KOMISE PRO CENNÉ PAPÍRY

STANOVISKO

č. STAN/6/2004 ze dne 9. 6. 2004

K výkladu některých ustanovení novely zákona o penzijním připojištění vydané pod č. 36/2004 Sb.

I. Úvod

Dne 5. 2. 2004 byl ve Sbírce zákonů publikován zákon č. 36/2004 Sb., kterým se mění zákon č. 42/1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem a o změnách některých zákonů souvisejících s jeho zavedením, ve znění pozdějších předpisů. Účinnosti tento zákon nabyl dne 1. 4. 2004.

Změny v právní úpravě investiční politiky penzijních fondů zahrnují možnost investic do derivátů či repo operací, možnost investic na zahraničních trzích, změny limitů, větší důraz na pravidla odborné péče aj. Komise pro cenné papíry vykonává státní dozor nad investiční politikou penzijních fondů a nad činností jejich depozitářů v této oblasti. V poslední době obdržela od účastníků trhu řadu dotazů na výklad nových institutů. Na některé z dotazů lze z textu zákona dovodit odpověď jednoznačnou, u jiných je právní výklad složitější. V tomto stanovisku Komise shrnuje odpovědi na ty otázky, které vyvstaly před účinností novely zákona o penzijním připojištění č. 36/2004 Sb., (část I. a II.) a dále se zabývá rozsahem státního dozoru Komise nad penzijními fondy (část III), neboť právní úprava v této oblasti je značně nepřehledná.

Vedle tohoto stanoviska Komise připravila podrobnější metodiku k aplikaci § 33 odst. 1 zákona o penzijním připojištění, tedy k pravidlům „bezpečnosti, kvality, likvidity a rentability skladby finančního umístění jako celku."

II. Počítání limitů v § 34 zákona o penzijním připojištění

a) investice do aktiv denominovaných v cizí měně v § 34 odst. 4 věta první

Toto ustanovení ukládá penzijním fondů umístit nebo uložit nejméně 70 % majetku penzijního fondu „do aktiv znějících na měnu, ve které jsou vyjádřeny závazky penzijního fondu vůči účastníkům". Někteří účastníci trhu vyslovili názor, že limit je nutno vykládat materiálně, z hlediska rizika, nikoliv denominace.

Je pravdou, že limit pro nabývání aktiv denominovaných v cizích měnách nebrání tomu, aby na sebe fond vzal rizika cizí měny ve vyšším rozsahu, a to případně až v rozsahu 100 %. Tohoto efektu lze dosáhnout investicí do podílových listů[1], které mohou být denominovány v českých korunách, ale jejich hodnota může záviset na kurzu cizí měny. Ostatní aktiva uvedená v § 33 odst. 2 a 3 přímou závislost na jiném aktivu nevykazují. Takový postup však

[1] limit pro investice do cenných papírů denominovaných v cizí měně v důsledku omezuje i nabývání státních dluhopisů a dluhopisů nadnárodních institucí podle § 33 odst. 1 písm. a) a b), ledaže by tyto dluhopisy byly vydány v české měně.

vylučují požadavky v § 33 odst. 1, které jdou navíc dál, protože vylučují i výraznou závislost nepřímou.

Není tedy důvod pro odlišný výklad, než který plyne z jednoznačné dikce zákona. Ta přitom nepřipouští pochybnosti, že slovy „aktiva znějící na měnu“ se rozumí právě jen denominace, nikoliv měnové riziko jako takové. Stejně tak v § 34 odst. 3 se stanoví limit pro cenné papíry vydané jedním emitentem, nikoliv pro cenné papíry, jež nesou riziko určitého emitenta. Podobně jednoznačná je v obdobné souvislosti směrnice 2003/41/EC z 3 června 2003 o činnosti a státním dozoru penzijních fondů poskytujících zaměstnanecké důchodové pojištění: členské státy EU podle ní „umožní těmto institucím držet aktiva denominovaná v odlišných měnách, než ve kterých je jsou vyjádřeny závazky fondu, pro krytí částky nejméně 30 % svých technických rezerv.“ (čl. 18 odst. 5 písm. b) směrnice).

Podobně nesprávný je závěr, že limit v § 34 odst. 4 věta první pro závazky vyjádřené v odlišné měně se uplatní jen na závazky, které nejsou zajištěné proti pohybu kursu. Jedná se o formální limit, který doplňuje materiální kritéria v § 33 odst. 1 zákona o penzijním připojištění, a v zákoně nelze shledat oporu pro výklad § 34 odst. 4 vycházející z posouzení případných měnových rizik.

b) limity pro vklady u bank v § 33 odst. 3 zákona o penzijním připojištění

Uvedené ustanovení stanoví, že „Výše [prostředků uložených] u jedné banky nesmí tvořit více než 10 % majetku penzijního fondu nebo 20 000 000 Kč.“

Komise zastává názor, že toto ustanovení ukládá penzijnímu fondu splnit při ukládání prostředků na účty u bank alespoň jednu z uvedených podmínek. Platí tedy, že fond může na účty uložit i více než 20 mil. Kč, pokud by se jednalo o méně než 10 % jeho majetku, a naopak, že může uložit i více než 10 % majetku, pokud by celková částka nedosáhla 20 mil. Kč.

Izolovaný jazykový výklad § 33 odst. 3 by mohl vést k závěru, že je nutné splnit obě podmínky, jeho důsledky by však byly nelogické a odporovaly úmyslu zákonodárce patrnému z textu zákona i z důvodové zprávy, totiž uvolnit investiční politiku penzijních fondů. Nevhodné jazykové vyjádření normy je zřejmě omylem, neboť pokud má zákonodárce v úmyslu požadovat splnění obou podmínek současně, používá formulaci „10 % majetku penzijního fondu, nejvíce však 20 000 000 Kč“ apod., zatímco spojka „nebo“ vyjadřuje typicky alternativní vztah.

Pro běžné fondy, v jejichž majetku jsou miliardy korun českých, by nutnost diverzifikace vedla při zachování současné výše peněžních prostředků k nutnosti rozložit vklady mezi desítky a často stovky bank. Přestože takové rozložení není zřejmě zcela nemožné, je zjevně absurdní. To potvrzuje i skutečnost, že podle § 34 odst. 1 může penzijní fond investovat do cenných papírů (tedy i akcií) jednoho emitenta až 10 % svého majetku, aniž by byl limitován konkrétní částkou. Vzhledem k mnohem vyšší míře rizika u cenných papírů, by postrádalo dvojí omezení u vkladů u bank oporu v logice úpravy.

Podle důvodové zprávy novely „Navrhované znění ustanovení § 33 odst. 2 a 3 podstatným způsobem rozšiřuje možnosti pro umísťování majetku shromážděného penzijním fondem“, což také nasvědčuje, že by výklad citovaného ustanovení neměl být restriktivní. Znění zákona účinné do 31. 3. 2004 stanovilo, že „Výše takto uložených prostředků u jedné banky nesmí tvořit víc než 10 % majetku penzijního fondu.“ (§ 33 odst. 2), limit 20 mil. Kč tady chybí

a jeho aplikace kumulativně s uvedeným procentním limitem by vedla k značnému zpřísnění dosavadní úpravy.

Lze tedy shrnout, že pokud zákonodárce hovoří kromě procentního limitu i o podmínce 20 mil. Kč, pak tím investiční prostor penzijních fondů rozšiřuje (jde-li o malé fondy s majetkem menším než 200 mil. Kč), nikoliv zužuje.

Vzhledem k tomu, že se tento výklad odchyluje od doslovného znění zákona, považuje Komise za nezbytné v zájmu právní jistoty jednoznačné vyjasnění zákonného textu, nejlépe vypuštěním slov „nebo 20 000 000 Kč“.

c) aplikace limitu v § 34 odst. 1 na nabývání podílových listů

Další otázka se objevila v souvislosti s tím, zda se na podílové listy uplatní limit v § 34 odst. 1 věta první, tedy limit 10 % na cenné papíry vydané jedním emitentem. Názor, že nikoliv, se opíral o následující argument: pokud by měl limit dopadat i na podílové listy, postrádalo by jejich vyčlenění do samostatného písmene v § 33 odst. 2 písm. c) smysl a postačila by souhrnná kategorie v písm. d) tohoto ustanovení („cenné papíry, s nimiž se obchoduje na regulovaném trhu země OECD“).

Komise tento názor nesdílí. Úprava limitů v § 34 odst. 1 je jednoznačná a výjimku přiznává pouze (stručně shrnuto) státnímu dluhopisům a dluhopisům nadnárodních organizací (§ 33 odst. 2 písm. a) a b). Cenné papíry v § 33 odst. 2 písm. c) navíc nelze označit za podmnožinu cenných papírů v § 33 odst. 2 písm. d), neboť podílové listy zpravidla nebudou obchodované na regulovaném trhu. Riziko s nimi spojené také výrazně přesahuje riziko státních dluhopisů a dluhopisů mezinárodních organizací, proto je uplatnění limitu zcela na místě.

Kromě toho je nutno hledat i odpověď na otázku, koho považovat v oblasti kolektivního investování za emitenta. Podle některých právních řádů mohou být fondy kolektivního investování, ač formálně zřízené jako jediný subjekt, právně i ekonomicky rozděleny na „podfondy“ (oddíly, compartimenty) a za emitenta se v takovém případě považují tyto podfondy[2]. Podobná situace ostatně vzniká i v českém právu, když investiční společnost vydává podílové listy různých podílových fondů. Komise již dříve vyslovila názor, že jednotlivé podílové fondy či podfondy nejsou pro účely diverzifikace rizik „emitentem“. Argumentem je kromě jazykového výkladu též nutnost „diverzifikaci investičního managementu, ke které dojde pouze, pokud je limit pro rozložení rizika vztažen na všechny cenné papíry vydané jednou investiční společností s variabilním kapitálem, a nikoliv pouze na její jednotlivé podfondy.“[3]

---

[2] viz např. čl. 146 odst. 1 lucemburského zákona o organismech kolektivního investování č. 151 z 20. 12. 2002: „Pour les besoins de l'application de cette limite d'investissement, chaque compartiment d'un OPC à compartiments multiples, au sens de l'article 133 de la présente loi, est à considérer comme un émetteur distinct, à condition que le principe de la ségrégation des engagements des différents compartiments à l'égard des tiers soit assuré“. Oddělení majetku zajišťuje lucemburské právo v čl 133 odst. 5 stejného zákona („Les droits des investisseurs et des créanciers relatifs á un compartiment ou nés á l'occasion de la constitution, du fonctionnement ou de la liquidation d'un compartiment sont limités aux actifs de ce compartiment, sauf clause contraire des documents constitutifs.“). Podobné ustanovení lze nalézt v i belgickém právu (čl. 115 odst. 6 belgického zákona o finančním trhu ze dne 4. prosince 1990 zní „les actifs d'un compartiment déterminé ne répondent que des dettes, engagements et obligations qui concernent ce compartiment“) a jinde.

[3] z rozhodnutí KCP/10/2003

d) limit pro nabývání nemovitostí v § 34 odst. 2 zákona o penzijním připojištění

Další pochybnosti se objevily ohledně aplikace limitu pro nabývání nemovitostí na nepřímé investice do nemovitostí, tj. na investice do nemovitostních fondů (§ 53 zákona o kolektivním investování). Ve shodě s výše uvedeným však jde o formální limit, který nelze vykládat k tíži adresátů normy extenzivně (při dosažení jednoznačného výkladu jazykově logického), a Komise se proto domnívá, že pro podílové listy nemovitostních fondů se uplatní limity v § 34 odst. 1 a 3, nikoliv limit podle § 34 odst. 2. Podílové listy nemovitostního fondu mají také z hlediska likvidity, požadavků na oceňování aj. rozdílnou kvalitu než nemovitosti samotné.

Současně je ovšem potřebné připomenout, že zákon stanoví v § 33 odst. 1 i materiální kritéria pro investování, která mohou vést v řadě případů k požadavku důslednější diverzifikace investic, než by plynula ze samotných formálních limitů.

e) limity pro zajišťovací obchody podle § 33 odst. 7 zákona o penzijním připojištění

Do 1. 4. 2004 neupravoval zákon o penzijním připojištění přípustnost zajišťovacích obchodů výslovně, právo a povinnost zajistit určité obchody takovými operacemi však plynula z povinnosti odborné péče. Komise se k této otázce již vyslovila[4] a uvedla argumenty pro takový závěr.

Novela č. 36/2004 Sb. postavila tuto otázku v § 33 odst. 7 najisto a zajišťovací obchody výslovně povolila. Současně se však objevila nová otázka, zda se na zajišťovací obchody vztahují limity podle § 34 fondu, konkrétně zbytkový limit pro „ostatní investice“ v § 34 odst. 4 i.f., podle kterého „nejvíce 5 % majetku penzijního fondu může být umístěno jinak, než je uvedeno v § 33 odst. 2 písm. a) až f) a § 33 odst. 3.“ Podle názoru Komise se tento limit na zajišťovací obchody neuplatní. Tento závěr plyne z historického výkladu dosavadní úpravou, z analogie s obdobným institutem v zákoně o investičních společnostech a investičních fondech, a též z výkladu jazykového. Při zajišťovací operaci se totiž nejedná o „umisťování prostředků“, o investování, ale o podpůrnou činnost, obdobnou provozním nákladům, které § 33 a 34 také neupravují, přestože jsou pro fungování penzijního fondu nezbytné.

I při tomto výkladu se na zajišťovací obchody uplatní požadavek odborné péče, přestože jej § 33 odst. 1 omezuje na umisťování prostředků[5]. Vzhledem k tomu, že zajišťovací obchod bude vždy součástí odborné péče při umístění prostředků, tedy součástí investice, kterou zajišťuje, bude nutné posuzovat odbornou péči vcelku, pro investici i zajišťovací obchod současně. Kromě toho zákon o penzijním připojištění obsahuje i obecnější povinnost odborné péče v § 31, která platí pro veškeré hospodaření s majetkem fondu (i když nad dodržováním této povinnosti Komise státní dozor nevykonává – srov. část III tohoto stanoviska).

Zajišťovací obchody uzavřené penzijním fondem se tedy do limitu 5 % v § 34 odst. 4 nepočítají. Ostatní limity se počítají z celkového majetku fondu a nejde tedy o podíly na „umístěném majetku“ penzijního fondu.

---

[4] viz právní stanovisko *K možnosti využití zajišťovacích derivátových operací penzijními fondy* ze dne 13. 11. 2002.

[5] obecněji vymezená povinnost odborné péče v § 31 odst. 1 není z hlediska státního dozoru Komise nad investiční politikou penzijních fondů podstatná.

III. K pojmu podílové listy otevřených podílových fondů

Ač jde zdánlivě o pojem jednoznačný, přináší při bližším zkoumání dvě otázky. První je, zda mu lze podřadit nejen české podílové fondy existující na základě zákona o investičních společnostech a investičních fondech, případně v dohledné době podle zákona o kolektivním investování, ale i podílové fondy zahraniční, resp. podílovým fondům odpovídající „instituce“, „schémata“ či „organismy“ kolektivního investování v zahraničí.

Odpověď je nutné hledat v úvaze, zda je pojem podílový fond obecný, nebo zda jej právní řád používá vždy ve smyslu podílového fondu podle českého práva. Např. pojmy cenný papír či dluhopis jsou obecné a i když český právní řád upravuje české (tuzemské) cenné papíry[6], případně české dluhopisy[7], neupírá existenci dluhopisům zahraničním či obecně zahraničním cenným papírům. Tento princip ale neplatí obecně. Např. definice akcie v § 155 odst. 1 zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů zní „Akcie je cenným papírem, s nímž jsou spojena práva akcionáře jako společníka podílet se *podle tohoto zákona* a stanov společnosti na jejím řízení, jejím zisku a na likvidačním zůstatku při zániku společnosti.“ Podobně pojem podílový fond je vázán na úpravu v českých předpisech.[8] Při opačném výkladu by ostatně vznikala otázka, kdy lze určité „schéma“ či „organismus“ považovat za obdobu českého podílového fondu a kdy nikoliv, a to nejen z hlediska fungování, ale též z hlediska regulace a dalších relevantních znaků.

Závěru, že podílovým fondem je pouze fond podle českého práva, odpovídá i analýza § 33 zákona o penzijním připojištění, který v řadě případů výslovně uvádí teritoriální omezení přípustných investic (např. u vkladů v bankách v odst. 3, cenných papírů v odst. 2 písm. d) aj.). Pokud na těchto místech zákonodárce považoval za nutné zúžit okruh přípustných investic na země OECD, bylo by podivné, pokud by právě u podílových fondů žádné omezení nestanovil. Ve skutečnosti však omezení existuje, a to faktickým odkazem na vymezení podílového fondu v příslušných předpisech. Otevřenými podílovými fondy se proto rozumí pouze fondy podle zákona o investičních společnostech a investičních fondech, případně zákona o kolektivním investování.

Nabízí se ovšem druhá otázka, zda touto formulací vyloučil zákonodárce nabývání cenných papírů otevřených forem kolektivního investování, které jsou oprávněné k působení v České republice na základě § 35n zákona o investičních společnostech a investičních fondech, případně podle § 43 nebo § 58 zákona o kolektivním investování – typicky akciových společností typu SICAV. Jak už se Komise vyslovila dříve[9], takový výklad by znamenal nedůvodnou diskriminaci těchto forem kolektivního investování v České republice. Ustanovení § 33 odst. 2 písm. c) není převzato ze směrnice o zaměstnaneckém důchodovém pojištění, ale z původního znění zákona o penzijním připojištění, pouze byl opuštěn požadavek registrace podílových listů na veřejném trhu. V době přijetí tohoto zákona bylo

---

[6] zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů vymezuje v § 1 cenné papíry pouze příkladmo („cennými papíry jsou … zejména…“) a výslovně počítá s existencí „cenných papírů vydaných v zahraničí“ (§ 1 odst. 6).

[7] zákon č. 530/1991 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů v § 1 odst. 1 vymezuje nejprve pojem dluhopis (cenný papír, s nímž je spojeno právo na výplatu jistinu a výnosu k určenému datu) a až v odst. 2 stanoví, že se vztahuje pouze na dluhopisy vydané v České republice.

[8] srov. § 9 zákona č. 248/1992 Sb., zákon o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů: „k vydávání podílových listů za účelem vytvoření podílového fondu je třeba povolení Komise“; podobně je tato otázka upravena v § 6 odst. 4 zákona o kolektivním investování.

[9] Viz právní stanovisko *K nabývání cenných papírů emitovaných zahraniční osobou zabývající se kolektivním investováním investiční společností a investičním fondem (§ 17 odst. 1 písm. g) a i) zákona o investičních společnostech a investičních fondech)* ze dne 15. 5. 2002.

provozování kolektivního investování v otevřené formě v České republice přípustné pouze prostřednictvím podílových fondů. Později byl umožněn i vstup zahraničních forem kolektivního investování na český trh a tato změna se nepromítla dostatečným způsobem do textu předpisů upravujících investiční politiku. Komise však zastává názor, že historický výklad spojený s výkladem teleologickým a s principem nediskriminace dostatečně odůvodňuje rozšíření pojmu podílový list per analogiam a dovoluje penzijním fondům investovat i do jiných forem kolektivního investování, pokud jsou otevřené a pokud jsou oprávněné k činnosti v České republice**.**

IV. Rozsah státního dozoru Komise

a) dozor nad činností penzijního fondu

Ustanovení § 45a odst. 1 zákona o penzijním připojištění podřizuje státnímu dozoru Komise činnost penzijního fondu „v rozsahu jeho povinností stanovených tímto zákonem při umisťování prostředků penzijního fondu podle § 33“. Ustanovení § 33 obsahuje obecné principy investování prostředků penzijního fondu, výčet přípustných investic (ovšem neúplný – srov. § 34 odst. 4 i.f.) a ocenění majetku penzijního fondu.

Z jazykového výkladu ustanovení § 45a odst. 1 zákona plyne, že odkaz na § 33 zákona definuje charakter prostředků, jejichž umísťování se státní dozor týká („prostředky shromážděné penzijním fondem“ – § 33 odst. 1). To podporuje užití výrazu „povinnosti stanovené tímto zákonem“, z něhož plyne, že státnímu dozoru podléhá plnění i jiných povinností, než stanovených v § 33 zákona o penzijním připojištění.

Dále lze uvést, že dodržování limitů v § 34 je nedílnou součástí podmínek investování penzijního fondu a izolovaný dozor pouze nad druhem nabývaných instrumentů pozbývá smyslu[10], nehledě na to, že Komise ve smyslu § 33 odst. 1 zákona vykonává dozor i nad umísťováním prostředků s odbornou péčí, přičemž investování v rozporu se stanovenými limity je zcela jistě s odbornou péčí v rozporu. Lze též poukázat na to, že ve smyslu ustanovení § 34 odst. 6 zákona je penzijní fond povinen oznámit Komisi překročení limitů uvedených v tomto ustanovení.

Konečně posledním argumentem ve prospěch uvedeného vymezení rozsahu státního dozoru Komise je druhá věta § 45a odst. 1 zákona o penzijním připojištění, dle které se na postup při výkonu státního dozoru Komise použijí obdobně (mimo jiné) i ustanovení § 43c písm. o) a p) zákona umožňující uložit pokutu za porušení povinností stanovených v § 34 zákona. Přestože zákon hovoří o aplikaci těchto ustanovení pouze na „postup“ při výkonu státního dozoru, ztrácelo by ustanovení § 45a odst. 1 zákona v daném rozsahu smysl, pokud by plnění povinností zároveň nepodléhalo státnímu dozoru Komise.

Dozoru Komise tedy podléhá veškerá činnost penzijního fondu týkající se investování shromážděných prostředků, především dodržování pravidel upravujících tuto činnost stanovených zákonem, statutem nebo penzijním plánem (srov. § 42 odst. 2 ve spojení s § 45a odst. 1 druhá věta zákona o penzijním připojištění).

Dle § 45a odst. 1 zákona se při výkonu státního dozoru uplatní ustanovení § 42 odst. 2, 4 a 5 zákona, které především umožňují Komisi požadovat informace od penzijního fondu, účastnit se jednání jeho orgánů a vstupovat do jeho prostor.

[10] Výčet přípustných investic v § 33 je pouze příkladmý a nabytím jiného aktiva fond zákon neporuší, k porušení by mohlo dojít až ve vazbě na limity v § 34.

V případě, že při výkonu státního dozoru zjistí Komise porušení některé povinností podléhajících jejímu dozoru, je oprávněna uložit penzijnímu fondu dle § 43 odst. 1 písm. a) a b) zákona opatření k nápravě nebo po dohodě s ministerstvem (srov. § 45a odst. 1 poslední věta zákona) pozastavit jeho činnost. V § 43c dále zákon stanoví skutkové podstaty správních deliktů, za které je možné uložit pokutu do výše 5 mil. Kč. Podle druhé věty § 45a odst. 1 a podle § 43e odst. 4 zákona může Komise uložit pokutu za zjištěné správní delikty dle § 43c písm. n,) o), p), t), u) a v).

b) dozor nad činností depozitáře

Podle § 45 odst. 2 zákona o penzijním připojištění podléhá státnímu dozoru Komise též činnost depozitáře v rozsahu jeho povinností kontrolovat „umisťování prostředků penzijního fondu podle § 33“[11]. Dále zákon stanoví, že na postup při výkonu státního dozoru Komise se obdobně použije ustanovení § 43 odst. 1 písm. a).

Kontaktní osoba Mgr. Aleš Smutný, tel.: 221 096 380, e-mail: ales.smutny@sec.cz.

[11] tento pojem je vyložen výše v souvislosti s rozsahem státního dozoru Komise nad penzijními fondy