



Сборник съдебна практика

ЗАКЛЮЧЕНИЕ НА ГЕНЕРАЛНИЯ АДВОКАТ
J. КОКОТТ
представено на 16 декември 2021 година¹

Дело C-352/20

HOLD Alapkezelő Befektetési Alapkezelő Zrt.
срещу
Magyar Nemzeti Bank

(Преюдициално запитване, отправено от Kúria (Върховен съд, Унгария))

„Преюдициално запитване — Регулиране на финансовите пазари — Инвестиционни фондове — Директиви 2009/65/ЕО и 2011/61/ЕС — Политики за възнагражденията на дружества за управление на капитали и на инвестиционни дружества — Принципи за разумна политика за възнагражденията — Насоки 2013/232 и 2016/575 на Европейския орган за ценни книжа и пазари (ЕОЦКП) — Разпределяне на дивиденди на ръководни служители на дружество за управление на фондове, които същевременно са акционери в това дружество — Стимул за поемане на прекомерни рискове — Заобикаляне на принципите на разумна политика за възнагражденията“

I. Въведение

1. Стабилността и интегритетът на финансовите пазари изискват разумно управление на риска от страна на финансовите институции и инвестиционните посредници. Според европейския законодател обаче неподходящи практики за възнагражденията благоприятстват поемането на прекомерни рискове от определени участници на финансовия пазар, като например инвестиционни консултанти и управители на фондове, тъй като тези практики могат да породят погрешни стимули в това отношение².

¹ Език на оригиналния текст: немски.

² Вж. основно съображения 1—5 от Препоръка 2009/384/ЕИО на Комисията от 30 април 2009 година относно политиката на възнаграждения в сектора на финансовите услуги (ОВ L 120, 2009 г., стр. 22), на които се основават съответните правни актове (вж. непосредствено по-долу бележки под линия 3 и 4). Емпиричното изследване потвърждава тази връзка, вж. например *Bebchuk/Fried. Pay without performance*. Harvard University Press, Cambridge, 2004; *Kaplan. Are U.S. CEOs Overpaid?* — *Academy of Management Perspectives*, Vol. 22, 2008, 5—20.

2. Поради тази причина по-специално директиви 2009/65/ЕО³ и 2011/61/ЕС⁴ предвиждат, че държавите членки следва да изискват от сектора на инвестиционните фондове да се установяват и прилагат политики за възнагражденията, които насърчават разумното и ефективно управление на риска и не поощряват поемането на рискове, които не са съобразени със съответния рисков профил, с устава или с учредителните документи на съответните инвестиционни фондове.

3. В главното производство в качеството си на орган за надзор на финансовите пазари Magyar Nemzeti Bank (Националната банка на Унгария, наричана по-нататък „MNB“) предприема мерки по отношение на дружество за управление на фондове, което разпределя дивиденди на различни членове на управителния си орган, тъй като тези членове притежават пряко или косвено акции в това дружество. Според MNB тези плащания на дивиденди представляват част от политика за възнагражденията, която може да препятства разумното управление на риска. Всъщност собственият им финансов интерес от разпределяне на възможно най-големи дивиденди би могъл да подтикне управителите на фондове да поемат прекомерни рискове в краткосрочен план при вземането на инвестиционните си решения, които биха могли в дългосрочен план да имат неблагоприятни последици за инвеститорите в управляваните фондове

4. В този контекст запитващата юрисдикция пита Съда дали изискванията на правото на Съюза към политиките за възнагражденията в сектора на финансовите услуги изобщо са приложими в такъв случай, тъй като от формална гледна точка дивидентите не представляват насрещна престация за предоставени услуги. Както ще бъде посочено по-нататък, този въпрос съдържа имплицитно въпроса кога предвиденият в дружественото право дял от печалбата на управляващо фондове дружество може да доведе до евентуално подтикване на управителите на фондове да поемат подобни рискове, какъвто може да е случаят с изплащането на определени променливи елементи на дадено възнаграждение.

II. Правна уредба

5. Разпоредбите на правото на Съюза относно възнагражденията в сектора на инвестиционните фондове, съдържащи се в Директива 2011/61 (що се отнася до алтернативните инвестиционни фондове, наричани накратко „АИФ“) и Директива 2009/65 (що се отнася до т.нар. предприятия за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа, наричани накратко „ПКИПЦК“), водят началото си от Препоръка 2009/384 на Комисията⁵ и на подзаконово равнище са конкретизирани в насоки, приети от Европейския орган за ценни книжа и пазари, наричан по-нататък „ЕОЦКП“).

³ Вж. по-специално членове 14а и 14б от Директива 2009/65/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 13 юли 2009 година относно координирането на законовите, подзаконовите и административните разпоредби относно предприятията за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа (ПКИПЦК) (ОВ L 302, 2009 г., стр. 32), в редакцията след направените изменения с Директива 2014/91/ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 23 юли 2014 година за изменение на Директива 2009/65/ЕО относно координирането на законовите, подзаконовите и административните разпоредби относно предприятията за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа (ПКИПЦК) по отношение на депозитарните функции, политиката за възнагражденията и санкциите (ОВ L 257, 2014 г., стр. 186) (наричана по-нататък „Директива 2009/65“).

⁴ Вж. по-специално член 13 от Директива 2011/61/ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 8 юни 2011 г. относно лицата, управляващи алтернативни инвестиционни фондове и за изменение на директиви 2003/41/ЕО и 2009/65/ЕО и на регламенти (ЕО) № 1060/2009 и (ЕС) № 1095/2010 (ОВ L 174, 2011 г., стр. 1) (наричана по-нататък „Директива 2011/61“) и приложение II към нея.

⁵ Вж. съображение 26 от Директива 2011/61 и съображение 5 от Директива 2014/91.

1. Препоръка 2009/384 на Комисията

6. Съображения 1—5 от Препоръка 2009/384 на Комисията съдържат основните мотиви за политиката на Съюза в областта на възнагражденията в сектора на финансовите услуги:

- „(1) Прекомерното поемане на риск в сектора на финансовите услуги, и по-специално в банките и инвестиционните дружества, допринесе за фалита на финансови предприятия и за системни проблеми в държавите членки и в целия свят. Тези проблеми се разпространиха в останалата част от икономиката и доведоха до големи разходи за обществото.
- (2) Съществува широко разпространена нагласа, че макар неподходящите практики за възнаграждение в сектора на финансовите услуги да не са основната причина за финансовата криза, която се разви през 2007 и 2008 г., те също така причиниха прекомерно поемане на риск и по този начин допринесоха за значителните загуби на големи финансови предприятия.
- (3) Практиките за възнаграждение в голяма част от сектора на финансовите услуги влязоха в противоречие с ефективното и разумно управление на риска. При тези практики се проявяваше склонност да се възнагражда печалбата в краткосрочен план и персоналът да се стимулира за извършване на прекомерно рискови дейности, които осигуряваха по-големи приходи в краткосрочен план, но същевременно излагаха финансовите предприятия на опасност от по-големи потенциални загуби в по-дългосрочна перспектива.
- [...]
- (5) Създаването на подходящи стимули в рамките на самата система за възнаграждения следва да намали натиска върху управлението на риска и да увеличи вероятността посочените системи да станат ефективни. Поради това съществува необходимост от установяване на принципи за разумна политика на възнаграждения“.

2. Директива 2011/61

7. Съгласно член 1 от Директива 2011/61 тя урежда издаването на разрешения, текущата дейност и прозрачността на дейността на лицата, управляващи алтернативни инвестиционни фондове (ЛУАИФ). Съгласно член 4, алинея 1, буква б) от тази директива ЛУАИФ означава юридически лица, чиято обичайна стопанска дейност е да управляват един или повече АИФ.

8. Съображение 24 от Директива 2011/61 гласи:

„За да се предотврати евентуалното отрицателно въздействие, което зле обмислени системи за възнаграждение могат да имат върху разумното управление на риска и върху контрола по отношение на склонността на отделни лица да поемат риск, следва да се предвиди изрично задължение за ЛУАИФ да разработят и да поддържат за категориите персонал, чиито професионални дейности имат съществено въздействие върху рисковия профил на управляваните от тях АИФ, политики и практики във връзка с

възнагражденията, които са в съответствие с разумното и ефективно управление на риска. Тези категории персонал следва да включват най-малко висшето ръководство, служителите, поемащи рискове, служителите с контролни функции [...]“.

9. В член 4, параграф 1, буква г) е дефинирано понятието „отсрочено възнаграждение“:

„отсрочено възнаграждение“ означава част от печалбата на АИФ, начислена в полза на ЛУАИФ като компенсация за управлението на АИФ, без да се включва участие в печалбата на АИФ, начислена в полза на ЛУАИФ като възвръщаемост на инвестиции на ЛУАИФ в АИФ“.

10. Съгласно член 13, параграф 1, втора алинея от Директива 2011/61 ЛУАИФ определят политиките и практиките във връзка с възнагражденията в съответствие с приложение II към тази директива.

11. Приложение II към Директива 2011/61 предвижда:

„1. При разработване и прилагане на всички политики за възнагражденията, включително на тези за заплатите и за пенсионните права извън задължителното осигуряване, за тези категории персонал [...] ЛУАИФ съблюдават следните принципи по начина и в степента, които са подходящи за техния размер и вътрешна организация, както и за естеството, обхвата и сложността на тяхната дейност:

[...]

з) оценката на резултатите е част от многогодишна програма, съобразена с жизнения цикъл на АИФ, управлявани от ЛУАИФ, за да се гарантира, че процесът на оценка се основава на по-дългосрочни резултати и че фактическото изплащане на елементите от възнаграждението, обвързани с резултатите, се разсрочва в период, който е съобразен с политиката за обратно изкупуване на управляваните от него АИФ и техните инвестиционни рискове;

[...]

й) осигурява се подходящ баланс между фиксираните и променливите елементи на общото възнаграждение, като фиксираният елемент представлява достатъчно голям дял от общото възнаграждение, така че да позволява прилагането на напълно гъвкава политика по отношение на променливите елементи на възнаграждението, включително възможност да не се изплащат променливи елементи на възнаграждението;

[...]

м) в зависимост от правно-организационната структура на АИФ и неговия устав или учредителни документи значителна част, равна най-малко на 50 % от всяко променливо възнаграждение, се състои от дялове или акции от съответния АИФ или равностойни права на собственост, или инструменти, свързани с акциите, или равностойни непарични инструменти, освен ако управлението на АИФ представлява по-малко от 50 % от общия портфейл, управляван от ЛУАИФ, в който случай минималната стойност от 50 % не се прилага.

По отношение на инструментите, посочени в настоящата буква, се прилага подходяща политика за задържане, целяща постигане на съответствие между стимулите и интересите на ЛУАИФ и на управляваните от него АИФ и на инвеститорите в такива АИФ. Държавите членки или техните компетентни органи могат да наложат ограничения по отношение на вида и структурата на тези инструменти или да забранят използването на определени инструменти, когато това е целесъобразно. Настоящата буква се прилага както за частта от променливия елемент на възнаграждението, разсрочена в съответствие с буква н), така и за частта от променливия елемент на възнаграждението, която не е разсрочена;

- н) съществена част — най-малко 40 %, от променливия елемент на възнаграждението се разсрочва за срок, съобразен с жизнения цикъл и политиката за обратно изкупуване на дялове от съответния АИФ, и съответства точно на естеството на рисковете на този АИФ.

Срокът, посочен в настоящата буква, е най-малко три до пет години, освен ако жизненият цикъл на въпросния АИФ е по-кратък; възнаграждение, дължимо съгласно договорености за разсрочване, се получава изцяло при спазване най-малко на принципа за пропорционално изплащане във времето; при особено голям размер на променливия елемент на възнаграждението изплащането на най-малко 60 % от сумата се разсрочва;

- о) променливото възнаграждение, включително разсрочената част от него, се изплаща или е дължимо единствено ако е съобразено с финансовото състояние на ЛУАИФ като цяло и е оправдано от гледна точка на резултатите на стопанското подразделение, на АИФ и на въпросния служител.

Общият размер на променливото възнаграждение като правило се намалява значително при посредствени или отрицателни финансови резултати на ЛУАИФ или на съответния АИФ, като се вземат предвид както текущи компенсации, така и намаления в изплащането на суми, начислени за минал период, включително и чрез мерки за „лоши резултати“ или отнемане на вече начислено възнаграждение;

[...]

- с) променливото възнаграждение не се изплаща посредством инструменти или методи, които улесняват заобикалянето на изискванията на настоящата директива.

2. Принципите, предвидени в точка 1, се прилагат за всякакъв вид възнаграждения, изплащани от ЛУАИФ, за всички суми, изплащани пряко от самия АИФ, включително отсрочени възнаграждения, и за всяко прехвърляне на дялове или акции от АИФ в полза на тези категории персонал[,] [...] чиито професионални дейности имат съществено въздействие върху рисковия профил на ЛУАИФ или рисковия профил на управляваните от тях АИФ.

[...]“.

3. Директива 2009/65

12. В членове 14а и 14б от Директива 2009/65, изменена с Директива 2014/91⁶, се съдържат разпоредби относно политиките за възнагражденията, които управляващите дружества на ПКИПЦК са длъжни да разработят за определени категории персонал, чиито професионални дейности имат съществено въздействие върху рисковите профили на управляваните от тях ПКИПЦК. По съдържанието си тези разпоредби по същество съответстват на правилата, установени в точка 1 от приложение II към Директива 2011/61.

4. Насоките на ЕОЦКП

13. Съгласно член 13, параграф 2 от Директива 2011/61 и член 14а, параграф 4 от Директива 2009/65 ЕОЦКП издава насоки за прилагането на принципите на разумните политики за възнагражденията. За политиките за възнагражденията на управляващите дружества на ПКИПЦК това са Насоки 2016/575, а за ЛУАИФ — Насоки 2013/232 (наричани по-нататък също „Насоките“). Както се изисква в съображение 9 от Директива 2014/91, тези насоки си съответстват по много въпроси, които са от значение за спора в главното производство.

14. Точка 10 от Насоки 2013/232, която по същество съответства на точка 11 от Насоки 2016/575, гласи следното.

„Единствено за целите на насоките и на приложение II към Директивата относно ЛУАИФ терминът „възнаграждение“ включва:

- (i) всички форми на плащания или доходи, изплатени от ЛУАИФ;
- (ii) всяка сума, изплатена от самия АИФ, включително отсрочено възнаграждение и
- (iii) всяко прехвърляне на дялове или акции от АИФ,

в замяна на професионални услуги, извършени от *идентифицирания персонал* на ЛУАИФ.

За целите на точка (ii) от настоящия параграф [...] плащания, които се извършват директно от АИФ на ЛУАИФ в полза на съответните категории персонал за извършени професионални услуги, с изключение на възстановяването на разходи и разноски, и които в противен случай биха довели до заобикаляне на съответните правила за възнаграждения, [...] следва да се считат за възнаграждения за целите на настоящите насоки и на приложение II към Директивата относно ЛУАИФ“.

15. Точка 15 от Насоки 2013/232, която съответства на точка 14 от Насоки 2016/575, гласи:

„ЛУАИФ следва да гарантират, че променливите възнаграждения не се изплащат посредством инструменти или чрез методи, използвани с цел изкуствено заобикаляне на разпоредбите на Директивата относно ЛУАИФ и настоящите насоки. [...]. Обстоятелства и ситуации, които може да представляват по-голям риск в тази връзка, могат да бъдат: преобразуването на части от променливите възнаграждения в доходи, които обикновено нямат стимулиращ ефект във връзка с рискови позиции; [...] създаването на структури или методи за изплащане на възнаграждения под формата на дивиденди или подобни

⁶ Вж. бележка под линия 3 от настоящото заключение.

изплащания (напр. неправомерна употреба на възнаграждения за постигнати резултати) и непарични материални доходи, използвани като механизми за стимулиране, свързани с постигнатите резултати“.

16. Точка 16 от Насоки 2013/232 предвижда следното:

„Така наречените „дружества с отсрочени възнаграждения“ обикновено са дружества с ограничена отговорност (или други видове дружества), които сами по себе си са съдружници с ограничена отговорност в АИФ заедно с трети инвеститори и се използват от висшето ръководство на АИФ или за регулиране на правото на ръководството на отсрочени възнаграждения помежду си като резултат от малка капиталова вноска, или за влагане на капитал с по-голям от номиналния размер — т.е. съвместни инвестиции — чрез трансакции заедно с АИФ. Ако плащания, направени от АИФ към съответните членове на персонала чрез тези инструменти за отсрочени възнаграждения, попадат в обхвата на определението за отсрочени възнаграждения, те следва да бъдат предмет на разпоредбите относно възнагражденията в настоящите насоки, като се има предвид, че ако представляват пропорционална възвръщаемост на всяка инвестиция на членовете на персонала (чрез инструменти за отсрочено възнаграждение) в АИФ, следва да не бъдат предмет на тези разпоредби“.

17. Точка 17 от Насоки 2013/232 съответства на точка 15 от Насоки 2016/575.

„Следва също да се отчете и позицията на партньорствата и подобните структури. Дивидентите и други подобни разпределения, които партньорите получават като собственици на ЛУАИФ, не са обхванати в настоящите насоки, освен ако материалният резултат от плащането на тези дивиденти не доведе до заобикаляне на съответните правила за възнаграждения, като всяко намерение за заобикаляне на тези правила е [ирелевантно] за тази цел“.

18. Съгласно точка 94 от Насоки 2013/232, която съответства на точка 96 от Насоки 2016/575:

„Наличието на напълно гъвкава политика за променливите възнаграждения предвижда не само възможността променливите възнаграждения да намалееят вследствие на отрицателни резултати, но също така и в някои случаи да могат да стигнат до нула. За нейното практическо изпълнение е предвидено също, че фиксираното възнаграждение следва да бъде достатъчно високо за възнаграждаване на предоставените професионални услуги, в съответствие с равнището на образование, ранга, изискваните експертни познания и умения, ограниченията и професионалния опит, съответния сектор и регион на стопанска дейност. Индивидуалните равнища на фиксираните възнаграждения следва да бъдат пряко повлияни от основния принцип на ограничаване на риска“.

19. Точки 132 и 133 от Насоки 2013/232 по същество съответстват на точки 134 и 135 от Насоки 2016/575 и гласят следното:

„132. Персоналът следва да получава възнаграждения единствено чрез инструменти, ако това не поражда несъответствия на интересите и не насърчава поемането на рискове, които не са съгласувани с рисковите профили, устава или учредителните документи на съответния (съответните) АИФ. [...]

133. За ЛУАИФ, които управляват няколко АИФ, с цел да се обвържат интересите на *идентифицирания персонал* с тези на съответните АИФ, когато е възможно съгласно организацията на ЛУАИФ и правно-организационната структура на управляваните АИФ, *идентифицираният персонал* следва да получава *инструменти*, свързани основно с АИФ, във връзка с които те изпълняват своите дейности, при условие че не се създава прекомерна концентрация на придобиване на инструменти — което улеснява прекомерното поемане на риск от *идентифицирания персонал*. [...]“.

20. Точки 139 и 141 от Насоки 2013/232 съответстват на точки 141 и 143 от Насоки 2016/575 и предвиждат следното:

„139. В случай на предварително платени инструменти, периодите на задържане са единствените механизми, с които може да се подчертае разликата между предварително платените суми в брой и предварително предоставени инструменти, с цел да се обвържат стимулите с дългосрочните интереси на ЛУАИФ и АИФ, които то управлява, и инвеститорите в тези АИФ.

141. Минималният период на задържане следва да бъде достатъчен за обвързване на стимулите за дългосрочните интереси на ЛУАИФ, на АИФ, които то управлява, и на техните инвеститори. Различни фактори може да определят дали този период е по-дълъг или по-кратък. По-дългите периоди на задържане следва да се прилагат за персонала с най-значимо въздействие върху рисковия профил на ЛУАИФ и АИФ, които то управлява“.

III. Фактите и главното производство

21. Жалбоподателят в главното производство е дружество, което управлява различни АИФ и ПКИПЦК (наричано по-нататък „управляващото дружество“).

22. Считано от 2014 г., това дружество разработва политика за възнагражденията, която включва постоянни и променливи елементи и която се прилага спрямо определени категории служители от неговия персонал. Сред тези служители са четири лица, като всички те са членове на управителния орган.

23. Наред с трудовите си правоотношения с управляващото дружество въпросните служители притежават както пряко, така и косвено участия в това дружество. По-конкретно, от една страна, някои от тези служители притежават пряко привилегирани акции с преференциално право на дивидент в управляващото дружество. От друга страна, някои от тях са еднолични акционери в отделни еднолични акционерни дружества от затворен тип, които на свой ред притежават привилегирани акции с преференциално право на дивидент в управляващото дружество. В два случая съответните (косвени) дялови участия на въпросните служители, съответно на притежаваните от тях акционерни дружества в дружествения капитал на управляващото дружество, възлизат на 2 %, както и на 4 %, на 5 %, на 12 % и на 25,1 %.

24. Въз основа на счетоводните си печалби, реализирани между 2015 г. и 2018 г., управляващото дружество ежегодно разпределя дивидент под формата на еднократни плащания на въпросните служители, съответно на горепосочените еднолични акционерни дружества. През 2016 г. общият размер на разпределените на тези акционери дивиденти възлиза на около 661 милиона унгарски форинта (HUF), а през 2017 г. — на около

110 милиона HUF. През 2016 г. обозначените като възнаграждение плащания на въпросните служители са в общ размер на около 17 милиона HUF, а през 2017 г. — в общ размер на около 10 милиона HUF.

25. С решение от 11 април 2019 г. MNB изисква от управляващото дружество в срок от 90 дни да приведе политиката си за възнагражденията в съответствие с пруденциалните изисквания. Освен това MNB налага на управляващото дружество глоба за нарушение на националните разпоредби относно политиките за възнагражденията в сектора на финансовите услуги, които транспонират релевантните разпоредби на директиви 2009/65 и 2011/61.

26. Според MNB по естеството си плащанията на дивиденди поощряват въпросните служители да реализират особено големи печалби в краткосрочен план за управляващото дружество. Поради това тези плащания на дивиденди можели да ги подтикнат при вземането на инвестиционни решения да поемат рискове, които не били съобразени с рисковия профил на управляваните фондове и можели в дългосрочен план да имат неблагоприятни последици за инвеститорите в тези фондове. В крайна сметка по този начин се заобикаляли правилата за разсрочване на обвързаните с резултатите елементи на възнаграждението.

27. В жалбата си, подадена по съдебен ред срещу това решение, управляващото дружество застъпва становището, че сами по себе си плащанията на дивиденди изобщо не представляват възнаграждение по смисъла на член 13 от Директива 2011/61 и на приложение II към нея, респективно по смисъла на членове 14а и 14б от Директива 2009/65. Всъщност въпросните служители не получавали тези плащания като насрещна престация за техните услуги, а за предоставянето на капитал на акционерното им дружество. Поради това било в разрез с принципа на равно третиране на акционерите правилата относно възнагражденията да се прилагат спрямо получаването на дивиденди от въпросните служители. Във всички случаи не било ясно защо получаването на дивиденди поощрявало реализирането на печалби в краткосрочен план. Точно обратното, в качеството си на мажоритарни акционери в управляващото дружество въпросните служители имали интерес дружеството да реализира възможно най-добри резултати в дългосрочен план.

28. В крайна сметка първоинстанционният съд отхвърля тези аргументи. По-специално той споделя становището на MNB, че с плащанията на дивиденди се заобикалят разпоредбите относно разсрочването на променливите елементи на възнаграждението, тъй като между общия размер на обозначените като възнаграждение плащания и плащанията на дивиденди съществувало голямо несъответствие.

IV. Преюдициалният въпрос и производството пред Съда

29. Производството, образувано по касационната жалба на управляващото дружество срещу това решение, е висящо пред запитващата юрисдикция — Kúria (Върховен съд, Унгария). Тази юрисдикция решава да спре производството по делото и на основание член 267 ДФЕС да постави на Съда следния преюдициален въпрос:

„Прилагат ли се политиките за възнаграждения на лицата, управляващи инвестиционни фондове, спрямо дивидентите, изплащани на ръководните служители

- а) пряко, поради качеството им на притежатели на привилегирани акции с преференциално право на дивидент в съответното предприятие — управител на инвестиционни фондове; и
- б) чрез притежавани от ръководните служители еднолични акционерни дружества, които имат привилегирани акции с преференциално право на дивидент в този управител на фондове?⁷.

30. Писмени становища по този преюдициален въпрос представят жалбоподателят в главното производство, MNB, полското правителство, унгарското правителство и Европейската комисия. За целите на подготовката на съдебното заседание на 28 октомври 2021 г. по покана на Съда съгласно член 24, втора алинея от Статута на Съда ЕОЦКП представя писмени разяснения. Явилите се в съдебното заседание, а именно жалбоподателят в главното производство, MNB, унгарското правителство и Европейската комисия, получиха възможността да представят становища по тези разяснения в рамките на това съдебно заседание.

V. Правен анализ

31. С въпроса си запитващата юрисдикция по същество иска да се установи дали — и съответно при какви обстоятелства — плащането на дивиденти на ръководни служители на управляващо фондове дружество, които същевременно имат пряко или косвено участие в това дружество, трябва да е уредено по такъв начин, че да отговаря на изискванията за разумни политики за възнагражденията на управителите на фондове, установени по-специално в директиви 2009/65 и 2011/61.

32. В спора в главното производство MNB в качеството си на надзорен орган изисква по-конкретно от управляващото дружество жалбоподател да приведе политиката си за възнагражденията, що се отнася до такива плащания, в съответствие с посочените изисквания и му налага глоба за твърдяното нарушение.

33. Съгласно член 13, параграф 1 от Директива 2011/61 (по отношение на АИФ) и член 14а, параграф 1 от Директива 2009/65 (по отношение на ПКИПЦК) инвестиционните фондове, съответно управляващите ги дружества, са длъжни за определени категории персонал, и по-специално за членовете на управителния орган⁷, да разработват и прилагат политика за възнагражденията, която е в съответствие с разумното и ефективно управление на риска и го насърчава. Това изисква съответната политика за възнагражденията да не поощрява поемането на риск, несъобразено с рисковите профили, правилата или учредителните документи на управляваните фондове, и да не засяга изпълнението на задължението на управляващото дружество да действа в най-добър интерес на фондовете.

34. Така тези разпоредби преследват две цели⁸. От една страна, целта е да се осигури стабилността на финансовите пазари, тъй като в резултат на поемането на прекомерни рискове може да се стигне до образуването на балони или до „неправилна оценка“ на високорискови ценни книжа. От друга страна, целта е да се защитят интересите на

⁷ Запитващата юрисдикция не подлага на съмнение факта, че в главното производство въпросните служители попадат в персоналният обхват на разпоредбите относно възнагражденията, съдържащи се в Директиви 2009/65 и 2011/61, като този факт и според мен е извън съмнение. Поради тази причина предмет на анализ в настоящото заключение е материалният обхват на разпоредбите относно разумните политики за възнагражденията.

⁸ Вж. съображения 1, 2 и 3 от Директива 2011/61, както и член 45, параграф 8 от нея.

инвеститорите, които е възможно да влязат в противоречие с интересите на управителите на фондове както с оглед на риска, така и с оглед на устойчивостта на инвестиционните решения: тази опасност би могла да произтече от обстоятелството, че последните имат собствен интерес от реализирани в краткосрочен план капиталови печалби на управляваните от тях фондове като последица от обвързано с резултатите възнаграждение, което е формирано по неподходящ начин.

35. Приложение II към Директива 2011/61 и член 14б от Директива 2009/65 съдържат редица принципи и конкретни критерии, на които тази политика за възнагражденията трябва да отговаря. Към тях спадат по-специално разпоредби относно баланса между постоянни и обвързани с резултатите от дейността елементи на възнаграждението (вж. съответно буква й) и разпоредби относно разсрочването на обвързаните с резултатите от дейността елементи, както и относно материалните условия за изплащането им (вж. например съответно букви з), н) и о).

36. Според запитващата юрисдикция тези разпоредби обаче изобщо не биха могли да са приложими по делото в главното производство, тъй като при всички положения от формална гледна точка дивидентите не се изплащат на въпросните служители като насрещна престация за услугите, които са дължими съгласно договора за назначаване. Напротив, те им се предоставят поради качеството им на акционери (с привилегирани акции) в управляващото дружество. Поради тази причина според посочената юрисдикция плащанията не могат автоматично да бъдат включени в обхвата на понятието „възнаграждение“ по смисъла на горепосочените разпоредби.

А. По понятието „възнаграждение“ по смисъла на директиви 2009/65 и 2011/61

37. Нито директиви 2009/65 и 2011/61, нито Препоръка 2009/384 на Комисията, на чиито принципи се основават тези директиви⁹, не съдържат легална дефиниция на понятието „възнаграждение“. От тях само е видно, че политиките и практиките за възнагражденията обхващат постоянната и променливата част на заплатите и пенсионните права по преценка на работодателя¹⁰.

38. Приетите въз основа на директивите насоки на ЕОЦКП¹¹ уточняват понятието „възнаграждение“ в смисъл, че първо, в обхвата на това понятие попадат всички форми на плащания и доходи, изплатени от управляващото дружество, съответно от ЛУАИФ. Второ, съгласно посочените насоки понятието обхваща всяка сума, изплатена от самото ПКИПЦК или от самия АИФ, включително всяка една част от таксата за постигнати резултати, изплатена пряко или косвено в полза на въпросните служители, както и отсроченото възнаграждение¹². Трето, в обхвата на това понятие попадат всички прехвърляния на дялове или акции от ПКИПЦК, съответно от АИФ. Съгласно тези насоки общото за всички горепосочени елементи на възнаграждението е, че те се предоставят в замяна на професионални услуги, извършени от въпросните служители на ЛУАИФ или на управляващото ПКИПЦК дружество¹³.

⁹ Вж. съображение 26 от Директива 2011/61 и съображение 5 от Директива 2014/91.

¹⁰ Вж. например член 14а, параграф 2 от Директива 2009/65 и точка 1 от приложение II към Директива 2011/61.

¹¹ Вж. точка 13 от настоящото заключение.

¹² Вж. легалната дефиниция в член 4, параграф 1, буква г) от Директива 2011/61.

¹³ Вж. точка 11 от Насоки 2016/575 и точка 10 от Насоки 2013/232.

39. При това положение, изглежда, действително има много основания да се приеме, че плащания на дивиденди като разглежданите в главното производство не могат да бъдат квалифицирани като попадащи в обхвата на понятието „възнаграждение“.

40. В това отношение от точка 17 от Насоки 2013/232, съответно от точка 15 от Насоки 2016/575, обаче следва, че дивидентите и други подобни разпределения, които въпросните служители получават като собственици на управляващо дружество, не са обхванати в тези насоки само „ако материалният резултат от плащането на тези дивиденди не доведе до заобикаляне на съответните правила за възнаграждения“. Точка 15 от Насоки 2013/232 потвърждава, че плащанията на дивиденди могат да представляват форми на заобикаляне на дадена разумна политика за възнагражденията и да доведат до неправомерна употреба на възнаграждения за постигнати резултати. Съответно и член 14б, параграф 1, буква с) от Директива 2009/65 предвижда, че променливото възнаграждение не се изплаща посредством инструменти или методи, които улесняват заобикалянето на изискванията, предвидени в тази директива.

41. Следователно в насоките се постановява, че приложимостта на разпоредбите относно възнагражденията зависи само от последиците от дадено очаквано плащане, а не от неговото наименование. С оглед на смисъла и целта на тези разпоредби това дори е задължително. Това е така, тъй като, видно от съображения 1—5 от Препоръка 2009/384 на Комисията, определянето на политиките за възнагражденията представлява един вид регулиране на поведението¹⁴. Следователно всякакви схеми, които потенциално могат да породят вредни и поради това неподходящи стимули, трябва да са уредени по такъв начин, че да отговорят на изискванията за разумно управление на риска.

42. Ето защо за решаването на спора в главното производство не е от определящо значение обстоятелството дали плащането на дивиденди трябва да се счита за „възнаграждение“ по смисъла на посочените директиви. Всъщност предмет на този спор е законосъобразността на решението на MNB, с което тази банка изисква от управляващото дружество жалбоподател да приведе политиката си за възнагражденията, що се отнася до плащанията на дивиденди, в съответствие с националните разпоредби за транспониране на директиви 2009/65 и 2011/61. Тези директиви обаче всъщност трябва да се спазват и когато изплащането на дивиденди на управителите на управляващото дружество на съответните инвестиционни фондове чрез (привилегирани) акции трябва да се квалифицира като заобикаляне на разпоредбите относно възнагражденията.

Б. По заобикалянето на разпоредбите относно възнагражденията

43. Отправна точка на преценката дали е налице заобикаляне на разпоредбите относно възнагражденията отново, са смисълът и целта на тези разпоредби, така както те са разяснени по-специално в точки 35 и 36, както и в точка 43 от настоящото заключение.

44. В съответствие с това трябва да се приеме, че заобикаляне на тези разпоредби е налице в случая, когато конкретната форма на плащанията, които от формална гледна точка не са престирани като „възнаграждение“, може да създаде за въпросните служители в еднаква степен стимул при управлението на фондовете да вземат решения, които не са съобразени

¹⁴ Вж. по-горе точка 1 и бележка под линия 2 от настоящото заключение. Вж. също съображение 2 от Директива 2014/91, съгласно което целта е чрез съответно регламентиране на схеми за възнагражденията да се постигне „контрол[...] по отношение на склонността на отделни лица да поемат риск“.

с рисковите профили, правилата или учредителните документи, или би могла да ги подтикне да действат против интересите на тези фондове или на инвеститорите в тях. Такъв стимул би бил несъвместим с разпоредбите относно възнагражденията и поради това не следва да бъде създаван, включително и косвено чрез други плащания.

45. Дали случаят е такъв, може да се прецени само с оглед на конкретния казус, като това е задача на запитващата юрисдикция. Все пак, за да се предостави на тази юрисдикция отговор, който е от полза за решаването на спора, с който е сезирана, е целесъобразно да се разгледат критериите, които тя трябва да анализира в рамките на тази преценка¹⁵.

46. Според MNB в главното производство има опасност от заобикаляне на разпоредбите относно възнагражденията, тъй като в качеството си на (косвени) акционери в управляващото дружество въпросните служители имали собствен финансов интерес това дружество да реализира възможно най-големи печалби в краткосрочен план, част от които след това да им бъдат разпределени под формата на дивиденди по привилегировани акции. Поради това те били склонни при вземането на инвестиционни решения по отношение на управляваните от това дружество фондове да поемат особено големи рискове и да набелязват като цел реализирането на печалби в краткосрочен план.

47. Участията, които въпросните лица (косвено) притежават, водят обаче най-напред само до собствен финансов интерес на тези лица от реализиране на възможно най-големи печалби на *управляващото дружество*. Това е така, защото те определят размера на дивидентите, които се очаква да бъдат разпределени.

48. Следва обаче да се посочи, че големи печалби на управляващото дружество не могат просто да бъдат приравнени на печалбите, реализирани в резултат от инвестицията в *управляваните инвестиционни фондове*. Напротив, в това отношение са възможни коренно различни хипотези в зависимост от организационната форма и от начина на функциониране на отделните фондове. Така често даден инвестиционен фонд е организиран като специален инвестиционен фонд, в който инвеститорите в съответния фонд имат дялове като съсобственици и който е изцяло отделен от имуществото на управляващото дружество. Наистина, по правило част от доходите на специалния инвестиционен фонд по някакъв начин се включват в имуществото на управляващото дружество и по този начин влияят върху размера на разпределението на дивиденди от страна на това дружество. В зависимост от инвестиционните условия и организационната форма обаче е възможно и на управляващото дружество да се заплащат само фиксирани суми за покриване на разходите за персонал и на административните разходи, които не зависят от резултатите от дейността на фондовете, т.е. които са дължими независимо от тях.

49. Следвайки тази логика, в съдебното заседание и MNB признава, че са възможни случаи, в които правото на получаване на дивиденди не поражда значителен стимул за вземане на рискови инвестиционни решения по отношение на управляваните фондове.

¹⁵ Вж. в този смисъл решения от 26 януари 2010 г., *Transportes Urbanos y Servicios Generales* (C-118/08, EU:C:2010:39, т. 23) и от 10 юни 2010 г., *Fallimento Traghetti del Mediterraneo* (C-140/09, EU:C:2010:335, т. 24), както и определение от 22 октомври 2014 г., *Mineralquelle Zurzach* (C-139/14, EU:C:2014:2313, т. 28).

50. Това означава, че перспективата да се плащат дивиденди, създава стимул, що се отнася до управляваните от управляващото дружество фондове, за реализиране на особено високи — и поради това евентуално особено рисковани — печалби само ако тези печалби определят в решаваща степен размера на дивидентите, които се разпределят.

51. Следователно най-напред е необходимо да се провери дали разпределението на дивиденди от управляващото дружество зависи по такъв начин от резултатите от дейността на управляваните фондове, че в крайна сметка това да води до пораждането на стимули за поведение, сходни на поражданите от променливо или обвързано с резултатите от дейността възнаграждение (вж. по този въпрос по-долу раздел 1).

52. В този случай за констатацията дали е налице заобикаляне на разпоредбите относно възнагражденията, е от значение само отношението между управляващото дружество и съответните фондове. В това отношение следва да се провери, на второ място, дали структурата на това отношение е в съответствие с принципите на разумната политика за възнагражденията (вж. по този въпрос по-долу раздел 2).

1. По съществуването на релевантен стимул за поведение

53. Що се отнася до настоящия случай, в производството пред Съда унгарското правителство посочва, че доходите на управляващото дружество, които в крайна сметка обуславят възможността му да разпределя дивиденди на въпросните служители, се състоят от фиксирани такси за управление и вид комисиона за постигнати резултати. Тази комисиона съответства на предварително определен фиксиран процент от дела от печалбата на съответния инвестиционен фонд, който надвишава печалбата, поставена за цел или определена съгласно устава или съответните учредителни документи. В съдебното заседание жалбоподателят в главното производство не оспорва така изложените обстоятелства.

54. В случай че тази конструкция описва правилно начина на функциониране на управляващото дружество ответник, като запитващата юрисдикция следва да установи това обстоятелство, тя наподобява модел на *отсрочено възнаграждение*¹⁶. Разликата, изглежда, се състои само в това, че предварително определеният дял от печалбата не се изплаща на въпросните служители пряко от управлявания фонд, като следва да се посочи, че в този случай плащанията безпроблемно биха попаднали в обхвата на разпоредбите относно възнагражденията¹⁷. Напротив, тази част от печалбата най-напред се изплаща на управляващото дружество и едва на втори етап се разпределя на въпросните служители чрез дивидентите.

55. В крайна сметка обаче се налага изводът, че посочената конструкция, точно както модел на *отсрочено възнаграждение*, изглежда, може да създава стимул, сходен на породения от обвързано с резултатите възнаграждение. Всъщност веднага щом комисионата за постигнати резултати действително бъде включена в имуществото на управляващото дружество, поне част от нея се разпределя на акционерите, т.е. на въпросните служители, под формата на дивиденди. При това от икономическа гледна точка управляващото

¹⁶ Вж. легалната дефиниция в член 4, параграф 1, буква г) от Директива 2011/61.

¹⁷ Вж. член 14б, параграф 3 от Директива 2009/65: „[...] всички суми, изплащани пряко от самите ПКИПЦК, включително такси за постигнати резултати [...]“, съответно точка 2 от приложение II към Директива 2011/61: „[...] всички суми, изплащани пряко от самия АИФ, включително отсрочени възнаграждения [...]“.

дружество действа само като орган за разплащане. Същото важи за всяко друго междинно капиталово дружество. Следователно за съществуването на стимул за съответно поведение е без значение дали обусловеният от по-висока печалба дивидент се изплаща на въпросните служители пряко или косвено чрез междинни еднолични акционерни дружества¹⁸.

56. Противно на твърденията на жалбоподателя в главното производство, и в двата случая връзката между резултатите от дейността на управляваните инвестиционни фондове и разпределянето на дивиденди не е прекомерно косвена. Това е така, независимо дали въпросните служители, респективно капиталовите дружества, които изцяло се числят към тяхното имущество или активи, притежават привилегирани акции с преференциално право на дивидент, или акции с право на глас в управляващото дружество, като не беше възможно това обстоятелство да се изясни окончателно в съдебното заседание. Всъщност в първия случай те имат право на гарантиран дивидент. В последния случай при всички положения въпросните служители могат да вземат решение относно разпределянето на дивиденди, тъй като те заедно явно притежават над 50 % от дружествения капитал¹⁹.

57. Прекалено опростенческо е обаче само по себе си това положение да се счита за заобикаляне на разпоредбите относно възнагражденията. Това е така, тъй като според законодателя наличието на собствен финансов интерес от резултатите от дейността на управляваните фондове не създава неизбежно неподходящ стимул за поведение на въпросните назначени управители на фондове.

58. В тази връзка член 14б, параграф 1, буква м) от Директива 2009/65 и точка 1, буква м) от приложение II към Директива 2011/61 изрично предвиждат най-малко 50 % от променливото възнаграждение да се състои от дялове или акции от съответния АИФ или от съответното ПКИПЦК или от други инструменти, които пораждат също толкова ефективни стимули. Това изискване се основава на разбирането, че собственият финансов интерес от резултатите от дейността на фонда, породен от личното право на икономически дял от печалбата, по принцип поощрява в желаната посока. Това обаче важи само ако интересите на въпросните служители са сходни в това отношение с интересите на инвеститорите във фонда²⁰.

59. Ето защо на следващо място е необходимо отделно да се провери дали конкретната форма на плащането поражда подходящ стимул за поведение.

2. По подходящия характер на стимула за поведение

60. Тъй като и доколкото управляващото дружество действа само като орган за разплащане, при тази проверка трябва да се разгледат условията, при които управляващото дружество придобива право на изплащане на описаната в точка 55 комисиона за постигнати резултати. Всъщност разпределянето на дивиденди на въпросните служители е само последицата от него.

61. В това отношение съображение 7 от Директива 2014/91 предвижда изрично, че принципите за разумни политики за възнагражденията следва да се прилагат и за плащания, направени от ПКИПЦК на управляващите или инвестиционните дружества.

¹⁸ Относно структурата на акционерите в управляващото дружество вж. по-горе точка 25 от настоящото заключение.

¹⁹ Вж. по този въпрос и точка 25 от настоящото заключение.

²⁰ Вж. точки 132 и 133 от Насоки 2013/232 и точки 134 и 135 от Насоки 2016/575.

Причината за това е именно обстоятелството, че в противен случай би било възможно да се заобикалят разпоредбите относно възнагражденията само чрез включването на междинно капиталово дружество.

62. Анализът на принципите и критериите в член 14б от Директива 2009/65 и в точка 1 от приложение II към Директива 2011/61, отнасящи се до структурата на променливото или обвързаното с постигнатите резултати възнаграждение, показва, че те имат за цел именно да сближат интересите на притежаващите участие служители с интересите на инвеститорите и да гарантират, че въпросните служители не само участват в печалбите, но и понесат евентуално настъпващи загуби. Всъщност в противен случай от гледна точка на съответния служител произтичащият от дадено инвестиционно решение риск от загуба няма да има пряко значение за размера на неговото възнаграждение. Това крие опасността тези служители да вземат решения, които не са съобразени с рисковите профили, устава или учредителните документи на управляваните фондове или които са в разрез с интересите на инвеститорите.

63. По-конкретно сближаването на интересите в съответствие с тези разпоредби може да бъде постигнато например чрез подходящи периоди на разсрочване на плащанията, на които тези инструменти дават право (вж. съответно букви м) и н), или чрез периоди на задържане по отношение на тяхната продажба²¹, които се определят съобразно продължителността на срока, през който другите инвеститори притежават дялове или акции. По този начин се гарантира, че краткосрочната капиталова печалба, която отново се стопява в рамките на обичайния срок, през който даден инвеститор притежава дяловете или акциите в съответния фонд, няма да донесе преждевременно и следователно неоснователно полза на притежаващите участие управители на фонда (вж. по този въпрос и съответно буква з). Също така това може да се постигне чрез съответни корекции, стигащи до отпадане на променливото възнаграждение в случай на незадоволителни резултати от дейността на съответните фондове (наричано по-нататък „интернализация на загубите“; вж. съответно буква о).

64. Наред с това наличието на подходящ баланс между фиксираното възнаграждение и обвързаното с резултатите възнаграждение (вж. по този въпрос буква й) допринася, от една страна, за това управителите на фондове да не са напълно зависими от променливото възнаграждение, което до голяма част зависи от тенденции на пазара, върху които не е възможно да се упражнява влияние. От това следва, че фиксираното възнаграждение следва да възнаграждава в достатъчна степен предоставените професионални услуги и в случай че поради незадоволителни резултати на управляваните фондове променливото възнаграждение е в по-малък размер или изобщо не се предоставя²². От друга страна, целта е по този начин да се гарантира, че въпреки това ще се създават ефективни стимули за постигане на резултати.

65. От акта за преюдициално запитване не е видно дали в главното производство съществуват механизми като току-що описаните в точка 65. При анализа си запитващата юрисдикция трябва да вземе предвид по-конкретно например кой период от време се разглежда, за да се установи дали е надвишена целевата печалба и поради това за

²¹ Вж. по този въпрос точки 141 и 143 от Насоки 2016/575 и точки 139 и 141 от Насоки 2013/232 във връзка с обосновката на периодите на задържане и периодите на разсрочване.

²² Вж. по този въпрос точка 94 от Насоки 2013/232 и точка 96 от Насоки 2016/575.

управляващото дружество възниква право на получаване на комисиона за постигнати резултати (вж. по този въпрос съответно буква з) или дали са предвидени периоди на разсрочване (вж. букви н) и о).

66. Всъщност такива механизми могат да гарантират, че комисионата ще се изплаща само ако постигнатите в дългосрочен план резултати на фондовете обосновават това. Когато обаче комисионата за постигнати резултати е изискуема веднага след като целевата печалба е надвишена на определен падеж, при който изобщо не се вземат предвид резултатите на фонда след изтичане на договорно определения срок, интересите на инвеститорите във фонда и интересите на въпросните служители няма да са сходни в това отношение.

67. Според жалбоподателя в главното производство при всички положения не можело по общ начин да се презумира, че перспективата за изплащане на дивиденди подтиква въпросните служители да поемат краткосрочни или прекомерни рискове, тъй като те имат интерес постоянно да получават дивиденди в разумен размер. Унгарското правителство обаче правилно отбелязва, че при модел като разглеждания в главното производство²³ е налице едностранчиво възнаграждаване на резултатите от дейността. Всъщност, когато съответните фондове не надвишат целевата печалба или дори генерират загуби, единствената последица е, че на управляващото дружество не се изплаща комисиона за постигнати резултати, вследствие на което при определени обстоятелства не се изплащат и дивиденди през съответната година. В такъв случай обаче на служителите все още им остава тяхното фиксирано възнаграждение и евентуално и част от променливото им възнаграждение. Ако е налице по-специално последният случай, което запитващата юрисдикция следва да провери, то в това отношение би могло да е налице недостатъчна интернализация на загубите.

68. Освен това следва да се посочи, че само ако фондът надхвърли очакванията си, за въпросните служители изобщо възниква право на разпределение на дивиденди от страна на управляващото дружество. Следователно поначало въпросните служители имат интерес само от особено големи печалби на управляваните инвестиционни фондове, които по принцип се характеризират и с риск от големи загуби. Ето защо това обстоятелство може да насърчи поемането на прекомерни рискове по-специално когато липсват механизми като описаните в точки 65 и 67 от настоящото заключение.

69. MNB изтъква и явното разминаване между общия размер на платените дивиденди и общия размер на плащанията, обозначени като възнаграждения. Съгласно предоставените от MNB данни през 2017 г. първата сума е била в приблизително десетократен размер, а през 2016 г. — почти в 38-кратен размер на общата сума на възнагражденията²⁴.

70. По този повод в насоките на ЕОЦКП се указва, че сериозното несъответствие между променливо и фиксирано възнаграждение, съответно между общия размер на платените дивиденди и общия размер на възнаграждението, както в настоящия случай, само по себе си също може да е в разрез с разпоредбите относно възнагражденията. Всъщност в това отношение в посочените насоки се приема, че прекомерно големият собствен финансов интерес на съответните управители на фондове от резултатите от дейността на управляваните фондове може да насърчи поемането на прекомерни рискове. В насоките се приема, че такъв риск е налице, когато се създава прекомерна концентрация на

²³ Вж. точка 55 от настоящото заключение

²⁴ Вж. точка 26 от настоящото заключение.

придобиване на дялове или акции в управляван фонд от някой от неговите управители²⁵. Това разбиране обаче, изглежда, е приложимо спрямо положение като разглежданото в главното производство, в което поради размера на притежаваното от въпросните служители косвено участие в печалбите на управляваните фондове те биха могли да имат прекомерно голям интерес от тези печалби.

71. Следователно, ако при разглеждането на всички горепосочени обстоятелства запитващата юрисдикция стигне до извода, че конкретната форма на плащанията на дивиденди би могла да подтикне въпросните служители да поемат прекомерни рискове или да действат в разрез с интересите на тези фондове и на инвеститорите в тях, тя би трябвало да констатира, че е налице заобикаляне на разпоредбите относно възнагражденията.

3. Междинно заключение

72. От изложените съображения следва, че плащането на дивиденди на ръководни служители на управляващо фондове дружество, които същевременно притежават пряко или косвено участие в това дружество, трябва да е в съответствие с разпоредбите относно разумните политики за възнагражденията, когато това плащане може да има за последица заобикалянето на тези разпоредби.

73. Това предполага обхватът на правото на получаване на дивиденди да зависи по такъв начин от резултатите от дейността на управляваните фондове, че да се създават стимули за поведение, сходни с породените от променливо или обвързано с резултатите от дейността възнаграждение, и поради това управляващото фондове дружество да действа само като орган за разплащане. В такъв случай е налице заобикаляне, когато от своя страна участието на управляващото фондове дружество в печалбите на управляваните фондове би било в разрез с разпоредбите относно възнагражденията. На свой ред такъв е случаят, когато конкретната форма на това участие насърчава поемането на прекомерни рискове или когато липсват механизми, които могат да балансират по подходящ начин интересите от породените стимули с дългосрочните интереси на управляващото дружество, на управляваните от него фондове и на техните инвеститори.

В. По намесата в правата на акционерите в резултат от прилагането на разпоредбите относно възнагражденията спрямо плащанията на дивиденди

74. Жалбоподателят в главното производство възразява срещу този извод, като изтъква, че съображение 28 от Директива 2011/61 и съображение 10 от Директива 2014/91 предвиждат, че разпоредбите за възнагражденията не следва да засягат цялостното упражняване на основните права, както и приложимото законодателство относно правата на акционерите. Въз основа на това той стига до заключението, че спрямо плащанията на дивиденди, които въпросните служители получават поради качеството си на акционери, не следва да се прилагат разпоредбите относно разумните политики за възнагражденията.

75. По отношение на този довод следва най-напред да се признае, че прилагането на разпоредбите относно възнагражденията спрямо плащанията на дивиденди може да доведе до ограничение на правата на акционерите. От практиката на Съда е в този контекст

²⁵ Вж. точка 135 от Насоки 2016/575 и точка 133 от Насоки 2013/232.

следва, че собствеността върху акции, както и произтичащото от нея право на получаване на дивиденди се закрилят от член 17, параграф 1 от Хартата²⁶. По-специално Съдът вече е постановил, че забавеното или ограниченото обратно изкупуване на акции в случай на напускането на акционер представлява намеса в основното право на собственост²⁷. По аналогия определени разпоредби относно възнагражденията, като например правилата за разсрочване, които изменят или ограничават правото на получаване на дивиденди за определен срок²⁸, или периодите на задържане, през които е забранена продажбата на дялове или акции за определен период от време²⁹, следва също да се считат за намеса в това основно право.

76. Следва обаче да се посочи, че основанийето за прилагане на разпоредбите относно възнагражденията в настоящия случай не е разпределението на дивиденди, а предхождащото това разпределение изплащане на комисионата за постигнати резултати на управляващото дружество³⁰. Това изплащане действително обуславя размера на дивидента, но правото на получаване на дивидент не се изменя или ограничава поради прилагането на известни изисквания към правото на управляващото дружество на комисионата за постигнати резултати.

77. Дори обаче да се приеме, че това обстоятелство представлява намеса в правата на акционерите, въз основа на съображение 28 от Директива 2011/61 и съображение 10 от Директива 2014/91 не може да се заключи, че такава намеса по принцип би била недопустима.

78. Действително жалбоподателят в главното производство правилно отбелязва, че на различни места в насоките изрично е изключено прилагането на разпоредбите относно възнагражденията към правни положения, които произтичат от положението на акционер. Точка 16 от Насоки 2013/232 предвижда например, че плащания, извършени чрез инструменти за отсрочени възнаграждения, не попадат в обхвата на разпоредбите относно разумните политики за възнагражденията, когато те представляват пропорционална възвращаемост на всяка инвестиция на въпросните служители в АИФ. Причината за това обаче е, че в такъв случай въпросните служители са само инвеститори във фонда и следователно интересите им съвпадат с тези на другите инвеститори. Поради това не е необходимо да се ограничават правата им в качеството им на акционери.

79. Случаят в главното производство обаче е различен: в качеството си на акционери в управляващото дружество въпросните служители действително някога са инвестирали в това дружество; печалбата, която се изплаща на управляващото дружество по описания в точка 55 от настоящото заключение модел и която се разпределя на въпросните служители под формата на дивиденди, обаче изобщо не е бил генерирана от този капитал. Следователно не е изключено във връзка с това да възникне конфликт на интереси, който би могъл да подтикне въпросните служители да поемат по-големи рискове при управлението на капитала на инвеститорите.

²⁶ Вж. в този смисъл решения от 20 септември 2016 г., *Ledra Advertising* и др./Комисия и ЕЦБ (C-8/15 P—C-10/15 P, EU:C:2016:701, т. 73) и от 16 юли 2020 г., *Adusbef* и *Federconsumatori* (C-686/18, EU:C:2020:567, т. 88).

²⁷ Решение от 16 юли 2020 г., *Adusbef* и *Federconsumatori* (C-686/18, EU:C:2020:567, т. 88).

²⁸ Член 14б, параграф 1, буква м) от Директива 2009/65 и точка 1, буква м) от приложение II към Директива 2014/91.

²⁹ Вж. точка 140 и сл. от Насоки 2016/575.

³⁰ Вж. по този въпрос точки 56, 57 и 67 от настоящото заключение.

80. При положение обаче че поради такъв конфликт на интереси съществува потенциалната опасност даден управител на фондове да бъде подтикнат да действа в разрез с интересите на инвеститорите, с финансовата стабилност или интегритета на пазара, то съгласно постоянната съдебна практика упражняването на основното право на собственост може да бъде предмет на ограничения. Условието за това е тези ограничения действително да отговарят на преследваните цели и да не представляват по отношение на тези цели непропорционална и нетърпима намеса, която би могла да накърни самата същност на основното право на собственост³¹.

81. Що се отнася до целта за гарантиране на стабилност на финансовите пазари, Съдът вече е постановил, че тази цел е от общ интерес и следователно по принцип може да обоснове ограничение на правата на акционерите³². Същото трябва да важи и за целта за защита на инвеститорите.

82. Както беше вече пояснено, прилагането на разпоредбите относно възнагражденията може да допринесе за балансирането на интересите от породените чрез плащанията на дивиденди финансови стимули, от една страна, с дългосрочните интереси на фонда и на неговите инвеститори, от друга страна³³. Така прилагането на тези разпоредби съответства обективно на целта да се насърчава разумното управление на риска и по този начин като цяло да се осигури възможно най-високо ниво на защита на инвеститорите и стабилност на финансовите пазари.

83. На последно място, предвидените в разпоредбите относно възнагражденията ограничения на правата на акционерите не следва да се считат и за непропорционални, тъй като винаги става въпрос само за временно ограничаване на определени права, например в случая на правилата за разсрочване и на периодите на задържане.

84. При това положение законодателят е могъл да приеме, че правата на акционерите трябва да минат на втори план в случаи, в които има опасност от застрашаване на целите за защита на инвеститорите и за стабилност на финансовите пазари. Такава опасност е налице не само в положението, пряко уредени от разпоредбите относно възнагражденията, но и в случаите на тяхното заобикаляне. Това обстоятелство не представлява нарушение на член 17, параграф 1 от Хартата и следователно не е нарушение и на принципите, посочени в съображение 28 от Директива 2011/61 и в съображение 10 от Директива 2014/91.

VI. Заключение

85. По изложените съображения предлагам на Съда да отговори на преюдициалния въпрос, отправен от Kúria (Върховен съд, Унгария), по следния начин:

„Плащането на дивиденди на ръководни служители на управляващо фондове дружество, които същевременно притежават пряко или косвено участие в това дружество, трябва да е в съответствие с разпоредбите относно разумните политики за възнагражденията,

³¹ Решения от 20 септември 2016 г., Ledra Advertising и др./Комисия и ЕЦБ (C-8/15 P—C-10/15 P, EU:C:2016:701, т. 69 и 70) и от 16 юли 2020 г., Adusbef и Federconsumatori (C-686/18, EU:C:2020:567, т. 85). Вж. по аналогия и точка 52, параграф 1 от Хартата.

³² Решения от 19 юли 2016 г., Kotnik и др. (C-526/14, EU:C:2016:570, т. 66, 88 и 91), от 8 ноември 2016 г., Dowling и др. (C-41/15, EU:C:2016:836, т. 51 и 54) и от 16 юли 2020 г., Adusbef и Federconsumatori (C-686/18, EU:C:2020:567, т. 86).

³³ Вж. по този въпрос точки 65 и 66 от настоящото заключение.

установени в член 14б от Директива 2009/65/ЕО и в член 13 от Директива 2011/61/ЕС и в приложение II към нея, когато това плащане може да има за последица заобикалянето на тези разпоредби.

Това предполага обхватът на правото на получаване на дивиденди да зависи по такъв начин от резултатите от дейността на управляваните фондове, че да се създават стимули за поведение, сходни с породените от променливо или обвързано с резултатите от дейността възнаграждение, и поради това управляващото фондове дружество да действа само като орган за разплащане. В такъв случай е налице заобикаляне, когато от своя страна участието на управляващото фондове дружество в печалбите на управляваните фондове би било в разрез с разпоредбите относно възнагражденията. Такъв е случаят, когато конкретната форма на това участие насърчава поемането на прекомерни рискове. Същото важи, когато липсват механизми, които могат да балансират по подходящ начин интересите от породените стимули с дългосрочните интереси на управляващото дружество, на управляваните от него фондове и на техните инвеститори. Националната юрисдикция следва да установи това в рамките на цялостна преценка на всички обстоятелства по конкретния случай“.