejnil na internetových stránkách [www.dluhopisy.saunia.cz](http://www.dluhopisy.saunia.cz) propagační sdělení ohledně veřejné nabídky dluhopisů emitenta Saunia Finance, s.r.o., ISIN CZ0003542888 (dále „Emise D“), které neobsahovalo výrazným způsobem uvedené slovní spojení „propagační sdělení“, dále neobsahovalo prohlášení o tom, že schválení prospektu by se nemělo chápat jako potvrzení cenných papírů, které jsou nabízeny nebo přijaty k obchodování na regulovaném trhu, dále neobsahovalo doporučení, aby si potenciální investoři přečetli prospekt před učiněním investičního rozhodnutí, aby tak plně pochopili potenciální rizika a výnosy spojené s rozhodnutím investovat do cenných papírů, a v rozporu s informací uvedenými v prospektu Emise D obsahovalo informaci o tom, že emise dluhopisů byla zajištěná,*

2. Žalobkyně byla shledána vinnou z přestupků podle ustanovení § 183 odst. 1 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, za což jí byla uložena pokuta ve výši 300 000 Kč.
3. Proti rozhodnutí žalobkyně podala rozklad, o němž rozhodla žalovaná žalobou napadeným rozhodnutím tak, že změnila část výroku i) tak, že slova: „v období od 25. 8. 2022 do 14. 11. 2022 prostřednictvím svých internetových stránek [www.saunia.cz](http://www.saunia.cz) oslovovala v České republice veřejnost s nabídkou úpisu dluhopisů SAUNIA 9,90/26, ISIN CZ0003543563, kdy celková jmenovitá hodnota nabízených dluhopisů odpovídala 19 750 000 Kč, tedy činila veřejnou nabídku ve smyslu čl. 2 písm. d) nařízení 2017/1129, a to aniž by na počátku uvedeného období uveřejnila prospekt nabízeného cenného papíru schválený Českou národní bankou nebo orgánem dohledu jiného členského státu Evropské unie“

nahradila slovy:

*„a) od 15. 6. 2022 do září 2022 telefonicky a emailem oslovovala předem vybraných 148 osob s informacemi o podmínkách nabídky, včetně emisních podmínek, dluhopisů SAUNIA 9,90/23, ISIN CZ0003540973, přičemž celková jmenovitá hodnota těchto nabízených dluhopisů odpovídala 60 000 000 Kč, a současně*

*b) v období od 25. 8. 2022 do 14. 11. 2022 uveřejnila na svých volně přístupných internetových stránkách [www.saunia.cz](http://www.saunia.cz) informace o podmínkách nabídky a o dluhopisech SAUNIA 9,90/26,*

Shodu s prvopisem potvrzuje J. V.

*ISIN CZ0003543563, včetně emisních podmínek, ročních výnosů, minimální výše investice, jmenovité hodnoty dluhopisů, splatnosti dluhopisů a období emise dluhopisů, kdy celková jmenovitá hodnota těchto nabízených dluhopisů odpovídala 19 750 000 Kč,*

*tedy činila veřejnou nabídku ve smyslu čl. 2 písm. d) nařízení 2017/1129, a to, aniž by na počátku uvedeného období uveřejnila prospekt nabízeného cenného papíru schválený Českou národní bankou nebo orgánem dohledu jiného členského státu Evropské unie“;*

a ve zbytku napadené rozhodnutí potvrdila.

4. Žalobkyně napadla rozhodnutí žalované žalobou, jíž se domáhá jeho zrušení.

## II.

### Obsah žaloby a vyjádření žalovaného

5. V podané žalobě žalobkyně vylíčila skutkový stav, s tím že učinila trojí nabídku úpisu dluhopisů, a to konkrétně:
- i. emisi SAUNIA 13,00/25, ISIN CZ 0003542672, s celkovou předpokládanou jmenovitou hodnotou 4 000 000,- EUR a jmenovitou hodnotou dluhopisu ve výši 1 000,- EUR (dále jen „EMISE A“), která byla nabídnuta a plně upsána 2 kvalifikovanými investory, a to (i) CVI CEE PRIVATE DEBT FUND S.C.A. SICAV-RAIF, reg. č. 8085376328, se sídlem 15, boulevard F. W. Raiffeisen, L-2411, Luxembourg, Lucemburské velkovévodství a (ii) Noble Fund Mezzanine Fundusz Inwestycyjny Zamkniety Aktywów Niepublicznych, LEI 259400A2A9TGOU2MFS11, se sídlem c/o Noble Funds Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Spółka Akcyjna, 2 C, Warszawa Rondo Ignacego Daszyńskiego 2C;
  - ii. emisi SAUNIA 9,90/23, ISIN CZ 0003540973, s celkovou předpokládanou jmenovitou hodnotou 60 000 000,- Kč a jmenovitou hodnotou dluhopisu ve výši 10 000,- Kč (dále jen „EMISE B“), kterou žalobkyně oslovila celkem 148 osob, z nichž 75 osob upsalo dluhopisy souhrnně ve jmenovité hodnotě celkem 32 000 000,- Kč; a
  - iii. emisi SAUNIA 9,90/26 (dále jako „EMISE C“), podlimitní emise ve smyslu výjimky de minimis podle čl. 1 odst. 3 Nařízení o prospektu s celkovou předpokládanou jmenovitou hodnotou 19 750 000,- Kč a jmenovitou hodnotou dluhopisu ve výši 10 000,- Kč, kdy tato Emise C byla nabízena veřejně na stránkách žalobkyně. Datum emise bylo dle emisních podmínek stanoveno na 1. 9. 2022, přičemž tato emise byla upsána 99 osobami v plné výši.
6. Žalobkyně pokládá napadené rozhodnutí za nezákonné a namítá, že:
7. Při emitování EMISE C nedošlo ze strany žalobkyně k žádnému pochybení, neboť nejsou splněny podmínky pro sčítání limitů pro EMISI B a EMISI C, tudíž se žalobkyně nedopustila výše popsaného přestupku A;
8. EMISI B a EMISI C nelze sčítat, neboť nedošlo k naplnění veškerých podstatných jednotlicích prvků, když zejména každá emise byla určena pro jiný okruh investorů, tudíž nemohlo dojít k záměně;
9. Pro rozdělení emisí byl na straně žalobkyně dán legitimní důvod, a to zejména možnost nabídnutí „přednostního práva“ k úpisu dluhopisů v rámci EMISE B přímým oslovením uzavřeného okruhu osob z řad stávajících investorů, tedy jednalo se o neveřejnou emisi, naproti tomu EMISE C představovala veřejnou nabídku neomezenému okruhu osob prezentovanou na webových stránkách;

Shodu s prvopisem potvrzuje J. V.

10. Jak na EMISI A, tak na EMISI B, se pro splnění podmínek vyloučení uplatnění nařízení o prospektu toto nařízení vůbec neuplatní, a nelze tedy ani dospět k závěru, že by se uplatnilo jakékoliv sčítání EMISE B a EMISE C.
11. Nelze kombinovat nadlimitní emisi EMISI B (u které není povinnost uveřejnit prospekt) a podlimitní emisi EMISI C pro účely sčítání, jelikož k tomu není podklad ani v nařízení o prospektu, ani v interpretaci žalované.
12. Žalovaná nesprávně bez zákonného podkladu aplikuje svůj autoritativní výklad pojmu „veřejnost“ na Nařízení o prospektu, když toto s tímto pojmem primárně nepracuje a kdy se žalovaná při své interpretaci opírá o zcela nesouvisející právní předpis (č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech - dále jen „ZISIF“).
13. Nedošlo ani ke spáchání popsaného přestupku B, když údajně absentující informace na webových stránkách <https://dluhopisy.saunia.cz> byly uveřejněny a tyto byly na základě upozornění žalované ze dne 29. 5. 2023 pouze upřesněny a doplněny, jak vyplývá ze screenshotů pořízených dne 4. 6. 2023;
14. Ze strany žalované došlo k nesprávnému posouzení údajné propagace zajištění dluhopisů vydávaných žalobkyní, když žalovaná nesprávně interpretovala pouze jednu větu vytrženou z kontextu celého sdělení. Kontext celého sdělení jednoznačně připouští rizika investování do dluhopisů žalobkyně, přičemž uvádí, že pokud bude nutné závazky z dluhopisů uspokojit jinak než dle podmínek emise, pak žalobkyně má dostatek majetku k takovému uspokojení.
15. V rámci první žalobní námitky žalobkyně namítá, že se nedopustila přestupku označeného pod písmenem **A**), který jí byl rozhodnutím žalované přičten k tíži. Žalobkyně považuje rozhodnutí žalované za nesprávné, a to jak po stránce skutkové, tak právní. Nesouhlasí se závěry, k nimž dospěl správní orgán prvního stupně, jakož i žalovaná, zejména pokud jde o posouzení jednotlivých emisí jako veřejných nabídek cenných papírů. Rovněž nesouhlasí se způsobem, jakým správní orgány přistoupily ke sčítání jednotlivých emisí, konkrétně emisí označených jako B a C.
16. Žalobkyně konkrétně namítá, že žalovaná ohledně EMISE A dospěla k závěru, že se nejedná o veřejnou nabídku, neboť tato emise byla určena výlučně předem vybraným konkrétním investorům. V důsledku toho žalovaná tuto emisi nezahrnula do celkového posouzení. V tomto případě žalovaná uznala, že emise naplňuje podmínky výjimky z povinnosti uveřejnit prospekt dle čl. 3 odst. 1 nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1129 o prospektu, ve spojení s čl. 1 odst. 4 písm. a) téhož nařízení (dále jen „nařízení“).
17. Naopak v případě emisí označených jako B a C dospěla žalovaná k opačnému závěru. Postupovala přitom podle principu vyjádřeného v čl. 1 odst. 3 uvedeného nařízení a sčítala celkové hodnoty protiplnění za jednotlivé emise. Podle závěrů žalované žalobkyně emitovala v rámci těchto emisí dluhopisy v celkové hodnotě 79 750 000 Kč, čímž byl překročen limit pro tzv. podlimitní emise. Z tohoto důvodu měla být žalobkyně podle žalované povinna uveřejnit prospekt schválený Českou národní bankou nebo příslušným orgánem jiného členského státu Evropské unie.
18. Tyto závěry žalovaná formulovala v bodech 15 a 16 rozhodnutí správního orgánu prvního stupně a následně se s nimi ztotožnila i v rozhodnutí napadeném žalobou. Se závěry, k nimž žalovaná dospěla, však žalobkyně zásadně nesouhlasí. Namítá, že EMISI B nelze

Shodu s prvopisem potvrzuje J. V.

považovat za veřejnou nabídku, neboť nabídka byla adresována pouze omezenému okruhu 148 konkrétních osob, které již v minulosti investovaly do dluhopisů žalobkyně. Jednalo se o osoby, s nimiž žalobkyně měla vybudované obchodní vztahy. Oslovení těchto investorů probíhalo individuálně, a to prostřednictvím telefonické nebo e-mailové komunikace.

19. Ve vztahu k této emisi žalobkyně nesouhlasí s argumentací uvedenou v bodě 18 rozhodnutí žalované, jakož i v bodě 16 rozhodnutí správního orgánu prvního stupně. Žalovaná sice dospěla k závěru, že emise sama o sobě splňuje podmínky výjimky z povinnosti uveřejnit prospekt, nicméně tento závěr v rozhodnutí výslovně neuvádí a neodůvodňuje jej. V rozhodnutí pouze obecně odkazuje na „dlouhodobou metodickou a rozhodovací praxi“, což však podle žalobkyně nemůže postačovat jako řádné odůvodnění závěru, že žalobkyně porušila povinnosti vyplývající z uvedeného nařízení. Takový postup žalované představuje pochybení při výkladu právní normy a zároveň zasahuje do legitimního očekávání žalobkyně, která při realizaci emise B vycházela z tehdy platného právního rámce.
20. Žalobkyně dále namítá, že výklad zaujatý žalovanou je nepřípustný, vnitřně rozporný a matoucí. To se projevuje i v argumentaci uvedené v bodě 22 rozhodnutí správního orgánu prvního stupně, kde žalovaná dospěla k závěru, že nabídka EMISE A postrádá prvek veřejnosti, neboť byla učiněna konkrétním právníckým osobám. V bodě 17 napadeného rozhodnutí pak žalovaná tvrdí, že EMISI A nevyloučila z důvodu, že by šlo o veřejnou nabídku spadající pod výjimku dle čl. 1 odst. 4 písm. a) nařízení, ale proto, že správní orgán neprokázal, že se jednalo o veřejnou nabídku, neboť zjištění nasvědčovala tomu, že nabídka směřovala pouze ke dvěma kvalifikovaným investorům.
21. Žalobkyně v této souvislosti poukazuje na to, že emise nabízené kvalifikovaným investorům a emise nabízené omezenému počtu osob (do 150) spadají pod tutéž výjimku uvedenou v čl. 1 odst. 4 písm. a) a b) nařízení. Je proto nepřípustné, aby žalovaná u každé z těchto kategorií emisí, které naplňují stejné charakteristické znaky, dospěla k rozdílnému závěru ohledně jejich veřejného charakteru.
22. V bodu 23 rozhodnutí správního orgánu prvního stupně žalovaná uvádí, že v případě EMISE B se jednalo o veřejnou nabídku, neboť podle jejího názoru byla naplněna pluralita na straně adresátů této nabídky. Tuto argumentaci dále rozvíjí s tím, že pro posouzení veřejného charakteru nabídky je rozhodující výlučně počet oslovených osob, bez ohledu na skutečnost, že nabídka byla adresována výhradně předem vybranému okruhu investorů. Tento závěr je však v přímém rozporu se závěrem, k němuž žalovaná dospěla v případě EMISE A, kde obdobné okolnosti vedly k opačnému právnímu hodnocení.
23. Žalovaná považuje za nabídku učiněnou veřejnosti každou nabídku, při níž dojde k oslovení více než 20 osob, s výjimkou případů, kdy se jedná o kvalifikované investory. V bodě 18 napadeného rozhodnutí žalovaná odkazuje na definici pojmu „veřejnost“ obsaženou v § 295a odst. 2 ZISIF. V rámci této citace však žalovaná záměrně opomíjí část ustanovení, která výslovně stanoví, že se dané vymezení vztahuje pouze na nabídky investic do investičního fondu nebo do zahraničního investičního fondu, nikoliv na nabídky dluhopisů.
24. Žalovaná přitom dne 23. 4. 2018 zveřejnila stanovisko s názvem „*Pojem veřejnost v předpisech na finančním trhu*“, v němž sama uvádí, že pokud číselné kritérium (20 osob) nevyplývá přímo z textu zákona nebo se na daný případ § 295a ZISIF, má toto kritérium pouze podpůrný charakter. V projednávané věci sice došlo k oslovení více než 20 osob, avšak šlo o konkrétní jednotlivce, kteří byli předem vybráni. Žalobkyně je přesvědčena, že

Shodu s prvopisem potvrzuje J. V.

při výkladu pojmu „veřejnost“ nelze mechanicky vycházet z definice uvedené v § 295a ZISIF.

25. Na rozdíl od pojmu „veřejnost“ je v samotném nařízení o prospektu definován pojem „veřejná nabídka“, a to jako sdělení osobám v jakékoliv formě a jakýmkoliv způsobem, jehož cílem je nabídnout cenné papíry. Tato definice však nutně neznamená, že každá nabídka učiněná více osobám je zároveň nabídkou veřejnou. Žalobkyně má za to, že pojem „veřejnost“ je třeba vykládat podle jeho jazykového a logického významu, tedy jako neomezený a předem neurčený okruh subjektů. V případě EMISE B však k takové situaci nedošlo – byli osloveni výhradně předem vybraní investoři, přičemž výběr byl selektivní a směřoval k okruhu dřívějších investorů.
26. Koncepce nařízení o prospektu není postavena na obecné definici veřejné nabídky, ani na pojmu veřejnost, ale na povinnosti vypracovat a uveřejnit prospekt v případech, kdy nejsou naplněny podmínky některé z výjimek. Pokud je výjimka naplněna, nařízení se na danou emisi vůbec neaplikuje. Žalobkyně proto trvá na tom, že neexistuje legitimní důvod, aby si žalovaná jako správní orgán svévolně vykládala pojem „veřejnost“ a tento výklad následně vztahovala na pojem „veřejná nabídka“ ve smyslu nařízení. Takový postup je nezákonný.
27. Žalobkyně dále odkazuje na body 10 a 25 rozhodnutí správního orgánu prvního stupně, v nichž je výslovně uvedeno, že v případě EMISE B počet oslovených osob nedosáhl 150, a tudíž byla naplněna výjimka z povinnosti uveřejnit prospekt podle čl. 1 odst. 4 písm. b) nařízení. Přesto však žalovaná v dalším textu rozhodnutí tvrdí, že se jednalo o veřejnou nabídku, a proto bylo nutné pro účely výjimky *de minimis* počítat nabídku EMISE C s EMISÍ B. Taková argumentace je podle žalobkyně zmatečná a vnitřně rozporná.
28. V bodě 18 napadeného rozhodnutí žalovaná dále konstatuje, že pokud se účastník řízení při emisi pohyboval „blízko hranice“ pro uplatnění výjimky, je podle bankovní rady nesporné, že se jednalo o veřejnou nabídku. I kdyby správní orgán prvního stupně podpůrně nepoužil definici veřejného nabízení dle § 295a odst. 2 ZISIF, žalovaná odkázala na svou rozhodovací praxi, aniž by svou argumentaci dále konkretizovala či odůvodnila.
29. Žalobkyně trvá na tom, že EMISE B jednoznačně splňuje podmínky výjimky dle čl. 1 odst. 4 písm. b) nařízení, neboť se jednalo o neveřejnou emisi dluhopisů určenou konkrétním a předem vybraným investorům z již uzavřeného okruhu subjektů – zcela shodně jako v případě EMISE A. Žalobkyně proto nebyla povinna prospekt uveřejnit ani v případě EMISE B.
30. Žalobkyně dále namítá, že žalovaná nesprávně aplikovala výjimku *de minimis* podle čl. 1 odst. 3 nařízení o prospektu, když počítala hodnoty jednotlivých emisí, konkrétně EMISE B a EMISE C, a dospěla k závěru, že v souhrnu byla překročena hranice 1 000 000 EUR, resp. ekvivalent v českých korunách. Tento postup žalované žalobkyně považuje za nesprávný, neboť jednotlivé emise byly určeny odlišným a předem vybraným okruhům investorů, přičemž každá z nich samostatně naplňovala podmínky některé z výjimek uvedených v čl. 1 odst. 4 nařízení.
31. Žalovaná v napadeném rozhodnutí tvrdí, že i přesto, že EMISE B a EMISE C samostatně nedosáhly limitu 150 oslovených osob, je třeba jejich hodnoty počítat, neboť byly emitovány v časové a věcné souvislosti. Žalobkyně však poukazuje na to, že žádné ustanovení nařízení o prospektu neukládá povinnost počítat hodnoty emisí, pokud každá z nich samostatně naplňuje podmínky výjimky. Naopak, samotné nařízení v čl. 1 odst. 4 písm. a) a b)

Shodu s prvopisem potvrzuje J. V.

výslovně stanoví, že výjimka se vztahuje na jednotlivou nabídku, nikoliv na souhrn více nabídek.

32. Žalobkyně dále zdůrazňuje, že v případě EMISE B i EMISE C šlo o nabídky adresované konkrétním, předem známým osobám, přičemž v žádném případě nebyl osloven neomezený nebo neurčitý okruh subjektů. V případě EMISE B se jednalo o investory, kteří již v minulosti investovali do dluhopisů žalobkyně, a s nimiž měla žalobkyně vybudované obchodní vztahy. V případě EMISE C šlo o obdobný okruh investorů, přičemž nabídka byla realizována prostřednictvím přímé komunikace – telefonicky nebo e-mailem.
33. Žalobkyně rovněž upozorňuje, že žalovaná v napadeném rozhodnutí neuvádí žádné konkrétní skutečnosti, které by svědčily o tom, že by EMISE B a EMISE C byly součástí jediné marketingové kampaně nebo že by byly nabízeny veřejnosti jako jeden celek. Naopak, z obsahu správního spisu vyplývá, že každá z emisí byla připravována a realizována samostatně, s odlišným časovým odstupem a vůči jinému okruhu investorů.
34. Závěr žalované, že žalobkyně byla povinna uveřejnit prospekt z důvodu překročení limitu stanoveného pro výjimku *de minimis*, je proto podle žalobkyně nepřezkoumatelný a v rozporu s právní úpravou. Žalovaná navíc v rozhodnutí neuvádí, na základě jakých konkrétních kritérií dospěla k závěru o věcné a časové souvislosti jednotlivých emisí, a její argumentace tak postrádá náležitosti řádného odůvodnění.
35. Ve druhé části své žalobní argumentace týkající se přestupku brojí žalobkyně proti závěru žalované, že mělo dojít ke sčítání hodnot EMISE B a EMISE C. Podle žalované spočívá podstata přestupku právě v tom, že tyto dvě emise měly být posuzovány společně, a to na základě tzv. přístupu sčítání emisí, jak je uvedeno v bodě 31 rozhodnutí správního orgánu prvního stupně a potvrzeno v napadeném rozhodnutí.
36. Žalobkyně však namítá, že v případě EMISE A se jednalo o neveřejnou nabídku, která neměla být pro účely výjimky *de minimis* do sčítání zahrnuta. V případě EMISE C pak žalovaná dospěla k závěru, že se jedná o nadlimitní veřejnou nabídku, která byla zahájena přibližně 2,5 měsíce po ukončení nabídky EMISE B. Přestože mezi emisemi uplynula doba delší než 12 měsíců, žalovaná dovodila, že z důvodu absence dostatečného časového odstupu je nutné objemy obou nabídek sečíst.
37. Žalobkyně považuje tento závěr za vadný již z toho důvodu, že žalovaná nesprávně kvalifikovala EMISE B jako veřejnou nabídku. Podle žalobkyně se v případě EMISE B jednalo o tzv. „*private placement*“ ve smyslu unijní terminologie. V bodě 30 rozhodnutí správního orgánu prvního stupně žalovaná odkázala na svou dlouhodobou metodiku a rozhodovací praxi ohledně sčítání veřejných nabídek cenných papírů. Nicméně ve stanovisku žalované ze dne 6. 12. 2019 (Stanovisko 2019) je výslovně uvedeno, že podle čl. 1 odst. 3 nařízení o prospektu se do limitní částky nezapočítávají cenné papíry, které byly již dříve nabídnuty neveřejně.
38. Toto stanovisko bylo v době zahájení EMISE B žalobkyni známo a bylo veřejně dostupné. Žalobkyně proto trvá na tom, že EMISE B nebyla veřejnou nabídkou, a tudíž nebylo důvodné ji započítávat do limitu stanoveného v čl. 1 odst. 3 nařízení o prospektu při posuzování EMISE C.
39. Žalovaná se ve své argumentaci opírá o tzv. jednotící prvky, jak jsou uvedeny ve stanovisku z roku 2019 a dále rozvedeny ve stanovisku s názvem „*Sčítání emisí pro účely veřejné nabídky u více emitentů z jednoho podnikatelského seskupení*“, zveřejněném 11. 9. 2023 (dále

Shodu s prvopisem potvrzuje J. V.

jen „Stanovisko 2023“). V bodě 43 rozhodnutí správního orgánu prvního stupně žalovaná konstatuje, že případ žalobkyně naplňuje všechny čtyři jednotící prvky.

40. Se závěry žalované však žalobkyně nesouhlasí. Je přesvědčena, že k naplnění prvků zaměnitelnosti a absence legitimního důvodu pro rozdělení emisí nedošlo. Posouzení věci ze strany žalované podle žalobkyně nevychází z pozitivního práva, nýbrž z účelově konstruovaných kritérií, která žalovaná vymezuje svévolně.
41. Pokud jde o prvek rámcové zaměnitelnosti cenných papírů z pohledu investora, žalovaná v bodě 49 rozhodnutí správního orgánu prvního stupně uvádí, že argumenty žalobkyně týkající se rozdělení potenciálních upisovatelů EMISE B a EMISE C do dvou skupin neobstojí, neboť investoři oslovení v rámci EMISE C představují podmnožinu investorů oslovených v rámci EMISE B. V bodě 30 napadeného rozhodnutí žalovaná dále tvrdí, že prvek rámcové zaměnitelnosti byl naplněn, neboť investoři byli vystaveni v zásadě stejnému riziku selhání emitenta.
42. Žalobkyně však namítá, že EMISE B a EMISE C měly odlišné podmínky splatnosti dluhopisů a že v rámci EMISE B docházelo k přímému oslovení konkrétních investorů. Investoři oslovení v rámci EMISE B sice mohli být součástí širšího okruhu investorů oslovených v rámci EMISE C, avšak opačně to tvrdit nelze – zájemci o EMISE C neměli za žádných okolností přístup k neveřejné EMISE B. Z pohledu investora tak nemohlo dojít k záměně dluhopisů obou emisí, a tudíž nebyla naplněna podmínka zaměnitelnosti.
43. Pokud jde o absenci legitimního ekonomického důvodu pro rozdělení emisí, žalobkyně uvádí, že EMISE B považovala za neveřejnou nabídku určenou uzavřenému okruhu investorů, zatímco EMISE C byla otevřenou emisí určenou neomezenému okruhu osob. V rámci EMISE C se podařilo upsat celou předpokládanou hodnotu dluhopisů, zatímco v případě EMISE B nedošlo k úpisu více než 50 % plánovaného objemu.
44. Žalobkyně dále uvádí, že pokud by došlo ke sloučení obou emisí, bylo by důvodné předpokládat, že investoři, kteří s ní již spolupracovali, by nemuseli být úspěšní při projevení zájmu o úpis veřejně nabízených dluhopisů, nebo by byli předběhnuti zájemci z řad veřejnosti. Z tohoto důvodu existoval legitimní důvod pro rozdělení emisí, a to i za cenu rizika, že nedojde k upsání celého objemu.
45. Žalobkyně má za to, že i v případě EMISE B a EMISE C došlo pouze k naplnění obecných hodnotících prvků, jako je stejný druh cenných papírů a částečné časové překrytí emisí. Z toho však nelze dovodit, že je přípustné tyto emise počítat. Zbývající dva jednotící prvky – zaměnitelnost a absence legitimního důvodu pro rozdělení – naplněny nebyly.
46. Žalobkyně uzavírá svou žalobní argumentaci ve vztahu k přestupku A s tím, že objektivním cílem unijní regulace obsažené v nařízení o prospektu je zamezit situacím, kdy emitent obchází povinnost uveřejnit prospekt tím, že:  
  
buď v průběhu po sobě jdoucích 12 měsíců vydává více podlimitních emisí, jejichž agregovaná hodnota přesahuje 1 000 000 EUR, a tyto emise nabízí veřejnosti, bez ohledu na jejich zaměnitelnost,  
  
nebo vydává nadlimitní emise, které jsou určeny méně než 150 investorům, avšak vykazují jednotící prvky, a tím se snaží vyhnout povinnosti zveřejnit prospekt.
47. V projednávané věci žalobkyně vydala nadlimitní EMISE B, která byla podle jejího názoru realizována na základě výjimky z povinnosti uveřejnit prospekt. Tato emise nebyla určena

Shodu s prvopisem potvrzuje J. V.



náhodným investorům z veřejnosti, ale fakticky představovala prodloužení starší emise, přičemž byla nabízena omezenému a předem známému okruhu investorů. Následně žalobkyně vydala podlimitní EMISI C, která podle jejího názoru nevykazovala žádný jednotící prvek s předchozí emisí.

48. Žalobkyně namítá, že žalovaná nesprávně kombinuje pravidla pro podlimitní a nadlimitní emise. U podlimitních emisí je stanoven časový test 12 měsíců, zatímco u nadlimitních emisí takové časové omezení stanoveno není. Přesto žalovaná tyto dvě kategorie emisí bez dalšího slučuje a aplikuje na ně jednotný výklad, který podle žalobkyně neodpovídá znění nařízení ani jeho účelu.
49. Kombinování emisí bez povinnosti uveřejnit prospekt, jak je uvedeno ve Stanovisku 2019 a Stanovisku 2023, podle žalobkyně neodpovídá unijní právní úpravě a je rovněž v rozporu s předchozí výkladovou praxí žalované. Žalobkyně výslovně nesouhlasí se závěry uvedenými v bodě 51 rozhodnutí správního orgánu prvního stupně a v bodě 26 napadeného rozhodnutí, v nichž žalovaná uzavřela, že žalobkyně v souvislosti s veřejnou nabídkou v průběhu 12 měsíců překročila limitní částku 1 000 000 EUR a nenaplnila podmínky výjimky dle nařízení.
50. Podle žalobkyně nejsou tyto závěry žalované řádně odůvodněny, nemají oporu v unijní legislativě a jsou nepřezkoumatelné. Žalobkyně trvá na tom, že EMISE B a EMISE C je nutno posuzovat odděleně, neboť každá z těchto emisí má odlišný charakter a nelze je sčítat. Na každou z těchto emisí se vztahuje výjimka dle čl. 4 odst. 3, resp. čl. 4 odst. 4 písm. b) nařízení.
51. Pokud jde o přestupek B, jehož se měla žalobkyně dopustit, žalovaná jí vytýká, že na svých webových stránkách uveřejnila propagační sdělení týkající se veřejné nabídky společnosti Saunia Finance s.r.o., IČO 142 38 811, které bylo podle žalované v rozporu se zákonem. Konkrétně mělo propagační sdělení:
  - neobsahovat slovní spojení „propagační sdělení“,
  - neobsahovat prohlášení o tom, že schválení prospektu ze strany České národní banky nemá být chápáno jako potvrzení kvality cenných papírů nabízených k obchodování na regulovaném trhu,
  - neobsahovat doporučení, aby se potenciální investoři podrobně seznámili s prospektem a pochopili případná rizika spojená s investováním do cenných papírů,
  - a v rozporu s prospektem obsahovat informaci o tom, že emise dluhopisů je zajištěná.
52. Tímto jednáním se měla žalobkyně dopustit porušení povinnosti stanovené v čl. 14 nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2019/979 (*kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1129, pokud jde o regulační technické normy pro klíčové finanční informace ve shrnutí prospektu, zveřejňování a klasifikaci prospektů, propagační sdělení týkající se cenných papírů, dodatky prospektu a oznamovací portál, a zrušuje nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) č. 382/2014 a nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/301*).
53. Žalobkyně však namítá, že se přestupku nedopustila, respektive že k přestupku vůbec nedošlo. Podle jejího názoru nelze z údajně absentujících sdělení na webových stránkách dovodit porušení právní povinnosti, a informace o údajném zajištění dluhopisů nelze z kontextu celého textu vyčíst.

Shodu s prvopisem potvrzuje J. V.

54. Pokud jde o označení „*propagační sdělení*“, žalobkyně trvá na tom, že ke dni 29. 5. 2023 bylo toto slovní spojení na webových stránkách uveřejněno dostatečně zřetelně – bylo umístěno uprostřed stránky, černým písmem na bílém podkladě. Ostatně i v napadeném rozhodnutí, konkrétně v bodě 37, je konstatováno, že žalobkyně se slovní spojení *propagační sdělení* nesnažila nikterak schovat.
55. Článek 14 odst. 1 písm. a) nařízení 2019/979 stanoví, že spojení „*propagační sdělení*“ musí být uvedeno výrazným způsobem. Grafické či vizuální požadavky však nejsou konkretizovány. Vzhledem k tomu, že dané slovní spojení bylo umístěno doprostřed webové stránky a zvýrazněno na bílém podkladě, nemůže být podle žalobkyně pochyb o tom, že by pro investory nebylo dostatečně viditelné. Navíc valná většina návštěvníků webových stránek žalobkyně přistupuje k těmto stránkám prostřednictvím mobilních zařízení, na nichž se dané slovní spojení zobrazuje ještě výrazněji.
56. Na základě sdělení správního orgánu žalobkyně navíc upravila grafické umístění slovního spojení „*propagační sdělení*“ tak, aby více vyhovovalo estetickým požadavkům žalované. To vyplývá z předložených snímků obrazovky ze dne 4. 6. 2023.
57. Dále žalobkyně uvedla, že ke dni 4. 6. 2023 bylo na jejích webových stránkách uvedeno následující sdělení:
58. „*Podrobnější informace najdete v prospektu schváleném ČNB. Potencionálním investorům doporučujeme přečíst prospekt než učiní investiční rozhodnutí, aby tak plně pochopily potenciační rizika a výnosy spojené s rozhodnutím investovat do cenných papírů. Schválení prospektu by se nemělo chápat jako potvrzení cenných papírů, které jsou nabízeny nebo přijaty k obchodování na regulovaném trhu.*“
59. Požadovaný text tedy byl uveřejněn.
60. Pokud jde o uveřejnění textu: „*Za emisi dluhopisů ručí společnost Saunia, s.r.o. celým svým majetkem v řádu stovek milionů korun.*“, žalovaná z toho dovodila, že žalobkyně propaguje údajné zajištění vydávaných dluhopisů a tím uvádí potenciální investory v omyl, neboť dluhopisy nebyly zajištěny ani žalobkyní, ani třetí osobou. Žalovaná má za to, že potenciální investoři mohli na základě tohoto sdělení učinit investiční rozhodnutí, které by v případě poskytnutí úplných, pravdivých a nezkrácených informací neučinili.
61. S tímto výkladem však žalobkyně nesouhlasí. Z předložených snímků obrazovky z různých období (nejstarší ze dne 29. 8. 2022, dále ke dni 24. 4. 2023 a následně ke dni 4. 6. 2023) vyplývá, že celý odstavec uveřejněného textu zněl takto:
62. „*Každá investice s sebou nese míru rizika. V rámci dluhopisů míru rizika snižujete tím, že neinvestujete do něčeho neznámého. Naše dluhopisy můžeme opřít o již fungující společnost s 16 pobočkami. Majitelé společnosti jsou zkušení podnikatelé s bohatou historií a obor saunování, ve kterém se rozhodli podnikat, má na českém trhu velký potenciál. Toto jsou všechno faktory, které míru rizika snižují. Za emisi dluhopisů ručí společnost Saunia, s.r.o. celým svým majetkem v řádu stovek milionů korun.*“
63. Nutno podotknout, že nejpozději ke dni 4. 6. 2023 byla poslední věta žalobkyní upravena, a to do následující podoby: „*Obecně za závazky odpovídají společnosti celým svým majetkem.*“
64. Žalobkyně má za to, že význam jedné samostatné věty nelze posuzovat izolovaně, bez kontextu celého odstavce. V citovaném odstavci žalobkyně výslovně uvedla, že každá investice s sebou nese určitou míru rizika, přičemž text spíše představuje popis

podnikatelské činnosti žalobkyně a jejího zaměření na budoucnost podnikatelského záměru, který podle jejího přesvědčení snižuje rizikovost investice do dluhopisů.

65. Znění poslední věty, že za závazky z emise dluhopisů ručí žalobkyně celým svým majetkem, není podle jejího názoru lživé ani zavádějící. Žalobkyně uvádí, že provozuje 16 poboček, což samo o sobě svědčí o likviditě společnosti. Není tedy pravdou, že by v rámci nabídky byly potenciálním investorům prezentovány neúplné, nepravdivé nebo zkreslené informace.
66. Žalobkyně označuje výklad zaujatý žalovanou za tendenční a posouzení textu za nesprávné. Průměrně informovaný investor nemohl z uvedeného textu nabýt dojmu, že se jedná o zajištěné dluhopisy. Závěry napadeného rozhodnutí jsou proto podle žalobkyně nesprávné.
67. Ve třetí části žaloby žalobkyně namítá nepřezkoumatelnost napadeného rozhodnutí, jakož i rozhodnutí správního orgánu prvního stupně. Podle žalobkyně nejsou závěry obsažené v těchto rozhodnutích dostatečně odůvodněny, což samo o sobě představuje důvod pro jejich zrušení. Žalobkyně v této souvislosti výslovně namítá porušení § 68 odst. 3 zákona č. 500/2004 Sb., správní řád (dále jen „správní řád“), neboť napadené rozhodnutí nesplňuje zákonem stanovené požadavky na náležitosti rozhodnutí.
68. Ze samotného napadeného rozhodnutí podle žalobkyně nevyplývá, jakými úvahami se žalovaná při učinění některých závěrů řídila. Chybí řádné odůvodnění hodnocení podkladů i výkladu správních předpisů. Žalovaná se nevypořádala s námitkami žalobkyně uplatněnými již ve správním řízení, ani nevysvětlila, proč je nepovažovala za důvodné.
69. Žalobkyně v této souvislosti odkázala na judikaturu Nejvyššího správního soudu, zejména na rozsudek ze dne 19. 9. 2014, č. j. 4 As 123/2014–33, a dále na nálezy Ústavního soudu, konkrétně: nález ze dne 20. 6. 1996, sp. zn. III. ÚS 84/94, nález ze dne 26. 6. 1997, sp. zn. III. ÚS 94/97, nález ze dne 21. 10. 2004, sp. zn. II. ÚS 686/02, a rovněž na rozsudek Krajského soudu v Ostravě ze dne 30. 4. 2020, č. j. 72 A 2/2019–37.
70. Podle ustálené judikatury musí obsah správního rozhodnutí poskytovat dostatečnou záruku, že rozhodnutí je v souladu s právními předpisy a není projevem libovůle. Z rozhodnutí musí být zřejmé, jak správní orgán posoudil námitky účastníka řízení, proč považuje jeho argumentaci za lichou, mylnou nebo vyvrácenou, podle jaké právní normy rozhodl, případně jaké vady řízení shledal či nikoliv.
71. V napadeném rozhodnutí, jakož i v rozhodnutí správního orgánu prvního stupně, podle žalobkyně zcela chybí odůvodnění ve vztahu k většině závěrů žalované. Zejména absentuje srozumitelné vysvětlení důvodů, na jejichž základě žalovaná vyložila některé právní předpisy, a rovněž chybí odůvodnění, proč nebyly zohledněny námitky žalobkyně uplatněné již v průběhu správního řízení.
72. Žalobkyně se domáhá zrušení napadeného rozhodnutí žalované, neboť má za to, že bylo vydáno v rozporu se zákonem, unijním právem i základními zásadami správního řízení. Městský soud shrnuje, že žalobkyně v žalobě uplatnila uvedené tři hlavní okruhy námitek, jež lze shrnout následujícím způsobem:
73. **Nesprávné právní posouzení emisí dluhopisů** – Žalobkyně namítá, že jednotlivé emise (EMISE A, EMISE B, EMISE C) nebyly veřejnými nabídkami (konkrétně EMISE B), neboť byly určeny omezenému a předem známému okruhu investorů. Žalovaná podle žalobkyně nesprávně aplikovala výjimky z povinnosti uveřejnit prospekt a své závěry nedostatečně

Shodu s prvopisem potvrzuje J. V.

odůvodnila a současně provedla **nesprávné sčítání emisí a aplikace tzv. jednotlivých prvků** – žalobkyně brojí proti závěru žalované, že EMISE B a EMISE C měly být sčítány. Tvrdí, že tyto emise nebyly zaměnitelné, měly odlišné podmínky a byly určeny různým skupinám investorů. Žalovaná podle žalobkyně svévolně kombinovala pravidla pro podlimitní a nadlimitní emise a překročila rámec unijní regulace.

74. **Údajné porušení pravidel pro propagační sdělení** – Žalobkyně nesouhlasí s tím, že by porušila čl. 14 nařízení 2019/979. Tvrdí, že požadované informace byly na webových stránkách uveřejněny, a že žádné sdělení nebylo nepravdivé ani zavádějící. Výklad žalované považuje za tendenční a nepodložený.
75. **Nepřezkoumatelnost rozhodnutí** – Žalobkyně namítá, že napadené rozhodnutí i rozhodnutí správního orgánu prvního stupně jsou nepřezkoumatelná pro nedostatek důvodů. Neobsahují dostatečné odůvodnění závěrů, nevypořádávají se s námitkami žalobkyně a neuvádějí, jakými úvahami se správní orgány řídily.
76. Žalovaná ve svém vyjádření k podané žalobě odkázala na odůvodnění napadeného rozhodnutí a uvedla, že výklad zaujatý žalobkyní je nelogický a právně nesprávný. Podle žalované bylo napadené rozhodnutí vydáno v souladu se zákonem, a žaloba by měla být jako nedůvodná zamítnuta.
77. Žalovaná zdůraznila, že je nutné rozlišovat, zda se v konkrétním případě jedná o veřejnou nabídku cenných papírů ve smyslu čl. 2 písm. d) nařízení o prospektu, a zda se na takovou nabídku uplatní některá z výjimek dle čl. 1 odst. 4 téhož nařízení. Výjimky lze aplikovat pouze tehdy, pokud se jedná o veřejnou nabídku. Pokud nabídka veřejnou není, povinnost uveřejnit prospekt vůbec nevzniká.
78. Podle stanoviska ČNB z roku 2018, ve smyslu § 34 odst. 1 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu (dále jen „ZPKT“), se veřejnou nabídkou rozumí jakékoliv sdělení širšímu okruhu osob. Širší okruh osob byl tehdy vymezen podle § 35 odst. 2 písm. a) zákona, přičemž zákon uvádí limit 149 osob v každém členském státě. Tento limit však představuje hranici pro aplikaci výjimky z povinnosti uveřejnit prospekt, nikoliv definiční znak veřejné nabídky.
79. Stanovisko z roku 2019 se sice vztahovalo k právní úpravě účinné do 30. 4. 2020, nicméně výkladová východiska zůstávají podle žalované relevantní i pro posouzení veřejné nabídky dle nařízení o prospektu. Zásadní posun nastal pouze v tom, že čl. 2 písm. d) nařízení již nevyžaduje oslovení širšího okruhu osob, ale postačuje jakékoliv sdělení osobám, které obsahuje dostatečné informace o podmínkách nabídky, aby investor mohl učinit rozhodnutí o koupi cenných papírů.
80. V případě EMISE B žalovaná uvádí, že investoři byli oslovováni telefonicky a e-mailem, přičemž jim byly prezentovány emisní podmínky. Podle žalované se tedy jednalo o sdělení více osobám, které obsahovalo informace požadované nařízením o prospektu, a tudíž šlo o veřejnou nabídku.
81. U EMISE C žalovaná považuje za nesporné, že se jednalo o veřejnou nabídku. Naopak u EMISE A žalovaná konstatovala, že se jí nepodařilo prokázat naplnění definice veřejné nabídky dle čl. 2 písm. d) nařízení, neboť nabídka byla adresována pouze dvěma kvalifikovaným investorům. Vzhledem k takto nízkému počtu osob nebylo možné jednoznačně určit, kdo inicioval jednání o investici, a zda byly splněny podmínky veřejné

nabídky. Z tohoto důvodu žalovaná postupovala v souladu se zásadou *in dubio pro reo* a nabídku neposoudila jako veřejnou.

82. Žalovaná dále uvedla, že čl. 1 odst. 4 písm. b) nařízení stanoví hranici 150 oslovených osob, od které vzniká povinnost uveřejnit prospekt. Tato hranice však neslouží k určení, zda se jedná o veřejnou nabídku, ale pouze k posouzení, zda se na veřejnou nabídku vztahuje povinnost zveřejnit prospekt.
83. Žalobkyně podle žalované mylně považuje EMISI B za neveřejnou pouze na základě toho, že oslovila 148 předem vybraných investorů. Takový výklad je podle žalované v rozporu se stanoviskem z roku 2018, s nímž měla být žalobkyně jako zkušený emitent detailně seznámena. Z nařízení o prospektu totiž nevyplývá žádný konkrétní počet osob, od kterého se nabídka považuje za veřejnou.
84. Žalovaná uzavírá, že EMISE B byla nabízena počtu osob, který sice nepřekročil hranici pro uplatnění výjimky dle čl. 1 odst. 4 písm. e) nařízení, avšak naplňovala definici veřejné nabídky dle čl. 2 písm. d) nařízení, a tudíž se na ni povinnost uveřejnit prospekt vztahovala.
85. K žalobní námitce týkající se sčítání EMISE B a EMISE C a existence tzv. jednotlicí veřejné nabídky žalovaná uvedla, že podle čl. 8 odst. 2 nařízení o prospektu může jedna veřejná nabídka zahrnovat více emisí cenných papírů. Uvedené ustanovení stanoví, že základní prospekt obsahuje mimo jiné formulář pro konečné podmínky, který se vyplňuje pro každou jednotlivou emisi. Jedná se tedy o nástroj, jehož účelem je zjednodušit proces vytváření a zveřejňování prospektů v případech, kdy jsou v rámci jedné veřejné nabídky nabízeny cenné papíry z více emisí.
86. Sčítání nabídek učiněných v rámci jedné veřejné nabídky je výslovně zakotveno v čl. 1 odst. 3 nařízení o prospektu, podle něhož se výjimka *de minimis* (tj. výjimka z povinnosti uveřejnit prospekt) posuzuje za období 12 měsíců. Tento přístup vychází z toho, že výjimka se vztahuje k veřejné nabídce jako celku, nikoliv k jednotlivé emisi.
87. Ve stanovisku z roku 2019 žalovaná vymezila metodická východiska, podle nichž posuzuje, zda se v případě více emisí jedná o jednu veřejnou nabídku, nebo o více samostatných nabídek. Klíčovým kritériem je, zda jsou cenné papíry z jednotlivých emisí rámcově zaměnitelné. Nehodnotí se, zda by nepozorný investor mohl cenné papíry zaměnit, ale zda jsou jejich vlastnosti a emisní podmínky v podstatných znacích shodné.
88. V případě EMISE B a EMISE C žalovaná konstatovala, že se cenné papíry lišily převážně pouze dobou splatnosti. Obě emise měly stejnou jmenovitou hodnotu, byly úročeny stejnou pevnou úrokovou sazbou a investoři byli vystaveni víceméně stejnému riziku selhání emitenta. I článek 8 odst. 9 nařízení o prospektu označuje odlišnou dobu splatnosti za pouhou odlišnost v detailech. Z těchto důvodů žalovaná považuje dluhopisy z obou emisí za rámcově zaměnitelné.
89. Záměr žalobkyně oslovit v rámci veřejné nabídky nejprve investory, kteří již v minulosti do jejích dluhopisů investovali, podle žalované nepředstavuje legitimní ekonomický důvod pro rozdělení emisí. Žalobkyně sice tvrdila, že jednotlivé emise distribuovala různými kanály, avšak žalovaná shledala, že tento postup neodůvodňuje rozdělení jedné veřejné nabídky na dvě samostatné emise.
90. Dále žalovaná uvedla, že žalobkyně v rámci obou emisí poptávala obdobný objem finančních prostředků. Teprve poté, co se ukázalo, že se jí nepodaří upsat očekávanou hodnotu EMISE B, zahájila souběžně oslovování širší veřejnosti s nabídkou EMISE C v

Shodu s prvopisem potvrzuje J. V.

očekávané hodnotě 19 500 000 Kč. Z ekonomického hlediska by přitom postačovalo vydat jednu emisi a její veřejnou nabídkou oslovit veřejnost, čímž by žalobkyně dosáhla požadovaného objemu prostředků.

91. K námitce, že podlimitní a nadlimitní emise nelze kombinovat, žalovaná uvedla, že rozhodující je pouze to, zda se jedná o veřejnou nabídku. Samotné nařízení o prospektu pojmy „podlimitní“ a „nadlimitní“ emise vůbec nepoužívá. Cílem nařízení není zamezit konkrétním způsobům obcházení povinnosti uveřejnit prospekt, ale stanovit, kdy tato povinnost vzniká. Účelem zveřejnění prospektu je vyrovnaní informační asymetrie mezi emitentem a investorem, a tím posílení ochrany investorů.
92. Z nařízení nevyplývá, že by v rámci jedné veřejné nabídky nebylo možné kombinovat emise pod limitem uvedeným v čl. 1 odst. 3 s emisemi nad tímto limitem. Stejně tak nevyplývá, že by výjimky dle čl. 1 odst. 4 bylo možné uplatnit pouze na veřejné nabídky tvořené výhradně emisemi, které samy o sobě překračují určitou hodnotu. Právo a zájem na zpřístupnění informací mají investoři i tehdy, pokud emitent v rámci jedné veřejné nabídky kombinuje více emisí s různými objemy.
93. K námitce žalobkyně týkající se údajného porušení pravidel pro uveřejnění propagačního sdělení žalovaná odkázala zejména na bod 37 napadeného rozhodnutí. Uvedla, že čl. 14 nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2019/979 nestanoví konkrétní grafické či vizuální požadavky, ale ukládá povinnost, aby slovní spojení „propagační sdělení“ bylo uvedeno výrazným způsobem.
94. Žalobkyni nebylo vytýkáno, že by nesplnila specifické grafické požadavky, nýbrž to, že uvedené slovní spojení nebylo na webových stránkách prezentováno dostatečně výrazně. Konkrétně žalovaná uvedla, že velikost textu byla výrazně menší než jakýkoliv jiný text na stránce, nebyla nijak zvýrazněna a byla provedena běžným černým písmem na bílém podkladu, což je standardní vzhled ostatního textu na stránce. V kontextu celé webové stránky tak podle žalované nebylo možné považovat toto označení za výrazné.
95. Žalovaná připustila, že žalobkyně se nesnažila slovní spojení „*propagační sdělení*“ skrýt, nicméně zdůraznila, že požadavek čl. 14 nařízení 2019/979 jde dále – nepostačuje, aby bylo označení pouze přítomno, ale musí být výrazně zvýrazněno. Text, jak byl zpracován na webových stránkách žalobkyně ke dni 29. 5. 2023, podle žalované zapadal mezi ostatní informace a nebyl nijak odlišen.
96. Dále žalobkyni bylo vytýkáno, že na stránkách nebylo uvedeno, že schválení prospektu nepředstavuje potvrzení kvality cenných papírů, a že potenciálním investorům nebylo doporučeno seznámit se s prospektem. Ačkoliv žalobkyně po upozornění sjednala nápravu, a tato skutečnost byla zohledněna jako polehčující okolnost, žalovaná konstatovala, že původní sdělení bylo nedostatečné. Pouhý odkaz na existenci prospektu nepostačuje – podle čl. 14 odst. 1 písm. b) a c) nařízení 2019/979 musí být tato sdělení součástí samotného propagačního sdělení. Pokud jsou uvedena pouze v prospektu, ztrácí jejich účel – tedy informovat investora ještě před učiněním investičního rozhodnutí.
97. K námitce týkající se údajně klamavého sdělení o zajištění dluhopisů žalovaná uvedla, že věta „*za emisi dluhopisů ručí společnost Saunia, s.r.o. celým svým majetkem v řádu stovek milionů korun*“ mohla v kontextu celého sdělení vyvolat u průměrného investora dojem, že se jedná o zajištěné dluhopisy. Tento dojem byl podle žalované umocněn tím, že sdělení

bylo doprovázeno popisem ekonomické situace žalobkyně, její podnikatelské historie a počtu provozovaných poboček.

98. Žalovaná zdůraznila, že taková informace by byla relevantní pouze tehdy, pokud by existoval zákonný nebo smluvní důvod, na jehož základě by žalobkyně ručila za závazky společnosti Saunia Finance. V daném případě však žádný takový právní důvod neexistoval. Přesto mohl průměrný investor z uvedeného textu nabyt přesvědčení, že žalobkyně ručí za závazky z emise celým svým majetkem, což nebyla pravda.
99. K námitce žalobkyně, že napadené rozhodnutí i rozhodnutí správního orgánu prvního stupně jsou nepřezkoumatelná, žalovaná uvedla, že obě rozhodnutí jsou řádně odůvodněna a vypořádávají všechny podstatné námitky žalobkyně. Pokud některá námitka nebyla výslovně zmíněna, pak proto, že proti ní byl postaven ucelený právní názor žalované, který se k dané otázce vztahoval.
100. Podle žalované tvrzená nepřezkoumatelnost má spíše povahu nesouhlasu žalobkyně se skutkovými a právními závěry, nikoliv skutečné absence odůvodnění. Rozhodnutí obsahují dostatečné úvahy o skutkovém stavu, právní kvalifikaci i aplikaci příslušných ustanovení unijního a vnitrostátního práva.
101. Na toto vyjádření reagovala žalobkyně replikou, v níž uvedla, že s argumenty žalované obsaženými ve vyjádření nesouhlasí a nadále trvá na tom, že napadené rozhodnutí je nezákonné.
102. Žalobkyně nesouhlasí zejména s výkladem pojmu „veřejnost“, jak jej žalovaná aplikovala na základě počtu oslovených osob. Podle žalobkyně se na EMISI A ani na EMISI B regulace dle nařízení o prospektu nevztahuje, neboť byly splněny podmínky pro vyloučení jeho aplikace. Žalovaná podle žalobkyně svévolně a bez právního základu aplikuje výklad pojmu „veřejnost“ na nařízení, které s tímto pojmem vůbec nepracuje.
103. Žalovaná opírá svůj výklad o § 295a odst. 2 ZISIF, a na jeho základě dovozuje aplikaci limitu 20 osob pro posouzení veřejnosti nabídky cenných papírů. Tento právní předpis se však vztahuje výhradně na oblast investičních fondů, a jeho analogická aplikace na nařízení o prospektu je podle žalobkyně právně neodůvodněná. Takový postup porušuje zásadu právní jistoty.
104. Žalobkyně dále namítá, že žalovaná chybně směšuje pojmy „veřejná nabídka“ a „veřejnost“. Nařízení o prospektu výslovně definuje pojem „veřejná nabídka“ jako sdělení osobám, avšak pojem „veřejnost“ nijak nedefinuje ani s ním nepracuje. Pokud žalovaná argumentuje jazykovými verzemi nařízení, žalobkyně připomíná, že podle základních zásad práva Evropské unie mají všechny úřední jazyky EU stejnou právní váhu. Při výkladu unijních předpisů nelze upřednostňovat jednu jazykovou verzi před jinou. Žádná jazyková varianta nařízení nemůže sloužit jako podklad pro autoritativní definici pojmu „veřejnost“ tak, jak jej interpretuje žalovaná.
105. Žalobkyně trvá na tom, že splnila podmínky výjimky z povinnosti uveřejnit prospekt, regulace nařízení se na ni nevztahuje a závěry žalované jsou nezákonné.
106. Dále žalobkyně zásadně nesouhlasí se závěry žalované ohledně sčítání EMISE B a EMISE C. Podle žalobkyně nebyly splněny podmínky pro sčítání emisí dle stanoviska z roku 2019. Každá emise byla určena jinému okruhu investorů, podmínky emisí se zásadně lišily, a investoři oslovení v rámci EMISE C neměli přístup k EMISI B. Pro rozdělení emisí existoval legitimní ekonomický důvod – cílem EMISE B bylo nabídnout přednostní právo

Shodu s prvopisem potvrzuje J. V.

na úpis dluhopisů stávajícím investorům formou neveřejné nabídky, zatímco EMISE C byla určena neomezenému, předem nedefinovanému okruhu osob.

107. Žalobkyně trvá na tom, že EMISE B byla neveřejná a na EMISI C se vztahovala výjimka *de minimis*.
108. K otázce výraznosti propagačního sdělení žalobkyně uvádí, že předmětné slovní spojení „*propagační sdělení*“ bylo umístěno doprostřed webové stránky, viditelně černým písmem na bílém podkladě, a bylo formulováno ve dvou krátkých větách. Žalobkyně má za to, že požadavky čl. 14 nařízení 2019/979 byly splněny.
109. Žalobkyně se rovněž nedopustila pochybení v souvislosti s uváděním, že schválení prospektu nepředstavuje potvrzení kvality cenných papírů, ani v doporučení přečíst prospekt před učiněním investičního rozhodnutí.
110. Pokud jde o údajné zajištění dluhopisů, žalobkyně namítá, že ke spáchání přestupku nedošlo. Informace zveřejněné na webových stránkách byly uveřejněny v souladu se zákonnou úpravou. Žalovaná podle žalobkyně chybně interpretovala sdělení týkající se zajištění dluhopisů, když svou argumentaci opřela o jedinou větu vytrženou z kontextu. Zajištění se vztahovalo na případy, kdy by bylo nutné závazky uspokojit jiným způsobem než stanoveným emisními podmínkami. Žalobkyně navíc disponuje dostatečnými aktivy k tomu, aby své závazky splnila.

### III.

#### Posouzení žaloby

111. Městský soud v Praze (dále také jen jako „městský soud“ nebo jen „soud“) ověřil, že žaloba byla podána včas, osobou k tomu oprávněnou, po vyčerpání řádných opravných prostředků a splňuje všechny formální náležitosti na ni kladené. Soud přezkoumal žalobou napadené rozhodnutí i řízení, které mu předcházelo, v rozsahu žalobních bodů, kterými je vázán (§ 75 odst. 1 a 2 s. ř. s.), přitom vycházel ze skutkového a právního stavu v době vydání rozhodnutí. Jiné vady, k nimž by byl povinen přihlédnout z moci úřední, soud neshledal. Soud dospěl k závěru, že žaloba není důvodná.
112. Z obsahu správního spisu se podává, že žalovaná, jakožto orgán dohledu nad finančním trhem ve smyslu zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, vydala dne 14. února 2024 pod č. j. 2024/22994/650 příkaz, jímž uznala žalobkyni vinnou ze spáchání přestupků dle ustanovení § 183 odst. 1 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.
113. Žalobkyni bylo kladeno za vinu, že v období od 25. srpna 2022 do 14. listopadu 2022 prostřednictvím internetových stránek [www.saunia.cz](http://www.saunia.cz) oslovovala veřejnost na území České republiky s nabídkou k úpisu dluhopisů označených jako „SAUNIA 9,90/26“, emitovaných pod identifikačním označením ISIN CZ0003543563, přičemž celková jmenovitá hodnota těchto dluhopisů činila 19 750 000 Kč. Tímto jednáním dle názoru žalované došlo k veřejné nabídce ve smyslu čl. 2 písm. g) nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1129, aniž by byl ke dni zahájení této nabídky uveřejněn prospekt cenného papíru schválený Českou národní bankou nebo příslušným orgánem dohledu jiného členského státu Evropské unie.

Shodu s prvopisem potvrzuje J. V.



114. Dále bylo zjištěno, že ke dni 29. května 2023 žalobkyně uveřejnila na internetových stránkách [www.dluhopisy.saunia.cz](http://www.dluhopisy.saunia.cz) propagační sdělení týkající se veřejné nabídky dluhopisů emitenta Saunia Finance s.r.o., identifikovaného pod ISIN CZ0003542888, přičemž toto sdělení neobsahovalo výrazným způsobem uvedené slovní spojení „propagační sdělení“, neobsahovalo prohlášení, že schválení prospektu nemá být chápáno jako potvrzení cenných papírů, které jsou předmětem nabídky nebo přijímány k obchodování na regulovaném trhu, neobsahovalo doporučení, aby si potenciální investoři před učiněním investičního rozhodnutí přečetli prospekt, a tím plně porozuměli potenciálním rizikům a výnosům spojeným s investicí do cenných papírů, a v rozporu s informacemi uvedenými v projektu EMISE A emitenta Saunia Finance s.r.o. obsahovalo tvrzení, že tato emise dluhopisů byla zajištěna.
115. Tímto jednáním měla žalobkyně porušit povinnosti stanovené v čl. 3 odst. 1 nařízení 2017/1129, čl. 14 nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2019/979 a čl. 22 odst. 3 tohoto nařízení.
116. Za výše uvedené protiprávní jednání byla žalobkyni uložena pokuta ve výši 300 000 Kč, a to dle § 183 odst. 2 písm. a) zákona o podnikání na kapitálovém trhu.
117. Proti tomuto příkazu podala žalobkyně odpor, v němž namítala, že se vytýkaných přestupků nedopustila. Následně žalovaná vydala dne 18. června 2024 správní rozhodnutí č. j. 2024/85159/650, proti němuž žalobkyně podala rozklad. O tomto rozkladu bylo rozhodnuto napadeným rozhodnutím, které je předmětem soudního přezkumu.
118. Součástí správního spisu jsou rovněž propagační sdělení týkající se nabídky dluhopisů společnosti Saunia a Finance s.r.o., jak byla uveřejněna na internetových stránkách žalobkyně (printscreen).
119. Městský soud konstatuje, že žalobkyni je rozhodnutím žalované o rozkladu, ve spojení s rozhodnutím žalované jako správního orgánu prvního stupně ze dne 18. 7. 2024, kladeno za vinu jednání ve znění:
120. Výrok I. (i)

*„a) od 15. 6. 2022 do září 2022 telefonicky a emailem oslovovala předem vybraných 148 osob s informacemi o podmínkách nabídky, včetně emisních podmínek, dluhopisů SAUNIA 9,90/23, ISIN CZ0003540973, přičemž celková jmenovitá hodnota těchto nabízených dluhopisů odpovídala 60 000 000 Kč, a současně*

*b) v období od 25. 8. 2022 do 14. 11. 2022 uveřejnila na svých volně přístupných internetových stránkách [www.saunia.cz](http://www.saunia.cz) informace o podmínkách nabídky a o dluhopisech SAUNIA 9,90/26, ISIN CZ0003543563, včetně emisních podmínek, ročních výnosů, minimální výše investice, jmenovité hodnoty dluhopisů, splatnosti dluhopisů a období emise dluhopisů, kdy celková jmenovitá hodnota těchto nabízených dluhopisů odpovídala 19 750 000 Kč,*

*tedy činila veřejnou nabídku ve smyslu čl. 2 písm. d) nařízení 2017/1129, a to aniž by na počátku uvedeného období uveřejnila prospekt nabízeného cenného papíru schválený Českou národní bankou nebo orgánem dohledu jiného členského státu Evropské unie“;*

Výrok II. (ii.)

*Ke dni 29. 5. 2023 uveřejnila na internetových stránkách <https://dluhopisy.saunia.cz> propagační sdělení ohledně veřejné nabídky dluhopisů emitenta Saunia Finance, s.r.o., ISIN CZ0003542888, které neobsahovalo výrazným způsobem uvedené slovní spojení „propagační*

Shodu s prvopisem potvrzuje J. V.

*sdělení“, dále neobsahovalo prohlášení o tom, že schválení prospektu by se nemělo chápat jako potvrzení cenných papírů, které jsou nabízeny nebo přijaty k obchodování na regulovaném trhu, dále neobsahovalo doporučení, aby si potenciální investoři přečetli prospekt, nežli učiní investiční rozhodnutí, aby tak plně pochopili potenciální rizika a výnosy spojené s rozhodnutím investovat do cenných papírů, a v rozporu s informacemi uvedenými v prospektu emise dluhopisů emitenta Saunia Finance, s.r.o., ISIN CZ0003542888, obsahovalo informaci o tom, že tato emise dluhopisů byla zajištěná,*

*t e d y p o r u š i l a*

*(i) povinnost stanovenou v čl. 3 odst. 1 nařízení 2017/1129, a*

*(ii) povinnost stanovenou v čl. 14 nařízení 2019/979 a v čl. 22 odst. 3 nařízení 2017/1129,*

*č í m ž s e d o p u s t i l a*

*ad (i) a ad (ii) přestupků podle ustanovení § 183 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu,“*

121. Podle ustanovení § 183 odst. 2 písm. a) zákona o podnikání na kapitálovém trhu byla žalobkyni uložena pokuta ve výši 300 000 Kč a povinnost k náhradě nákladů řízení.
122. Městský soud nejprve vypořádal poslední žalobní námitku – nepřezkoumatelnost napadeného rozhodnutí, neboť shledal-li by, že rozhodnutí žalované je nepřezkoumatelné, přistoupil by bez dalšího k jeho zrušení [§ 76 odst. 1 písm. a) s.ř.s.], neboť uvedená vada rozhodnutí by zabránila jeho věcnému přezkumu.
123. Nepřezkoumatelnost správního rozhodnutí spočívá dle ustanovení § 76 odst. 1 písm. a) s. ř. s. v nesrozumitelnosti nebo nedostatku důvodů rozhodnutí, přičemž nepřezkoumatelnost rozhodnutí správního orgánu pro nesrozumitelnost předchází případné nepřezkoumatelnosti pro nedostatek jeho důvodů; důvody rozhodnutí lze zkoumat toliko u rozhodnutí srozumitelných (rozsudek Krajského soudu v Brně ze dne 11. 4. 2006, č.j. 31Ca 39/2005-70). Za nesrozumitelnost rozhodnutí soudy považují například případy, kdy odůvodnění nedává smysl, který by svědčil o skutkových a právních důvodech, které vedly správní orgán k vydání rozhodnutí (rozsudek Nejvyššího správního soudu ze dne 24. 9. 2003, č.j. 7 A 547/2002-24); pro rozpor výroku s odůvodněním (rozsudek Nejvyššího správního soudu ze dne 12. 12. 2003, č.j. 2 Ads 33/2003-78, č. 523/2005 Sb. NSS) či pro výrok, který nemá oporu v zákoně (rozsudek Nejvyššího správního soudu ze dne 29. 5. 2003, č.j. 7 A 181/2000-29, č. 11/2003 Sb. NSS).
124. Rozhodnutí nepřezkoumatelné pro nedostatek důvodů je potom takové, z jehož odůvodnění není seznatelné, proč správní orgán považuje námitky účastníka za liché, mylné nebo vyvrácené, které skutečnosti vzal za podklad svého rozhodnutí, proč považuje skutečnosti tvrzené účastníkem za nerozhodné, nesprávné nebo jinými řádně provedenými důkazy vyvrácené, podle které právní normy rozhodl a jakými úvahami se řídil při hodnocení důkazů. Rozhodnutí, jehož odůvodnění obsahuje toliko obecný odkaz na to, že napadené rozhodnutí bylo přezkoumáno a jeho důvody shledány správnými, je nepřezkoumatelné, neboť důvody, o něž se výrok opírá, zcela chybějí (rozsudek Vrchního soudu v Praze ze dne 26. 2. 1993, č. j. 6A 48/92-23, publ. pod č. 27/1994 v SpP).

Shodu s prvopisem potvrzuje J. V.

125. Platí, že rozhodnutí musí být srozumitelné a opřené o dostatek relevantních důvodů (srov. rozsudky NSS ze dne 17. 1. 2013, č. j. 1 Afs 92/2012–45, či ze dne 29. 6. 2017, č. j. 2 As 337/2016–64). Dle ustálené judikatury jsou nepřezkoumatelnými pro nedostatek důvodů rozhodnutí, není-li zřejmé, z jakých podkladů rozhodnutí činil a jakými úvahami se při hodnocení těchto podkladů správní orgán řídil (rozsudek NSS ze dne 28. 8. 2007, č. j. 6 Ads 87/2006–36). Z rozsudku NSS ze dne 22. 1. 2004, č. j. 4 Azs 55/2003–51 je dále zřejmé, že nepřezkoumatelnost je také dána, jestliže správní orgán v rozhodnutí neuvede podklady rozhodnutí, z nichž dovodil své závěry, případně jestliže nevypořádal rozpory mezi zjištěnými podklady, tj. nevysvětlil proč upřednostnil podklady svědčící o určitém skutkovém závěru oproti jinému (rozsudek NSS ze dne 11. 8. 2004, č. j. 5 A 48/2001–47). K povinnosti správního orgánu reagovat na námitky účastníků řízení soud odkazuje na komentář k ustanovení § 76 s. ř. s., v němž je uvedeno: „(j)udikatura netrvá na tom, aby v odůvodnění rozhodnutí byla obsažena samostatná pasáž, která by se jimi zabývala. Za postačující se považuje, je-li z odůvodnění rozhodnutí jako celku zřejmé, jaký má správní orgán náhled na ty aspekty dané věci, na které poukázali ve svých podáních účastníci, tedy proč považuje jejich námitky za liché, mylné a provedenými důkazy vyvrácené“. (KÜHN, Z., KOCOUREK, T. a kol. Soudní řád správní: Komentář. Praha: Wolters Kluwer, 2019.)
126. Nicméně povinnost řádného odůvodnění rozhodnutí nelze mechanicky ztotožňovat s povinností poskytnout podrobnou odpověď na každý jednotlivý argument uplatněný v žalobě. Odpověď na základní námitky v sobě může v některých případech konzumovat i odpověď na námitky dílčí a související (srov. rozsudky NSS ze dne 14. 2. 2013 č. j. 7 As 79/2012-54, ze dne 29. 8. 2013 č. j. 7 As 182/2012-58 a ze dne 19. 2. 2014 č. j. 1 Afs 88/2013-66). Úkolem odvolacího, resp. rozkladového orgánu je zejména reagovat na odvolací, resp. rozkladové námitky (§ 89 odst. 2 věta druhá správního řádu z roku 2004). Z hlediska ekonomie řízení není vyloučeno, aby odvolací orgán argumentaci správního orgánu prvního stupně pouze doplnil. Při soudním přezkumu odvolacího rozhodnutí je třeba vzít v úvahu, že ve správním řízení tvoří rozhodnutí obou stupňů jeden celek. Mezery v odůvodnění rozhodnutí o odvolání, které by jinak způsobovaly jeho nepřezkoumatelnost, proto mohou zaplnit argumenty obsažené již v rozhodnutí prvního stupně (viz rozsudek NSS ze dne 31. 10. 2014, č. j. 6 As 161/2013–25).
127. Městský soud konstatuje, že přezkoumávané rozhodnutí žalovaného, vydané v řízení o rozkladu, jakož i jemu předcházející rozhodnutí správního orgánu prvního stupně, jsou rozhodnutími přezkoumatelnými ve smyslu § 76 s.ř.s. a splňují náležitosti vymezené v § 68 správního řádu. Tato rozhodnutí jsou dostatečně určitá, srozumitelná a opřena o skutková zjištění, která byla v řízení řádně zjištěna a právně kvalifikována. Z odůvodnění obou rozhodnutí je zřejmé, jakými úvahami byl správní orgán veden při hodnocení důkazů a při aplikaci příslušných právních norem, a lze tudíž přezkoumat, zda byla rozhodnutí vydána v souladu se zákonem a zda nedošlo k excesu správního uvážení. Nejsou tedy stižena vadou nepřezkoumatelnosti pro nesrozumitelnost či nedostatek důvodů ve smyslu shora uvedené ustálené judikatury správních soudů.
128. O prvé žalobní námitce ve vztahu k přestupku A (bod i. napadeného rozhodnutí) dospěl městský soud k následujícímu.
129. Podle § 183 odst. 1, odst. 2 písm. a) zákona, *právnícká nebo podnikající fyzická osoba se dopustí přestupku tím, že nesplní některou z povinností nebo poruší některý ze zákazů podle čl. 3, 5, 6, čl. 7 odst. 1 až 11, čl. 8, 9, 10, čl. 11 odst. 1 nebo 3, čl. 14 odst. 1 nebo 2, čl. 15 odst. 1, čl. 16 odst. 1 až 3, čl. 17, 18, čl. 19 odst. 1 až 3, čl. 20 odst. 1, čl. 21 odst. 1 až 4 nebo 7 až 11, čl. 22*

*odst. 2 až 5, čl. 23 odst. 1 až 3 nebo 5 nebo čl. 27 nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1129.*

*Za přestupek právnické osoby podle odstavce 1 lze uložit pokutu do 130 200 000 Kč,*

130. Podle čl. 3 odst. 1 nařízení, *aniž je dotčen čl. 1 odst. 4, lze cenné papíry se v Unii veřejně nabízet pouze po předchozím uveřejnění prospektu v souladu s tímto nařízením.*

131. Podle čl. 4 písm. a), b) nařízení, *povinnost uveřejnit prospekt stanovená v čl. 3 odst. 1 se nevztahuje na žádný z následujících druhů veřejných nabídek cenných papírů:*

*a) nabídku cenných papírů určenou výhradně kvalifikovaným investorům;*

*b) nabídku cenných papírů určenou méně než 150 fyzickým nebo právnickým osobám v jednom členském státě jiným než kvalifikovaným investorům;*

132. Podle čl. 2 písm. d) nařízení, *pro účely tohoto nařízení se rozumí "veřejnou nabídkou cenných papírů" sdělení osobám v jakékoli podobě a jakýmkoli způsobem, které uvádí dostatečné informace o podmínkách nabídky a cenných papírech, které jsou nabízeny, tak, aby byl investor schopen rozhodnout se o koupi nebo o upsání těchto cenných papírů. Tato definice se vztahuje i na umístění cenných papírů finančními zprostředkovateli;*

133. Soud předesílá, že se v plném rozsahu ztotožňuje se skutkovými i právními závěry, k nimž dospěl žalovaný v napadeném rozhodnutí, zejména pak v bodech 17 a 18 jeho odůvodnění. Městský soud shodně s žalovaným konstatuje, že správní orgán byl povinen nejprve posoudit, zda se v daném případě jednalo o veřejnou nabídku ve smyslu čl. 2 písm. d) nařízení, a teprve následně zkoumat, zda se na danou nabídku vztahuje některá z výjimek uvedených v čl. 1 bod 4 téhož nařízení. Tato posoupnost právního hodnocení výslovně vyplývá z konstrukce uvedeného právního předpisu, jenž stanoví, že povinnost uveřejnit prospekt se vztahuje toliko na veřejné nabídky, přičemž výjimky z této povinnosti jsou taxativně vymezeny.

134. Polemika žalobkyně, zda se v jednotlivých emisích jednalo či nejednalo o veřejnou nabídku, tudíž není případná, neboť správní orgán postupoval v souladu se zákonem, když tuto otázku posoudil jako prvotní. Městský soud se dále ztotožňuje se závěrem, že v projednávané věci se v případě EMISE B a EMISE C jednalo o veřejné nabízení cenných papírů ve smyslu výše citovaného nařízení.

135. Podle Stanoviska 2019 ČNB Článek 2 písm. d) nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1129 definuje „veřejnou nabídku cenných papírů“ jako: „*sdělení osobám v jakékoli podobě a jakýmkoli způsobem, které uvádí dostatečné informace o podmínkách nabídky a cenných papírech, které jsou nabízeny, tak, aby byl investor schopen rozhodnout se o koupi nebo o upsání těchto cenných papírů.*“

136. Tato definice je materiální povahy, což znamená, že se nezakládá na formálních znacích (např. počet oslovených osob), ale na účelu a obsahu sdělení. Podle výkladu České národní banky musí být splněny následující podmínky:

Sdělení je adresováno více osobám – nemusí jít o neomezený okruh veřejnosti, ale postačí, že sdělení není individuální.

Týká se převoditelných cenných papírů – ve smyslu čl. 2 písm. a) nařízení.

Obsahuje dostatečné informace – zejména identifikaci cenného papíru, emitenta a cenu nebo způsob jejího určení.

Shodu s prvopisem potvrzuje J. V.

Umožňuje učinit investiční rozhodnutí – tedy rozhodnout se o koupi nebo upsání.

137. Za veřejnou nabídku se považuje i situace, kdy jsou informace sdělovány nepřímou (např. odkazem na webové stránky), nebo kombinací různých forem komunikace (např. web, telefon, leták). Rozhodující je, zda sdělení umožňuje investorovi bez nepřiměřených obtíží učinit rozhodnutí o investici.
138. Městský soud se ztotožňuje s hodnocením žalované zaujatým v uvedeném stanovisku a poukazuje rovněž na závěry Rozhodnutí Komise pro cenné papíry č. KCP/12/2003: podle něhož veřejná nabídka může být činěna i prostřednictvím více kanálů (např. webové stránky, telefon), přičemž je nutno hodnotit sdělení komplexně, nikoli izolovaně.
139. Vodítko lze nalézt rovněž ve starším rozsudku Nejvyššího správního soudu ze dne 10. 1. 2007, č. j. 2 Afs 55/2006-96, v němž soud uvedl: *„Informace obsažené na internetových stránkách stěžovatele přímo či cestou odkazu na jinou internetovou stránku obsahovaly natolik konkrétní údaje o cenných papírech, že byly způsobilé vyvolat zájem investora. Přitom nabídka byla učiněna prostřednictvím internetu, tedy způsobem rozšířeným a neomezeně dostupným případným zájemcům. Nelze pochybovat o tom, že osoba, která má zájem o investování finančních prostředků do cenných papírů, hodnotí nabídku z hledisek rozsahu informací, které jí poskytnou obraz o nabízených produktech, jejich výnosnosti a o možnosti jejich nabytí. Zákon předpokládá, že cílem veřejné nabídky je vyvolání zájmu, není tedy třeba, aby nabídka byla fakticky využita. Vyvolaný zájem se projevuje snahou o získání bližších informací, o navázání kontaktu, jímž může být nabídka dále specifikována, a která v sobě již zahrnuje konkrétní přesvědčovací působení na potenciálního klienta. K tomu byl nabízen zcela konkrétní a lehce využitelný kontakt na obchodní oddělení stěžovatele. Není rozhodné, že část informací byla poskytnuta prostřednictvím jiné internetové stránky, pokud na ni byl na stránkách stěžovatele uveden konkrétní odkaz.“*
140. Nověji pak městský soud odkazuje na rozsudek téhož soudu ze dne 7. 12. 2022, č. j. 2 Afs 30/2021–61, který se zabývá správním deliktem podle § 164 odst. 1 písm. f) zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu. Zde Nejvyšší správní soud vyslovil, že: *„(zákon) předpokládá „veřejné nabízení“, nikoli to, že by povinná osoba „veřejně nabídla“ investiční cenný papír, takže předpokládá určitou kontinuální činnost směrem k veřejnosti. Správní delikt není dle bankovní rady dokonán jednorázovým uveřejněním nabídky, jak se domnívá stěžovatelka, ale naopak trvá po celou dobu, kdy jsou sdělovány informace o nabízených investičních cenných papírech širšímu okruhu osob bez uveřejnění Českou národní bankou schváleného prospektu.“*
141. Výklad pojmu *„veřejná nabídka cenných papírů“* je klíčový pro posouzení, zda konkrétní jednání emitenta či zprostředkovatele naplňuje znaky veřejné nabídky, a tedy zakládá povinnost uveřejnit prospekt, pokud se neuplatní některá z výjimek dle čl. 1 odst. 4 nebo 5 nařízení.
142. Pokud jde o EMISI A, žalovaná v napadeném rozhodnutí zaujala stanovisko, že skutková zjištění v dané věci neumožňují učinit závěr, jenž by bez důvodných pochybností vylučoval, že se jednalo o veřejnou nabídku cenných papírů ve smyslu čl. 2 písm. d) nařízení. Mezi účastníky řízení tak již není sporu o tom, že se v případě EMISE A nejednalo o veřejné nabízení cenných papírů.
143. Co se týče EMISE B, součástí správního spisu je tabulka, v níž jsou uvedeny identifikační údaje celkem 148 fyzických a právnických osob, které byly v souvislosti s touto emisí

kontaktovány různými způsoby – zejména elektronickou poštou, telefonicky, případně jiným způsobem, přičemž v tabulce je zpravidla uvedeno „telefonicky“. Těmto osobám byly dle záznamů nabízeny dluhopisy emitované v rámci EMISE B. Další předložená tabulka ve formátu Excel obsahuje konkrétní jména těchto osob, datum převodu či zaplacení, počet upsaných dluhopisů a jejich celkovou jmenovitou hodnotu. Z těchto údajů vyplývá, že v rámci EMISE B byly upsány dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 32 000 000 Kč.

144. Žalobkyně dále předložila dokument označený jako „Emisní podmínky dluhopisů Saunia 9,90/23“, ISIN CZ0003540973, v němž je uvedeno, že emitentem dluhopisů je obchodní společnost Saunia a.s. Dluhopisy měly být vydávány jako listinné cenné papíry na řad, s jmenovitou hodnotou 10 000 Kč, a předpokládaná celková jmenovitá hodnota EMISE činila 60 000 000 Kč. Nabídka těchto dluhopisů měla být dle uvedených podmínek určena výhradně méně než 150 fyzickým a právnickým osobám, které byly ke dni vydání emisních podmínek vlastníky jiných dluhopisů emitenta, vydaných na základě emisních podmínek pro veřejnou emisi zaknihovaných dluhopisů. Žalobkyně se tak dovolávala výjimky z povinnosti vyhotovit a uveřejnit prospekt dle nařízení o prospektu, s odkazem na omezený počet osob, jimž byla nabídka určena.
145. Dále byly předloženy emisní podmínky dluhopisů „Saunia 9,90/26“, ISIN CZ0003543563, vztahující se k emisi listinných cenných papírů na řad, každý s jmenovitou hodnotou 10 000 Kč, přičemž předpokládaná celková jmenovitá hodnota této EMISE činila 19 750 000 Kč. V emisních podmínkách je dále uvedeno, že emitent bude s investory uzavírat smlouvy o úpisu dluhopisů zpravidla elektronicky, ve svém sídle, provozovně či na jiném místě, a na základě těchto smluv se investoři stanou prvními nabyvateli předmětných dluhopisů. Tyto cenné papíry měly být určeny fyzickým a právnickým osobám s bydlištěm či sídlem v České republice nebo v zahraničí.
146. Za veřejnou nabídku se považuje každé sdělení, které:
- je adresováno více osobám,
  - týká se převoditelných cenných papírů,
  - obsahuje dostatečné informace o podmínkách nabídky a cenných papírech,
  - umožňuje investorovi učinit investiční rozhodnutí
147. V případě EMISE B žalobkyně oslovila 148 fyzických a právnických osob různými způsoby (e-mailem, telefonicky apod.), přičemž těmto osobám byly nabízeny dluhopisy. Byla předložena tabulka s konkrétními údaji o osobách, datu převodu, počtu a hodnotě upsaných dluhopisů. Celková jmenovitá hodnota upsání činila 32 mil. Kč.
148. Vzhledem k tomu, že nabídka byla adresována více osobám (počet osob 150 je hranice pro výjimku dle čl. 1 odst. 4 písm. b) nařízení, nejde o limit veřejné nabídky), a že sdělení obsahovalo dostatečné informace umožňující učinit investiční rozhodnutí, **jedná se o veřejnou nabídku** ve smyslu čl. 2 písm. d) nařízení. Skutečnost, že nabídka byla činěna různými způsoby a konkrétnímu počtu osob (včetně telefonického kontaktu), není právně relevantní – rozhodující je účinek sdělení, jímž bylo rozhodnutí investorů dluhopisy upsat/či neupsat, a tedy učinit investiční rozhodnutí.
149. V případě EMISE C dluhopisy byly nabízeny jako listinné cenné papíry na řad, s jmenovitou hodnotou 10 000 Kč, celková hodnota emise činila 19 750 000 Kč. Emisní

podmínky uvádějí, že smlouvy o úpisu měly být uzavírány elektronicky nebo osobně, a že investory mohou být fyzické i právnické osoby z ČR i zahraničí.

150. Ačkoli emisní podmínky neuvádějí konkrétní počet oslovených osob, z jejich formulace („investoři z ČR i zahraničí“) a způsobu distribuce (elektronicky, v sídle, provozovně apod.) lze dovodit, že nabídka nebyla omezena na úzký okruh předem známých osob. Pokud byla nabídka fakticky zpřístupněna neomezenému nebo širokému okruhu osob, a obsahovala dostatečné informace o podmínkách nabídky, pak i v tomto případě naplňuje znaky veřejné nabídky dle čl. 2 písm. d) nařízení
151. Městský soud neshledává za správnou právní argumentaci správního orgánu prvního stupně, jenž při posuzování otázky, zda byla v daném případě naplněna definice veřejné nabídky cenných papírů, vycházel z ustanovení § 295a odst. 2 ZSIF, podle něhož je za veřejné nabízení považována nabídka učiněná více než 20 osobám. Je nepochybné, že se jedná o odlišnou právní úpravu, která sleduje jiný účel a je určena pro jiný regulační rámec. Aplikace této definice na posouzení veřejné nabídky ve smyslu nařízení o prospektu proto nebyla správná.
152. Žalovaný se s touto nesprávnou argumentací v napadeném rozhodnutí přesvědčivým a právně korektním způsobem vypořádal a dospěl ke správnému závěru, že jak EMISE B, tak EMISE C naplňují znaky veřejné nabídky cenných papírů ve smyslu čl. 2 písm. d) nařízení 2017/1129. Městský soud se s těmito závěry plně ztotožňuje.
153. Poté, co byl učiněn závěr o tom, že nabídka cenných papírů v rámci obou emisí měla veřejný charakter, je třeba se dále vypořádat s námitkami žalobkyně, které se týkají otázky tzv. „sčítání“ jednotlivých emisí – konkrétně EMISE B a EMISE C – pro účely posouzení, zda byly naplněny podmínky pro uplatnění výjimek z povinnosti uveřejnit prospekt.
154. Pro posouzení věci je zásadní, a městský soud to již výše vyložil, že právní závěr o tom, zda žalobkyně svým jednáním naplnila skutkovou podstatu přestupků, které jsou jí kladeny za vinu, je třeba učinit ve dvou relativně oddělených fázích. V první fázi je nutno posoudit, zda se jednalo o veřejnou nabídku ve smyslu čl. 2 písm. d) nařízení. V druhé fázi pak, zda se na danou nabídku vztahuje některá z výjimek uvedených v čl. 1 odst. 4 nebo 5 téhož nařízení.
155. Závěr žalované, že obě sporné emise – EMISE B i EMISE C – mají charakter veřejné nabídky, je, jak již řečeno, správný. Článek 1 odst. 4 nařízení pak stanoví výjimky z této povinnosti, avšak pouze za předpokladu, že jsou naplněny přesně vymezené podmínky. V další fázi posouzení jednání žalobkyně je tedy třeba zhodnotit, zda EMISE B a EMISE C spadají pod některou z těchto výjimek, či nikoli.
156. V této souvislosti je třeba nejprve objasnit, jaký je vlastní smysl a účel prospektu. Prospekt je základním nástrojem ochrany investorů na kapitálovém trhu. Jeho účelem je poskytnout investorům úplné, pravdivé a srozumitelné informace o emitentovi, nabízených cenných papírech a rizicích s nimi spojených, aby mohli učinit informované investiční rozhodnutí. Uveřejnění prospektu tak zajišťuje transparentnost trhu, posiluje důvěru investorů a umožňuje efektivní výkon dohledu ze strany příslušných orgánů.
157. Jinak vyjádřeno, prospekt plní informační a ochrannou funkci – má zabránit tomu, aby investoři činili rozhodnutí na základě neúplných, zavádějících nebo klamavých informací. Zároveň umožňuje orgánům dohledu kontrolovat, zda nabídka cenných papírů probíhá v souladu s právními předpisy. Uveřejnění prospektu je nezbytnou podmínkou zákonnosti

Shodu s prvopisem potvrzuje J. V.

veřejné nabídky. Pokud emitent nebo jiná osoba činí veřejnou nabídku bez uveřejnění schváleného prospektu, dopouští se porušení právní povinnosti, které může být kvalifikováno právě jako přestupek podle § 183 zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

158. Platí, že výjimky podle čl. 4 písm. a) a b) nařízení představují úzce vymezené situace, kdy není nutné uveřejnit prospekt, a jejich aplikace je podmíněna striktním dodržáním formálních i materiálních kritérií. Jakékoli rozšíření nabídky mimo kvalifikované investory [v případě písm. a)] nebo překročení limitu 149 osob [v případě písm. b)] vede ke ztrátě výjimky a vzniku povinnosti prospekt uveřejnit.
159. Podle čl. 1 odst. 3 věta první nařízení, *aniž je dotčen druhý pododstavec tohoto odstavce a článek 4, nevztahuje se toto nařízení na veřejné nabídky cenných papírů s celkovou hodnotou protiplnění v Unii nižší než 1 000 000 EUR; tento limit se počítá za období dvanáct měsíců.*
160. Podle čl. 4 písm. a), b) nařízení, *povinnost uveřejnit prospekt stanovená v čl. 3 odst. 1 se nevztahuje na žádný z následujících druhů veřejných nabídek cenných papírů:*
- a) nabídku cenných papírů určenou výhradně kvalifikovaným investorům;*
  - b) nabídku cenných papírů určenou méně než 150 fyzickým nebo právnickým osobám v jednom členském státě jiným než kvalifikovaným investorům;*
161. Podle čl. 2 písm. e) nařízení *"kvalifikovanými investory" osoby nebo subjekty, které jsou uvedeny v bodech 1) až 4) oddílu I přílohy II směrnice 2014/65/EU, a osoby nebo subjekty, s nimiž je na žádost zacházeno jako s profesionálními zákazníky v souladu s oddílem II uvedené přílohy nebo které jsou uznány jako způsobilé protistrany v souladu s článkem 30 směrnice 2014/ 65/EU, pokud neuzavřely dohodu o tom, že s nimi bude zacházeno jako s neprofesionálními zákazníky v souladu s čtvrtým pododstavcem oddílu I uvedené přílohy. Pro účely uplatňování první věty tohoto písmene oznámí investiční podniky a úvěrové instituce emitentovi na jeho žádost zařazení svých zákazníků, s výhradou dodržení příslušných právních předpisů o ochraně osobních údajů;*
162. V oddílu I přílohy II směrnice 2014/65/EU jsou definovány tzv. *Profesionální zákazníci*, což je zákazník, který má zkušenosti, znalosti a odborné schopnosti k tomu, aby činil vlastní investiční rozhodnutí a řádně vyhodnocoval rizika, která podstupuje. Aby byl považován za profesionálního zákazníka, musí splňovat vymezená kritéria. Jedná se např. o úvěrové instituce, investiční podniky, jiné povolené nebo regulované finanční instituce, pojišťovny, subjekty kolektivního investování a správcovské společnosti takových subjektů, penzijní fondy a správcovské společnosti takových fondů, obchodníci s komoditami a komoditními deriváty (viz body 1 až 4 citovaného oddílu směrnice) v čl. 30 směrnice pak upravují tzv. *Způsobilé protistrany*, což jsou např. investiční podniky, úvěrové instituce, pojišťovny, SKIPCP a jejich správcovské společnosti, penzijní fondy a jejich správcovské společnosti.
163. Je zjevné, že v případě EMISE B a EMISE C nejde o nabídku učiněnou výhradně kvalifikovaným investorům. Platí, že nabídka nesmí být zpřístupněna jiným než kvalifikovaným investorům. Sdělení mimo tento okruh by mohlo vést ke ztrátě výjimky a vzniku povinnosti uveřejnit prospekt.
164. Dále je zjevné, že v případě EMISE C nejde ani o nabídku, na níž by dopadalo písm. b) citovaného ustanovení, neboť byla určena předem neomezenému počtu investorů.



165. EMISE B oslovila konkrétně 148 osob, zde by podmínka stanovené výjimky mohla být naplněna.
166. Ustanovení čl. 1 odst. 3 věta první nařízení stanoví kvantitativní výjimku z působnosti celého nařízení o prospektu. Jinými slovy, pokud určitá veřejná nabídka cenných papírů nedosahuje celkové hodnoty protiplnění 1 000 000 EUR (nebo ekvivalentu v národní měně) v rámci celé Evropské unie a v období 12 po sobě jdoucích měsíců, pak se na tuto nabídku nařízení vůbec nevztahuje. Jedná se o součet všech částek, které mají být emitentovi zaplacený za nabízené cenné papíry. Zahrnuje všechny transakce v rámci dané nabídky, bez ohledu na to, zda byly realizovány v jednom státě nebo napříč více členskými státy. Limit 1 000 000 EUR se počítá kumulativně za období 12 měsíců. Pokud tedy emitent uskuteční více nabídek v různých časových úsecích, je třeba je sčítat, pokud spadají do stejného dvanáctiměsíčního období.
167. Pokud je tento limit dodržen, není třeba uveřejnit prospekt, a dokonce se na nabídku vůbec nevztahuje nařízení.
168. Žalobkyně ve své argumentaci uvádí, že v případě emise označené jako EMISE B byla veřejná nabídka cenných papírů adresována méně než 150 osobám, a proto měla být aplikována výjimka dle čl. 1 odst. 4 písm. b) Nařízení o prospektu. Dále žalobkyně tvrdí, že hodnota EMISE C činila 19 750 000 Kč, což odpovídá částce nižší než 1 000 000 EUR, a tudíž měla být aplikována rovněž výjimka dle čl. 1 odst. 3 uvedeného nařízení (tzv. výjimka *de minimis*).
169. Žalovaná však dospěla k závěru, že žalobkyně se dopustila přestupku, neboť při posouzení aplikovatelnosti výjimek nesprávně oddělila jednotlivé emise. Žalovaná přistoupila ke sčítání hodnot emisí označených jako EMISE B a EMISE C, které byly veřejně nabízeny v období od 15. června 2022 do 14. listopadu 2022, tedy v rámci dvanáctiměsíčního období.
170. Podle žalované je třeba na tyto dvě emise aplikovat koncepci tzv. „jednotlicích prvků“, a to jak z hlediska celkové hodnoty protiplnění (čl. 1 odst. 3 nařízení), tak z hlediska počtu oslovených osob (čl. 1 odst. 4 písm. b) nařízení). Vzhledem k tomu, že celková hodnota nabízených cenných papírů v rámci těchto dvou emisí přesáhla limit 1 000 000 EUR, nelze na ně aplikovat výjimku z povinnosti uveřejnit prospekt.
171. Podle výkladu ČNB je pro účely výjimky dle čl. 1 odst. 3 nařízení rozhodující celková hodnota protiplnění všech veřejných nabídek cenných papírů téhož emitenta uskutečněných v rámci Unie během období 12 měsíců. Samostatné posuzování jednotlivých emisí je v rozporu s účelem této výjimky, která má být vyhrazena emitentům s okrajovou nebo omezenou činností na kapitálovém trhu.
172. Analogicky, pro účely výjimky dle čl. 1 odst. 4 písm. b) nařízení je třeba sčítat počet oslovených osob u všech veřejných nabídek cenných papírů téhož emitenta, které vykazují shodné jednotlicí prvky. Výjimka se vztahuje na jednu veřejnou nabídku, nikoli na jednotlivé emise, a proto je třeba posuzovat nabídku jako celek.
173. Z výše uvedeného vyplývá, že žalobkyně nesprávně aplikovala výjimky z nařízení o prospektu, neboť nezohlednila povinnost sčítat hodnoty a okruhy osob u veřejných nabídek cenných papírů, které jsou charakteristické jednotlicími prvky a byly uskutečněny v rámci dvanáctiměsíčního období.

174. Do „nabídky“ cenných papírů podle této výjimky je dle stanoviska 2019 (České národní banky) třeba v případě více emisí cenných papírů počítat všechny cenné papíry stejného emitenta vykazující následující znaky (jednotící prvky):
- jedná se o cenné papíry stejného druhu,
  - je mezi nimi dána úzká časová souvislost,
  - tyto cenné papíry jsou z pohledu investora rámcově zaměnitelné a
  - není zde ekonomický důvod pro to, aby byly takové cenné papíry vydány ve více emisích.
175. Pro účely aplikace výjimky podle čl. 1 odst. 4 písm. b) Nařízení o prospektu pak platí, že do okruhu 150 osob ve smyslu daného ustanovení je třeba započítat všechny osoby oslovené nabídkou cenných papírů vykazující jednotící prvky. Vzhledem ke konstrukci této výjimky neobsahující časový test není její aplikace časově omezena.
176. Z provedeného dokazování vyplynulo, že žalobkyně v období od června do září 2022 realizovala dvě veřejné nabídky cenných papírů:
177. **EMISE B** – dluhopisy SAUNIA 9,90/23, ISIN CZ0003540973, s celkovou předpokládanou jmenovitou hodnotou 60 000 000 Kč, přičemž bylo osloveno 148 osob, z nichž 75 osob upsalo dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 32 000 000 Kč.
178. **EMISE C** – dluhopisy SAUNIA 9,90/26, s celkovou předpokládanou jmenovitou hodnotou 19 750 000 Kč, které byly veřejně nabízeny prostřednictvím internetových stránek žalobkyně a byly upsány 99 osobami v plné výši.
179. Obě emise byly realizovány v časové blízkosti (červen–listopad 2022), měly shodné parametry (úroková sazba 9,90 %, jmenovitá hodnota 10 000 Kč) a byly určeny obdobnému okruhu investorů.
180. Podle čl. 1 odst. 3 nařízení o prospektu je veřejná nabídka cenných papírů osvobozena od povinnosti uveřejnit prospekt, pokud celková hodnota protiplnění nepřesáhne 1 000 000 EUR během období 12 měsíců. Dle výkladu České národní banky je pro účely této výjimky nutné sčítat hodnoty všech veřejných nabídek cenných papírů téhož emitenta, které vykazují tzv. jednotící prvky.
181. Rovněž podle čl. 1 odst. 4 písm. b) téhož nařízení je výjimka z povinnosti uveřejnit prospekt podmíněna tím, že nabídka je určena méně než 150 osobám v jednom členském státě. I zde je nutné sčítat počet oslovených osob, pokud se jedná o nabídky cenných papírů vykazující jednotící prvky.
182. V daném případě byly obě emise:
- časově blízké** (vydané v rozmezí několika měsíců),
  - stejného druhu** (dluhopisy s obdobnými parametry),
  - zaměnitelné z pohledu investora,**
  - bez ekonomického důvodu pro rozdělení do více emisí.**
183. Z těchto důvodů je nutné obě emise posuzovat společně.
184. Celková hodnota veřejné nabídky činila 32 000 000 Kč (EMISE B) + 19 750 000 Kč (EMISE C), tj. přibližně 2 070 000 EUR, čímž byl **limit 1 000 000 EUR překročen.**

Zároveň byl **překročen limit 150 osob**, neboť celkový počet oslovených osob činil nejméně 247.

185. Žalobkyně nesplnila podmínky pro aplikaci výjimek dle čl. 1 odst. 3 ani čl. 1 odst. 4 písm. b) Nařízení o prospektu. Vzhledem k tomu, že veřejná nabídka cenných papírů přesáhla stanovené limity, byla žalobkyně **povinná uveřejnit prospekt**. Tuto povinnost však nesplnila, čímž došlo k porušení právních předpisů upravujících veřejné nabídky cenných papírů. Žalobní argumentace ve vztahu k přestupku A neobstojí, žalobkyně se přestupku dopustila.
186. Městský soud se neztotožňuje s argumentací žalobkyně, že měla legitimní důvod pro realizaci dvou oddělených emisí dluhopisů, jak uvádí pod body 43 a 44 tohoto rozsudku. Naopak se ztotožňuje se závěry žalované (voz bod 90 rozsudku). Provázanost, resp. úzká souvislost obou emisí je dána ekonomickým očekáváním žalobkyně. Žalobkyně byla motivována získat předem daný objem finančních prostředků a jelikož prvé dvě emise toto očekávání nenaplnily, přistoupila k emisi třetí. Tyto prostředky tedy bylo možné získat i jedinou (objemově větší) emisí – k jejich rozdělení zjevně chybí racionální ekonomický důvod.
187. V případě odpovědnosti právnické osoby za přestupek platí odpovědnost objektivní, tedy se nepřihlíží k okolnostem subjektivní povahy; vyžadována je pouze existence protiprávního jednání, negativní následek a příčinná souvislost mezi tímto jednáním a následkem (srov. Jemelka, L. – Vetešník, P., *Zákon o odpovědnosti za přestupky a řízení o nich. Zákon o některých přestupcích*, 2. vydání, Praha: C. H. Beck 2020, str. 144). Konstrukce odpovědnosti bez zavinění je odůvodňována teoretickými i praktickými důvody. Zavinění je obecně chápáno jako vnitřní (psychický) vztah pachatele k protiprávnímu jednání a následku. V tomto smyslu je však obtížné dovozovat vnitřní (psychický) vztah právnické osoby k jednání či následku. K tomu přistupuje snaha zjednodušit postavení správního orgánu při ukládání sankcí právnickým osobám. Zjišťování a dokazování zavinění v situaci, kdy porušení povinnosti právnickou osobu je často výsledkem činnosti řady jednotlivců, jejichž složení se navíc v čase může měnit, by bylo velmi složité (srov. Hendrych D. a kol., *Správní právo. Obecná část*, 5. rozšířené vydání, Praha: C. H. Beck 2003, str. 228).
188. Dále soud u úřední povinnosti ověřil pozdější znění zákona č. 256/2004 Sb., neboť ve smyslu ustálené judikatury správních soudů, jak je výslovně uvedeno např. v rozsudku Nejvyššího správního soudu ze dne 11. 2. 2021, č. j. 8 As 43/2019-40, platí, že: „*Orgán, který posuzuje, zda se použije zásada příkazu retroaktivity ve prospěch pachatele (čl. 40 odst. 6 Listiny základních práv a svobod, § 2 odst. 1 zákona č. 250/2016 Sb., o odpovědnosti za přestupky a řízení o nich), musí podřadit konkrétní čin konkrétního pachatele pod všechna relevantní ustanovení upravující přestupek, celkový výsledek posoudit a podle toho rozhodnout, zda je pozdější právní úprava pro pachatele příznivější. Pokud se nová právní úprava stane účinnou až poté, co rozhodnutí správního orgánu předtím nabylo právní moci, musí v řízení o žalobě proti takovému rozhodnutí tuto úvahu v plném rozsahu učinit krajský soud, i pokud bude muset posoudit určitý aspekt, který dřívější právní úprava nestanovila.*“ Soud ověřil, že ke změně právní úpravy ve prospěch žalobkyně nedošlo.
189. Rozhodnutí žalované je ve vztahu k přestupku A souladné se zákonem a žádná z uplatněných žalobních námitek není důvodná.
190. Co se týče žalobní argumentace k přestupku B, žalobkyni je kladeno za vinu porušení povinností dle čl. 14 nařízení 2019/979 a čl. 22 odst. 3 nařízení o prospektu.

Shodu s prvopisem potvrzuje J. V.

191. Podle 14 nařízení 2019/979 1, *propagační sdělení šířená k potenciálním drobným investorům musí obsahovat tyto prvky:*

- a) *výrazným způsobem uvedené slovo „propagační sdělení“. Pokud je propagační sdělení šířeno v ústní formě, účel sdělení musí být jasně označen na začátku zprávy;*
- b) *prohlášení o tom, že schválení prospektu by se nemělo chápat jako potvrzení cenných papírů, které jsou nabízeny nebo přijaty k obchodování na regulovaném trhu, pokud propagační sdělení obsahuje odkaz na prospekt schválený příslušným orgánem;*
- c) *doporučení, aby si potenciální investoři přečetli prospekt, nežli učiní investiční rozhodnutí, aby tak plně pochopili potenciální rizika a výnosy spojené s rozhodnutím investovat do cenných papírů, pokud propagační sdělení obsahuje odkaz na prospekt schválený příslušným orgánem;*
- d) *upozornění týkající se srozumitelnosti vyžadované podle čl. 8 odst. 3 písm. b) nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1286/2014 <sup>(6)</sup>, jestliže:*
  - i) *se propagační sdělení týká jiných složitých cenných papírů, než jsou finanční nástroje podle čl. 25 odst. 4 písm. a) bodů i), ii) a vi) směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU <sup>(7)</sup>, a*
  - ii) *ve shrnutí prospektu je nebo bude uvedeno upozornění týkající se srozumitelnosti.*

209. *Propagační sdělení v písemné podobě šířená k potenciálním drobným investorům musí být z hlediska formátu a délky dostatečně odlišná od prospektu, aby nebyla možná žádná záměna s prospektem.*

210. Podle čl. 22 odst. 3 nařízení o prospektu, *propagační sdělení musí být jako taková jasně rozpoznatelná. Informace obsažené v propagačním sdělení nesmí být nepřesné nebo zavádějící a musí být v souladu s informacemi obsaženými v prospektu, pokud již byl uveřejněn, nebo s informacemi, které mají být v prospektu uvedeny, pokud bude prospekt uveřejněn později.*

211. Citovaný čl. 14 stanoví minimální obsahové náležitosti propagačních sdělení, která jsou určena potenciálním drobným investorům. Tato sdělení musí:

- a) *obsahovat výrazné označení „propagační sdělení“ (v případě ústní formy musí být účel sdělení zřejmý na začátku);*
- b) *pokud je zmíněn schválený prospekt, uvést, že jeho schválení není potvrzením kvality cenných papírů;*
- c) *doporučit investorům, aby si před investičním rozhodnutím přečetli prospekt, aby porozuměli rizikům a výnosům;*
- d) *obsahovat upozornění na srozumitelnost podle čl. 8 odst. 3 písm. b) nařízení 1286/2014, pokud se jedná o složité cenné papíry.*

212. Článek 22 pak stanoví, že:

- a) *propagační sdělení musí být jasně rozpoznatelná jako taková;*
- b) *nesmí být nepřesná nebo zavádějící;*

Shodu s prvopisem potvrzuje J. V.

- c) musí být v souladu s informacemi uvedenými v prospektu, pokud již byl uveřejněn, nebo s informacemi, které mají být v prospektu uvedeny, pokud bude uveřejněn později

213. Z obsahu správního spisu, zejména ze strany 16 prvostupňového rozhodnutí, a na základě přiloženého screenshotu webových stránek žalobkyně, dále z pozdější verze tohoto sdělení a sekce dotazů, vzal soud za prokázané, že na internetových stránkách žalobkyně bylo uveřejněno propagační sdělení obsahující text:

*„Investujte do dluhopisů SAUNIA s výnosem až 12 %“, doplněné o tlačítko s výzvou „Chci investovat“.*

214. Na bílém pozadí bylo dále uvedeno menším písmem: „Základní sazba 9,9 %“ „Inflační bonus 2,1 %“ „Bonus na saunování“ a text „propagační sdělení“ rovněž malým písmem.

215. Dále bylo zjištěno, že v sekci „Časté dotazy“ na webových stránkách žalobkyně byla uvedena odpověď na otázku „Jak mi zaručíte, že nepřijdu o svou investici?“, kde bylo uvedeno, že za emisi dluhopisů ručí společnost SAUNIA s.r.o. celým svým majetkem. Tato informace však byla uvedena v souvislosti s emisí dluhopisů SAUNIA FINANCE, nikoliv s emisí, na kterou se vztahovalo dané propagační sdělení.

216. Správní orgán prvního stupně dospěl k závěru, že uvedené informace mohly uvést potenciální investory v omyl, zejména pokud jde o zajištění návratnosti investice. Uvedení ručitele, který se ve skutečnosti nevztahoval na danou emisi, mohlo vyvolat mylný dojem o míře bezpečnosti investice.

217. Dále bylo zjištěno, že označení „propagační sdělení“ nebylo uvedeno výrazným způsobem, jak požaduje čl. 14 nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2019/979. Text byl zobrazen standardním černým písmem na bílém pozadí, a to menší velikostí než ostatní texty na stránce, čímž nebyla zajištěna dostatečná vizuální odlišitelnost.

218. Z provedeného dokazování vyplynulo, že žalobkyně na svých webových stránkách zveřejnila propagační sdělení k veřejné nabídce dluhopisů, které:

- nebylo výrazně označeno jako „propagační sdělení“, jak vyžaduje čl. 14 odst. 1 písm. a) nařízení 2019/979,
- obsahovalo zavádějící informaci o ručiteli, která mohla vyvolat mylný dojem o zajištění návratnosti investice,
- nebylo v souladu s informacemi uvedenými v prospektu, resp. s informacemi, které by v něm měly být uvedeny, čímž došlo k porušení čl. 22 odst. 3 nařízení 2017/1129.

219. Tímto jednáním žalobkyně porušila přímo použitelný předpis Evropské unie, a naplnila tak skutkovou podstatu přestupku podle § 183 odst. 1 písm. a) zákona č. 256/2004 Sb.

220. Žalobní argumentace žalobkyně v projednávané věci neobstojí.

221. Předně je třeba uvést, že požadavek na výrazné označení propagačního sdělení není pouhým estetickým požadavkem, jak se žalobkyně snaží tvrdit, ale vyplývá výslovně z čl. 14 nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2019/979. Tento článek stanoví, že propagační sdělení musí být jasně a výrazně označeno jako takové, aby bylo pro potenciální investory jednoznačně rozpoznatelné.

222. V daném případě bylo označení „*propagační sdělení*“ uvedeno na webových stránkách žalobkyně menším písmem, než jakým byla prezentována samotná výzva k investici („*Investujte do dluhopisů SAUNIA s výnosem až 12 %*“). Takové označení nelze považovat za dostatečně výrazné ve smyslu požadavků uvedeného nařízení.
223. Dále žalobkyně namítala, že propagační sdělení obsahovalo odkaz na prospekt schválený Českou národní bankou. Tato skutečnost však sama o sobě nezajišťuje dostatečnou informovanost investorů. Pouhý odkaz na existenci prospektu bez výslovného doporučení, aby si jej investor přečetl, nenaplnuje požadavek na ochranu investorů, jak jej stanoví čl. 14 písm. c) uvedeného nařízení.
224. Městský soud se rovněž ztotožňuje se závěrem správního orgánu, že informace uvedená v sekci „Časté dotazy“, podle níž za emisi dluhopisů ručí společnost SAUNIA s.r.o. celým svým majetkem, mohla uvést potenciální investory v omyl. Tato informace se nezakládala na pravdě, neboť se vztahovala k emisi dluhopisů jiného subjektu (SAUNIA Finance). Ve skutečnosti se jednalo o dluhopisy emitované jiným subjektem, a žádné ručení ze strany společnosti SAUNIA s.r.o. nebylo zajištěno.
225. Tímto sdělením mohli být potenciální investoři zásadním způsobem ovlivněni při rozhodování o investici do dluhopisů SAUNIA FINANCE, neboť mohli nabýt mylného dojmu, že jejich investice je zajištěna majetkem třetí osoby, což nebyla pravda.
226. Právní závěry učiněné správním orgánem prvního stupně, které byly následně potvrzeny i žalovanou, jsou proto v souladu se zákonem, nařízením Evropské unie i se zásadami ochrany investorů. Žalobní argumentace žalobkyně je tudíž nedůvodná.

#### IV.

##### **Závěr a rozhodnutí o nákladech řízení**

227. S ohledem na vše shora uvedené dospěl soud k závěru, že rozhodnutí žalované, kterým byl rozklad žalobkyně zamítnut, bylo vydáno v souladu se zákonem a shora uvedené žalobní námítky uplatněné žalobkyní nejsou důvodné. Soudu tedy nezbylo, než žalobu jako nedůvodnou podle § 78 odst. 7 s. ř. s. zamítnout.
228. Výrok o nákladech řízení má oporu v § 60 odst. 1 s. ř. s., podle něhož nestanoví-li tento zákon jinak, má účastník, který měl ve věci plný úspěch, právo na náhradu nákladů řízení před soudem, které důvodně vynaložil proti účastníkovi, který ve věci úspěch neměl. Žalobkyně v řízení úspěšná nebyla, proto jí právo na náhradu nákladů řízení nepřísluší. Žalované, která měla v řízení plný úspěch, však žádné náklady spojené s tímto řízením nad rámec její běžné administrativní činnosti nevznikly, proto soud rozhodl, že se žádnému z účastníků náhrada nákladů řízení nepřiznává.

##### **Poučení:**

Proti tomuto rozhodnutí lze podat kasační stížnost ve lhůtě dvou týdnů ode dne jeho doručení. Kasační stížnost se podává ve dvou (více) vyhotoveních u Nejvyššího správního soudu, se sídlem Moravské náměstí 6, Brno. O kasační stížnosti rozhoduje Nejvyšší správní soud.

Shodu s prvopisem potvrzuje J. V.

Lhůta pro podání kasační stížnosti končí uplynutím dne, který se svým označením shoduje se dnem, který určil počátek lhůty (den doručení rozhodnutí). Případně-li poslední den lhůty na sobotu, neděli nebo svátek, je posledním dnem lhůty nejbližší následující pracovní den. Zmeškání lhůty k podání kasační stížnosti nelze prominout.

Kasační stížnost lze podat pouze z důvodů uvedených v § 103 odst. 1 s. ř. s. a kromě obecných náležitostí podání musí obsahovat označení rozhodnutí, proti němuž směřuje, v jakém rozsahu a z jakých důvodů jej stěžovatel napadá, a údaj o tom, kdy mu bylo rozhodnutí doručeno.

V řízení o kasační stížnosti musí být stěžovatel zastoupen advokátem; to neplatí, má-li stěžovatel, jeho zaměstnanec nebo člen, který za něj jedná nebo jej zastupuje, vysokoškolské právnické vzdělání, které je podle zvláštních zákonů vyžadováno pro výkon advokacie.

Soudní poplatek za kasační stížnost vybírá Nejvyšší správní soud. Variabilní symbol pro zaplacení soudního poplatku na účet Nejvyššího správního soudu lze získat na jeho internetových stránkách: [www.nssoud.cz](http://www.nssoud.cz).

Praha 10. září 2025

JUDr. Slavomír Novák v.r.  
předseda senátu

Shodu s prvopisem potvrzuje J. V.