



Sbírka soudních rozhodnutí

STANOVISKO GENERÁLNÍ ADVOKÁTKY
JULIANE KOKOTT
přednesené dne 16. prosince 2021¹

Věc C-352/20

HOLD Alapkezelő Befektetési Alapkezelő Zrt.
proti
Magyar Nemzeti Bank

(žádost o rozhodnutí o předběžné otázce podaná Kúria [Nejvyšší soud, Maďarsko])

„Žádost o rozhodnutí o předběžné otázce – Regulace finančního trhu – Investiční fond – Směrnice 2009/65/ES a 2011/61/EU – Politika odměňování společností spravujících kapitál a investičních společností – Zásady řádné politiky odměňování – Obecné pokyny 2013/232 a 2016/575 Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy (ESMA) – Výplata dividend vedoucím pracovníkům společnosti spravující fond, kteří jsou zároveň akcionáři této společnosti – Pobídka k nadměrnému riskování – Obcházení zásad řádné politiky odměňování“

I. Úvod

1. Předpokladem stability a integrity finančních trhů je řádné řízení rizik na straně finančních institucí a investičních podniků. Nadměrné riskování ze strany určitých aktérů finančního trhu, jako jsou investiční poradci a manažeři fondů, může být ovšem podle názoru evropského normotvůrce podporováno nevhodnými politikami odměňování, protože ty mohou v tomto ohledu vytvářet nesprávné pobídky².

2. Z tohoto důvodu především směrnice 2009/65/ES³ a 2011/61/EU⁴ požadují, aby členské státy uložily odvětví investičních fondů zavedení a uplatňování zásad odměňování, které podporují řádné a účinné řízení rizik a nepovzbuzují k podstupování rizik, která nejsou slučitelná s rizikovým profilem, zakládacími dokumenty nebo statutem dotčených investičních fondů.

¹ – Původní jazyk: němčina.

² – Viz zásadně první až pátý bod odůvodnění doporučení Komise 2009/384/EHS ze dne 30. dubna 2009 o politice odměňování v odvětví finančních služeb (Úř. věst. 2009, L 120, s. 22), na němž se dotčené právní akty zakládají (viz následující poznámky pod čarou 3 a 4). Empirický výzkum tuto souvislost potvrzuje, viz například *Bebchuk/Fried*, „Pay without performance“, Harvard University Press, Cambridge, 2004; *Kaplan*, „Are U. S. CEOs Overpaid?“, *Academy of Management Perspectives*, Vol. 22 (2008), s. 5–20.

³ – Viz zejména články 14a a 14b směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES ze dne 13. července 2009 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP) (Úř. věst. 2009, L 302, s. 32) ve znění, které získala směrnicí Evropského parlamentu a Rady 2014/91/EU ze dne 23. července 2014, kterou se mění směrnice 2009/65/ES o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP), pokud jde o činnost depozitářů, zásady odměňování a sankce (Úř. věst. 2014, L 257, s. 186) (dále jen „směrnice 2009/65“).

⁴ – Viz zejména článek 13 a příloha II směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU ze dne 8. června 2011 o správcích alternativních investičních fondů a o změně směrnic 2003/41/ES a 2009/65/ES a nařízení (ES) č. 1060/2009 a (EU) č. 1095/2010 (Úř. věst. 2011, L 174, s. 1) (dále jen „směrnice 2011/61“).

3. V původním řízení Magyar Nemzeti Bank (Maďarská národní banka, dále jen „MNB“) ve funkci orgánu dohledu nad finančními trhy zakročila proti společnosti spravující fondy, která různým členům vrcholného vedení vyplácí dividendy, protože ti přímo či nepřímo drží akcie této společnosti. Podle názoru MNB představuje tato výplata dividend součástí politiky odměňování, která je způsobilá bránit řádnému řízení rizik. Jejich vlastní finanční zájem na co nejvyšších výplatách dividend by totiž mohl manažery fondu svádět k tomu, aby v krátkodobém horizontu podstupovali v investičních rozhodnutích příliš vysoká rizika, která by v dlouhodobém horizontu mohla mít nepříznivé dopady na investory spravovaného fondu.

4. V této souvislosti se předkládající soud táže Soudního dvora, zda se v takové situaci vůbec použijí požadavky, které unijní právo stanoví pro politiku odměňování v oboru finančních služeb, protože dividendy formálně nejsou protiplněním za poskytnuté služby. Jak uvidíme níže, skrývá se za tím otázka, kdy může podíl na zisku společnosti spravující fond podle práva společností vést k tomu, že manažeri fondu mohou být motivováni riskovat podobně, jako tomu může být v případě výplaty určitých proměnlivých složek odměny.

II. Právní rámec

5. Předpisy unijního práva upravující odměňování v oboru investičních fondů, které jsou obsaženy ve směrnici 2011/61 (ohledně alternativních investičních fondů, zkráceně „AIF“) a 2009/65 (ohledně tzv. subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů, zkráceně „SKIPCP“), jsou založeny na doporučení Komise 2009/384⁵ a na podzákonné úrovni je konkretizují Obecné pokyny Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy (dále jen „ESMA“)

1. Doporučení Komise 2009/384

6. První až pátý bod odůvodnění doporučení Komise 2009/384 obsahují rozhodující motivy politiky Unie v oblasti odměňování v sektoru finančních služeb.

„(1) Nadměrné riskování v odvětví finančních služeb a zejména v bankách a investičních společnostech přispělo k selhání finančních společností a systémovým problémům ve finančním sektoru v členských státech i po celém světě. Tyto problémy se rozšířily na zbytek hospodářství a přinášejí s sebou vysoké náklady pro společnost.

(2) I když nejde o hlavní příčinu finanční krize, která se rozvinula v letech 2007 a 2008, panuje obecná shoda, že nevhodné postupy odměňování v odvětví finančních služeb vedly k nadměrnému riskování, a přispěly tak k významným ztrátám velkých finančních společností.

(3) Přístup k odměňování ve velké části odvětví finančních služeb naprosto neodpovídal zásadám efektivního a řádného řízení rizik. Tento přístup odměňoval spíše krátkodobý zisk a pobízel pracovníky k nepřiměřeně rizikovým aktivitám, které přinášely krátkodobě vyšší zisk a vystavovaly finanční společnosti vyšším potenciálním ztrátám v delším období.

[...]

⁵ – Viz bod 26 odůvodnění směrnice 2011/61 a bod 5 odůvodnění směrnice 2014/91.

- (5) Vytvoření vhodných pobídek přímo v rámci systémů odměňování by mělo snížit zatížení systému řízení rizik a zvýšit pravděpodobnost, že se tyto systémy stanou účinnými. Proto je třeba vytyčit základní zásady řádné politiky odměňování.“

2. Směrnice 2011/61

7. Směrnice 2011/61 podle svého článku 1 stanoví pravidla pro udělování povolení, činnost a transparentnost správců alternativních finančních fondů (dále jen „správce“). Správce je podle čl. 4 odst. 1 písm. b) této směrnice právnická osoba, jejímž předmětem podnikatelské činnosti je správa jednoho nebo více alternativních investičních fondů;

8. Bod 24 odůvodnění směrnice 2011/61 zní:

„Pro účely řešení potenciálně škodlivých účinků špatně navržených struktur odměňování na řádné řízení rizik a kontrolu rizikového chování jednotlivců by měla být pro správce výslovně stanovena povinnost vytvořit a udržovat pro ty kategorie pracovníků, jejichž profesní činnosti mají podstatný dopad na rizikový profil spravovaných alternativních investičních fondů, zásady a postupy odměňování, které jsou v souladu s řádným a účinným řízením rizik. Tyto kategorie pracovníků by měly zahrnovat přinejmenším vrcholné vedení, zaměstnance odpovědné za činnosti spojené s podstupováním rizik a zaměstnance ve vnitřních kontrolních funkcích [...]“

9. Článek 4 odst. 1 písm. d) definuje pojem *odměna za zhodnocení kapitálu*:

„ ‚odměnou za zhodnocení kapitálu‘ podíl na zisku alternativního investičního fondu připsaný správci jako odměna za správu alternativního investičního fondu s výjimkou jakéhokoli podílu na zisku alternativního investičního fondu připsaného správci jako výnos z jakýchkoli investic správce do alternativního investičního fondu.“

10. Podle čl. 13 odst. 1 druhého pododstavce směrnice 2011/61 správce stanoví zásady a postupy odměňování v souladu s přílohou II této směrnice.

11. Příloha II směrnice 2011/61 stanoví:

„1. Při vytváření a uplatňování zásad celkového odměňování zahrnujícího platy a zvláštní penzijní výhody pro kategorie pracovníků, [...] dodržují správci následující principy způsobem a v rozsahu, který odpovídá jejich velikosti, vnitřní organizaci a povaze, rozsahu a složitosti jejich činností:

[...]

h) posuzování výsledků je zasazeno do víceletého rámce odpovídajícího hospodářskému cyklu alternativního investičního fondu spravovaného správcem, aby se zajistilo, že proces posouzení bude založen na dlouhodobějších výsledcích a že skutečně vyplacené výkonnostní složky odměny budou rovnoměrně rozloženy do období, v němž jsou zohledněny jak pravidla pro zpětný odkup alternativního investičního fondu, který spravuje, tak investiční rizika s tím spojená;

[...]

- j) pevná a pohyblivá složka celkové odměny jsou přiměřeně vyváženy a pevná složka tvoří dostatečně velkou část celkové odměny, aby umožňovala provádění plně flexibilního systému vyplácení pohyblivé složky odměny, včetně možnosti nevyplácení pohyblivé složky odměny;

[...]

- m) pokud správa alternativního investičního fondu nepředstavuje méně než 50 % celkového portfolia spravovaného dotyčným správcem, tvoří v souladu s právní strukturou alternativního investičního fondu a jeho zakládacími dokumenty nebo statutem značnou část, nejméně však 50 %, pohyblivé složky odměny podílové jednotky nebo akcie dotčeného alternativního investičního fondu nebo odpovídající majetková účast či s akciemi spojené nástroje nebo obdobné nepeněžité nástroje; pokud správa alternativního investičního fondu představuje méně než 50 % celkového portfolia, 50 % minimální požadavek se nepoužije.

Nástroje uvedené v tomto písmeni podléhají vhodné „zadržovací“ politice, jejímž účelem je přizpůsobit pobídky zájmům správce, jím spravovaných alternativních investičních fondů a investorů alternativních investičních fondů. [...] Toto písmeno se vztahuje jak na část pohyblivé složky odměny, jež byla v souladu s písmenem n) odložena, tak na část pohyblivé složky odměny, jež odložena nebyla.

- n) výplata podstatné části, nejméně však 40 % pohyblivé složky odměny, se odkládá na dobu, která je přiměřená z hlediska životního cyklu a pravidel pro zpětný odkup dotčeného alternativního investičního fondu a náležitým způsobem odpovídá povaze rizik spojených s příslušným alternativním investičním fondem.

Období uvedené v tomto písmeni činí nejméně tři až pět let, pokud není životní cyklus daného alternativního investičního fondu kratší; odměna, která má být vyplacena v souladu s podmínkami odkladu splatnosti, se nepřevádí rychleji, než by tomu bylo na poměrném základě; v případě pohyblivé složky odměny představující zvláště vysokou částku se odkládá výplata alespoň 60 % této částky;

- o) pohyblivá složka odměny, včetně části s odloženou splatností, se vyplácí či převádí pouze v případě, že je to udržitelné vzhledem k finanční situaci správce jako celku a odůvodněné vzhledem k výsledkům daného obchodního útvaru, daného alternativního investičního fondu a daného jednotlivce.

V případě slabých či záporných finančních výsledků správce nebo daného alternativního investičního fondu je obvykle celková pohyblivá složka odměny podstatně snížena, ať už jde o stávající odměny či o výplaty již dříve vydělaných částek, včetně systému malusů nebo zpětného vymáhání částek;

[...]

- r) pohyblivá složka odměny není vyplácena s využitím nástrojů či metod, které umožňují obejít požadavky této směrnice.

2. Zásady uvedené v bodě 1 se vztahují na všechny druhy odměn vyplácené správcem, na veškeré částky vyplácené přímo alternativním investičním fondem, včetně odměny za zhodnocení kapitálu, a na veškeré převody podílových jednotek nebo akcií alternativního investičního fondu ve prospěch těch kategorií pracovníků [...], jejichž činnosti mají podstatný dopad na jejich rizikový profil nebo na rizikové profily alternativního investičního fondu, který spravují.

[...]“

3. Směrnice 2009/65

12. Směrnice 2009/65 obsahuje ve svém znění pozměněném směrnicí 2014/91⁶ v člancích 14a a 14b ustanovení o zásadách odměňování, které musí zavést správcovské společnosti SKIPCP pro určité kategorie zaměstnanců, jejichž činnosti mají podstatný vliv na rizikový profil jimi spravovaných SKIPCP. Tato ustanovení obsahově v zásadě odpovídají ustanovením přílohy II bodu 1 směrnice 2011/61.

4. Obecné pokyny ESMA

13. Podle čl. 13 odst. 2 směrnice 2011/61 a čl. 14a odst. 4 směrnice 2009/65 vydá orgán ESMA obecné pokyny týkající se uplatňování zásad řádných politik odměňování. Ohledně zásad odměňování správcovských společností SKIPCP jsou to obecné pokyny 2016/575 a ohledně správců obecné pokyny 2013/232 (dále rovněž „obecné pokyny“). Jak požaduje devátý bod odůvodnění směrnice 2014/91, tyto směrnice si v mnoha bodech relevantních pro původní řízení odpovídají.

14. Bod 10 obecných pokynů 2013/232, který v zásadě odpovídá bodu 11 obecných pokynů 2016/575, stanoví:

„Výlučně pro účely těchto obecných pokynů a přílohy II směrnice AIFMD odměna sestává z(e):

- i) veškerých plateb vyplácených nebo výhod poskytovaných správcem v jakékoli podobě;
 - ii) veškerých částek vyplácených přímo alternativním investičním fondem, včetně *odměny za zhodnocení kapitálu*, a
 - iii) veškerých převodů podílových jednotek nebo akcií alternativního investičního fondu;
- výměnou za odborné služby poskytovanými *určenými pracovníky* správce.

Pro účely podbodu ii) tohoto bodu platí, že kdykoli jsou správci ve prospěch příslušných kategorií jeho pracovníků alternativním investičním fondem vypláceny takové přímé platby za poskytnuté odborné služby (vyjma proplacení nákladů a výdajů), které by mohly vést k obcházení příslušných pravidel odměňování, měly by takové přímé platby být pro účely těchto obecných pokynů a přílohy II směrnice AIFMD považovány za odměnu.“

15. Bod 15 obecných pokynů 2013/232, který v zásadě odpovídá bodu 14 obecných pokynů 2016/575, zní:

„Správci by měli zajistit, že při vyplácení pohyblivé složky odměny nebudou používány nástroje či metody mající za cíl úmyslné obcházení ustanovení směrnice AIFMD a těchto obecných pokynů. [...] Okolnosti a situace, které mohou z tohoto hlediska představovat zvýšené riziko, mohou být tyto: převedení částí pohyblivé složky odměny na výhody, které normálně nemají motivační efekt z hlediska rizikových pozic; [...] zavádění systémů nebo metod, jejichž prostřednictvím je odměna

⁶ – Viz poznámka pod čarou 3 tohoto stanoviska.

vyplácena v podobě dividend nebo jiné podobné formě výplaty (např. nevhodné používání výkonnostních poplatků) a nepeněžní hmotné výhody udělené jako pobídkové mechanismy vázané na výsledky.“

16. Bod 16 obecných pokynů 2013/232 stanoví následující:

„Takzvané „nástroje pro *odměňování za zhodnocení kapitálu*“ (nebo jiné druhy nástrojů) jsou obvykle komanditní společnosti, které jsou samy společníky-komanditisty v alternativním finančním fondu spolu s investory, kteří jsou třetími stranami, a jsou členy vrcholného vedení alternativního finančního fondu využívány buď k vzájemné regulaci nároků těchto výkonných členů na výplatu *odměny za zhodnocení kapitálu* v důsledku nevelkých kapitálových vkladů, anebo k investování kapitálu do transakcí alternativního investičního fondu, které jsou více než pouze nominální – tj. k spoluinvestování. Jestliže se na platby vyplácené alternativním investičním fondem příslušným pracovníkům prostřednictvím těchto nástrojů pro *odměňování za zhodnocení kapitálu* vztahuje definice odměny za zhodnocení kapitálu, měly by podléhat ustanovením o odměňování uvedeným v těchto obecných pokynech, avšak jestliže představují poměrný výnos z jakýchkoliv investic těchto pracovníků do alternativního investičního fondu (vyplácený prostřednictvím nástroje pro *odměňování za zhodnocení kapitálu*), neměly by těmto ustanovením podléhat.“

17. Bod 17 obecných pokynů 2013/232 odpovídá bodu 15 obecných pokynů 2016/575:

„Pozornost je třeba věnovat také postavení veřejných obchodních společností a obdobných struktur. Na dividendy nebo obdobné způsoby rozdělování zisku, které dostávají společníci veřejné obchodní společnosti jako vlastníci správce, se tyto obecné pokyny nevztahují, pokud hmotný výsledek výplaty takových dividend nevede k obcházení příslušných pravidel odměňování, přičemž v této souvislosti není důležité, zda je obcházení těchto pravidel úmyslné.“

18. Podle bodu 94 obecných pokynů 2013/232, který v zásadě odpovídá bodu 96 obecných pokynů 2016/575, platí:

„Mít zaveden plně flexibilní systém vyplácení pohyblivé složky odměny znamená nejen to, že pohyblivá složka odměny by se v důsledku negativních výsledků měla snižovat, ale že v některých případech může poklesnout až na nulu. Z hlediska praktického uplatňování to rovněž znamená, že pevná složka odměny by měla být dostatečně vysoká, aby zaplatila poskytované odborné služby v souladu s úrovní vzdělání, pozicí ve služební hierarchii, úrovní požadovaných odborných znalostí a dovedností, omezeními a pracovními zkušenostmi, příslušným obchodním odvětvím a regionem. Na individuální úroveň pevné složky odměny by měla mít nepřímý dopad základní zásada usměrňování rizik.“

19. Body 132 a 133 obecných pokynů 2013/232 v zásadě odpovídají bodům 134 a 135 obecných pokynů 2016/575 a zní takto:

„132. Zaměstnanci by měli být odměňováni pomocí nástrojů pouze tehdy, nevyvolá-li to nesoulad zájmů nebo nebude-li to povzbuzovat k podstupování rizik, která nejsou v souladu s rizikovými profily, statutem nebo zakládajícími dokumenty daného alternativního investičního fondu (fondů). [...]

133. V případě správců spravujících několik alternativních investičních fondů, aby byly přizpůsobeny zájmy *určených pracovníků* zájmům daných alternativních investičních fondů, pokud to umožňují organizace správce a právní struktura spravovaného alternativního investičního fondu (fondů), by *určení pracovníci* měli obdržet nástroje související hlavně s alternativním investičním fondem (fondy), pro který vykonávají své činnosti, pod podmínkou, že nedojde k nadměrné koncentraci držení nástrojů – usnadňující podstupování nadměrného rizika *určenými pracovníky*. [...]"

20. Body 139 a 141 obecných pokynů 2013/232 odpovídají bodům 141 a 143 obecných pokynů 2016/575 a zní takto:

„139. V případě nástrojů vyplácených bez odložené splatnosti jsou období zadržování jediným dostupným mechanismem pro zdůraznění rozdílu mezi hotovostí vyplácenou bez odložení splatnosti a nástroji přiznanými bez odložení splatnosti, s cílem přizpůsobit pobídky dlouhodobějším zájmům správce a alternativních investičních fondů, které spravuje, a zájmům investorů takových alternativních investičních fondů.“

141. Minimální délka období zadržování by měla být dostačující pro přizpůsobení pobídek dlouhodobějším zájmům správce, jím spravovaných alternativních investičních fondů a jejich investorů. Tomu, zda by toto období mohlo být delší nebo kratší, mohou často nasvědčovat různé faktory. Delší období zadržování by měla být uplatňována u pracovníků s nejvýznamnějším vlivem na rizikový profil správce a jím spravovaných alternativních investičních fondů.“

III. Skutkový stav a původní řízení

21. Žalobkyně v původním řízení je společnost, která spravuje různé AIF a SKIPCP (dále jen „správcovská společnost“).

22. Od roku 2014 vytvořila zásady odměňování, které zahrnují pevné a pohyblivé složky a které uplatňuje u určitých skupin svých zaměstnanců. Mezi tyto zaměstnance patří čtyři osoby, které jsou všechny členy vrcholného vedení.

23. Kromě svého pracovního poměru se správcovskou společností drží dotčení zaměstnanci jak přímo, tak nepřímo akcie této společnosti. Někteří tito zaměstnanci drží přímo prioritní akcie správcovské společnosti s přednostním právem na dividendy. Dále jsou někteří z nich jedinými společníky uzavřených akciových společností s jediným společníkem, jež jsou držitelkami prioritních akcií s přednostním právem na dividendy u správcovské společnosti. Příslušné (nepřímé) podíly dotčených zaměstnanců resp. jimi vlastněných akciových společností na základním jmění správcovské společnosti činí ve dvou případech 2 % a dále 4 %, 5 %, 12 % a 25,1 %.

24. Ze svého bilančního zisku dosaženého mezi lety 2015 a 2018 vyplácela správcovská společnost ročně dividendu v podobě jednorázových výplat dotčeným zaměstnancům resp. výše uvedeným akciovým společnostem s jediným společníkem. V roce 2016 činila celková částka dividend vyplacených těmto akcionářům cca 661 mil. forintů (HUF) a v roce 2017 cca 110 mil. HUF. Platby dotčeným zaměstnancům, které byly označeny jako odměna, činily v roce 2016 celkem cca 17 mil. HUF a v roce 2017 cca 10 mil. HUF.

25. Rozhodnutím ze dne 11. dubna 2019 vyzvala MNB správcovskou společnost, aby své zásady odměňování ve lhůtě 90 dnů uzpůsobila požadavkům dohledového práva. Dále správcovské společnosti uložila pokutu za porušení vnitrostátních ustanovení upravujících zásady odměňování v odvětví finančních služeb, která provádí příslušná ustanovení směrnice 2009/65 a 2011/61.

26. MNB má za to, že vyplacené dividendy svou povahou vytváří pobídku pro dotčené zaměstnance, aby pro správcovskou společnost dosahovali obzvláště vysokých a krátkodobých zisků. Mohli by je proto svést k tomu, aby při investičních rozhodnutích podstupovali rizika, která nejsou slučitelná s rizikovým profilem spravovaných fondů a dlouhodobě mohou mít nepříznivý dopad na investory těchto fondů. Ve výsledku jsou tím obcházena ustanovení o odkladu splatnosti výkonnostních složek odměny.

27. V žalobě proti tomuto rozhodnutí měla správcovská společnost za to, že výplata dividend v žádném případě nepředstavuje odměnu ve smyslu článku 13 a přílohy II směrnice 2011/61 resp. článků 14a a 14b směrnice 2009/65. Dotčení zaměstnanci totiž tyto platby neobdrželi jako protiplnění za své služby, nýbrž za poskytnutí kapitálu v postavení akcionářů. Uplatnění zásad odměňování na dividendy vyplacené dotčeným zaměstnancům by proto porušovalo zásadu rovného zacházení. Každopádně není zjevné, proč by výplatou dividend měla být vytvořena pobídka k dosahování krátkodobých zisků. Jako většinoví akcionáři správcovské společnosti mají dotčení zaměstnanci právě naopak zájem na tom, aby společnost dlouhodobě dosahovala co nejlepších výsledků.

28. Soud prvního stupně ve výsledku tyto argumenty zamítl. Připojil se zejména k názoru MNB, že výplata dividend představuje obcházení ustanovení o odkladu splatnosti proměnlivých složek odměny, protože mezi celkovou částkou plateb označovaných jako odměna a výplatou dividend je významný nepoměr.

IV. Předběžná otázka a řízení před Soudním dvorem

29. Opravný prostředek podaný správcovskou společností proti tomuto rozhodnutí je projednáván u předkládajícího soudu, kterým je Kúria (Nejvyšší soud, Maďarsko). Ten rozhodl přerušit řízení a předložit Soudnímu dvoru na základě článku 267 SFEU následující předběžnou otázku:

„Vztahují se zásady odměňování správců investičních fondů na dividendy vyplacené dotčným řídicím pracovníkům

- a) přímo na základě jejich postavení jako držitelů prioritních akcií s přednostním právem na dividendy u správce investičního fondu a
- b) prostřednictvím prioritních akcií, jejichž držitelkami jsou společnosti s jediným společníkem vlastněné dotčnými řídicími pracovníky

přednostním právem na dividendy u toho správce fondu?“

30. K této předběžné otázce předložily písemná vyjádření žalobkyně v původním řízení, MNB, polská vláda, maďarská vláda a Evropská komise. V souvislosti s přípravou jednání na den 28. října 2021 předložila ESMA na žádost Soudního dvora podle čl. 24 odst. 2 Statutu písemné vysvětlení. Účastnice jednání, totiž žalobkyně v původním řízení, MNB, maďarská vláda a Komise, měly během jednání příležitost se k tomuto výkladu vyjádřit.

V. Právní analýza

31. Předkládající soud se otázkou v zásadě táže, zda resp. za jakých okolností musí být výplata dividend řídicím pracovníkům společnosti spravující fondy, kteří jsou současně jejími přímými nebo nepřímými akcionáři, koncipována tak, aby splňovala požadavky řádných zásad odměňování manažerů fondů, které jsou zakotveny především ve směrnici 2009/65 a 2011/61.

32. V původním řízení totiž MNB v postavení orgánu dohledu nařídila žalující správcovské společnosti, aby svou politiku odměňování ohledně takovýchto plateb uzpůsobila těmto podmínkám, a uložila jí pokutu za domněle porušení.

33. Podle čl. 13 odst. 1 směrnice 2011/61 (ohledně AIF) a čl. 14a odst. 1 směrnice 2009/65 (ohledně SKIPCP) musí investiční fondy resp. jejich správcovské společnosti pro určité skupiny zaměstnanců, zejména pro členy vrcholného vedení⁷, zavést a uplatňovat zásady odměňování, které jsou v souladu s řádným a účinným řízením rizik a toto řízení podporují. K tomu je nezbytné, aby příslušné zásady odměňování nepovzbuzovaly k podstupování rizik, která nejsou slučitelná s rizikovým profilem, zakládacími dokumenty nebo statutem fondu, ani nenarušovaly plnění povinností správcovské společnosti jednat v nejlepším zájmu fondu.

34. Tato ustanovení tedy sledují dvojí cíl⁸. Na jedné straně má být zajištěna stabilita finančních trhů, protože nadměrným riskováním může dojít k vytváření bublin nebo k „nesprávnému hodnocení“ vysoce rizikových cenných papírů. Na druhé straně mají být chráněny zájmy akcionářů, které se mohou dostat do konfliktu se zájmy manažerů fondu jak s ohledem na riziko, tak s ohledem na udržitelnost investičních rozhodnutí: Toto nebezpečí může vyplývat z toho, že posledně jmenovaní mají vlastní zájem na krátkodobém zvýšení hodnoty jimi spravovaných fondů způsobené nesprávně strukturovanou výkonností odměnou.

35. Příloha II směrnice 2011/61 a článek 14b směrnice 2009/65 obsahují řadu zásad a konkrétní kritéria, která musí tyto zásady odměňování splňovat. Patří mezi ně mimo jiné ustanovení o poměru pevné a pohyblivé složky odměny [viz písm. j) obou ustanovení] a ustanovení o odkladu splatnosti výkonnostních složek, jakož i o hmotných podmínkách jejich výplaty [viz třeba písm. h, n a o) obou ustanovení].

36. Z pohledu předkládajícího soudu je ovšem možné, že se tato ustanovení v původním řízení nepoužijí již z toho důvodu, že dividendy nejsou dotčeným zaměstnancům formálně vypláceny jako protiplnění za jejich práci vykonávanou na základě pracovní smlouvy. Jsou jim totiž vypláceny na základě jejich postavení (přednostních) akcionářů správcovské společnosti. Předkládající soud má z tohoto důvodu za to, že tyto platby nelze již od počátku zahrnout do pojmu „odměna“ ve smyslu výše uvedených ustanovení.

⁷ – Předkládající soud nezpochybnuje, že dotčení zaměstnanci v původním řízení spadají do osobní působnosti ustanovení o odměňování směrnic 2009/65 a 2011/61, ani z mého pohledu o tom nejsou žádné pochybnosti. Toto stanovisko proto analyzuje pouze věcnou oblast působnosti ustanovení o řádných zásadách odměňování.

⁸ – Viz první, druhý a třetí bod odůvodnění směrnice 2011/61 a její čl. 45 odst. 8.

A. K pojmu „odměna“ ve smyslu směrnic 2009/65 a 2011/61

37. Směrnice 2009/65 a 2011/61, ani doporučení Komise 2009/384, na jehož základech tyto směrnice stojí⁹, neobsahují legální definici pojmu „odměna“. Vyplývá z nich pouze, že zásady a postupy odměňování zahrnují pevnou i pohyblivou složku platů a zvláštní penzijní výhody¹⁰.

38. Obecné pokyny ESMA¹¹ přijaté na základě těchto směrnic, upřesňují pojem „odměna“ v tom smyslu, že do něj zaprvé spadají platby vyplácené nebo výhody poskytované správcovskou společností resp. správcem alternativního investičního fondu v jakékoliv podobě. Zadruhé tento pojem zahrnuje veškeré částky vyplácené přímo SKIPCP nebo AIF, včetně jakékoliv části výkonnostní odměny (*performance fees*), která je vyplácena přímo nebo nepřímo ve prospěch dotčených zaměstnanců, jakož i *odměnu za zhodnocení kapitálu*¹². Zatřetí sem patří veškeré převody akcií SKIPCP resp. AIF. Všechny výše uvedené složky odměny mají podle těchto obecných pokynů společně, že jsou poskytovány výměnou za odborné služby poskytované dotčenými zaměstnanci správce alternativního investičního fondu nebo správcovské společnosti SKIPCP¹³.

39. Vzhledem k tomu se zdá, že mnohé skutečně hovoří pro to, že takové výplaty dividend, jako jsou výplaty dotčené v původním řízení, nelze zahrnout do pojmu „odměna“.

40. Z bodu 17 obecných pokynů 2013/232 resp. z bodu 15 obecných pokynů 2016/575 vyplývá, že na dividendy a podobné způsoby rozdělování zisku, které dostávají dotčení zaměstnanci jako vlastníci správcovské společnosti, se tyto pokyny nevztahují, „pokud hmotný výsledek výplaty takových dividend nevede k obcházení příslušných pravidel odměňování“. Bod 15 obecných pokynů 2013/232 potvrzuje, že vyplácení dividend může představovat způsob obcházení řádných zásad odměňování a vést k zneužívání výkonnostní složky odměny. Stejně tak čl. 14b odst. 1 písm. r) směrnice 2009/65 stanoví, že pohyblivá složka odměny nesmí být vyplácena s využitím nástrojů či metod, které umožňují obejít požadavky stanovené v této směrnici.

41. Obecné pokyny tedy vyjadřují, že pro použitelnost ustanovení o odměnách je relevantní pouze účinek očekávané platby a nikoliv její označení. To je s ohledem na smysl a účel těchto ustanovení dokonce nezbytné. Podle bodů jedna až pět odůvodnění doporučení Komise 2009/384 totiž při zavádění zásad odměňování jde o řízení chování¹⁴. Veškeré struktury, které mohou vytvořit potenciálně škodlivé a tedy nesprávné finanční pobídky, proto musí být navrženy tak, aby splňovaly požadavky řádného řízení rizik.

42. Pro řešení sporu v původním řízení proto není rozhodující, zda musí být výplata dividend považována za „odměnu“ ve smyslu těchto směrnic. Předmětem tohoto sporu je totiž zákonnost rozhodnutí MNB, jímž MNB uložila žalující správcovské společnosti, aby své zásady odměňování ohledně výplaty dividend upravila podle vnitrostátních ustanovení provádějících směrnice 2009/65 a 2011/61. Ty ovšem musí být ve výsledku dodrženy i tehdy, jestliže je výplata dividend z (přednostních) akcií vrcholnému vedení správcovské společnosti dotčených investičních fondů vyhodnocena jako obcházení ustanovení o odměňování.

⁹ – Viz bod 26 odůvodnění směrnice 2011/61 a bod 5 odůvodnění směrnice 2014/91.

¹⁰ – Viz například čl. 14a odst. 2 směrnice 2009/65 a příloha II, bod 1 směrnice 2011/61.

¹¹ – Viz bod 13 tohoto stanoviska.

¹² – Viz legální definice v čl. 4 odst. 1 písm. d) směrnice 2011/61.

¹³ – Viz bod 11 obecných pokynů 2016/575 a bod 10 obecných pokynů 2013/232.

¹⁴ – Viz již bod 1 a poznámka pod čarou 2 tohoto stanoviska. Viz rovněž druhý bod odůvodnění směrnice 2014/91, podle něhož má být správně navrženými systémy odměňování dosaženo „kontrol[y] chování jednotlivců při podstupování rizik“.

B. K obcházení ustanovení o odměňování

43. Výchozím bodem posouzení, kdy se jedná o obcházení ustanovení o odměňování, musí být rovněž smysl a účel těchto ustanovení, jak byl objasněn zejména již v bodech 33 a 34, jakož i v bodě 41 tohoto stanoviska.

44. Je tedy třeba mít za to, že se jedná o obcházení těchto ustanovení v případě, že konkrétní podoba plateb, které formálně nejsou vypláceny jako „odměna“, může pro vybrané zaměstnance stejnou měrou vytvořit pobídku, aby při správě fondů přijímali rozhodnutí, která nejsou slučitelná s rizikovými profily, zakládacími dokumenty nebo statutem nebo by je mohla vést k tomu, aby jednali proti zájmům těchto fondů nebo jejich investorů. Takováto pobídka by nebyla slučitelná s ustanoveními o odměňování, a nelze ji proto vytvořit ani oklikou přes jiné platby.

45. Je-li tomuto tak, lze posoudit pouze na základě konkrétního případu, což je úkolem předkládajícího soudu. Aby se ovšem soudu dostalo odpovědi užitečné pro vyřešení sporu, který je u něj projednáván, je nezbytné věnovat se kritériím, které musí při tomto posouzení přezkoumat¹⁵.

46. Podle názoru MNB existuje v původním řízení nebezpečí obcházení ustanovení o odměňování, protože vybraní zaměstnanci mají jako (nepřímí) akcionáři správcovské společnosti vlastní finanční zájem na tom, aby ta krátkodobě dosahovala co nejvyšších zisků, z nichž je jim pak část vyplácena v podobě přednostních akcií. Z tohoto důvodu tíhnou k tomu, aby při rozhodování o investicích ohledně fondů spravovaných touto společností přijímali velmi vysoká rizika a zaměřovali se na krátkodobé zisky.

47. Podíly (nepřímo) vlastněné dotčenými zaměstnanci ovšem předně vedou pouze k tomu, že ti mají vlastní finanční zájem na co nejvyšších ziscích *správcovské společnosti*. Ty totiž určují výši očekávaných výplat dividend.

48. Vysoké zisky správcovské společnosti ovšem nelze jednoduše postavit na roveň se zisky nahospodařenými prostřednictvím vkladů do *spravovaných investičních fondů*. V závislosti na organizační formě a fungování jednotlivých fondů si zde lze spíše představit zcela odlišné situace. Často dochází k tomu, že investiční fond má podobu fondu kolektivního investování, který je ve společném vlastnictví investorů dotčeného fondu a je zcela oddělen od majetku správcovské společnosti. Je pravda, že část výnosů fondu kolektivního investování je zpravidla nějakým způsobem převáděna do majetku správcovské společnosti a má tak vliv na výši výplaty dividend touto společností. V závislosti na podmínkách investování a organizační podobě však mohou být do správcovské společnosti odváděny také pouze pevné částky pokrývající náklady na personál a administrativu, které nezávisí na vývoji hodnoty fondu, resp. jsou splatné nezávisle na něm.

49. I MNB proto během jednání připustila, že mohou existovat případy, kdy právo na výplatu dividend nepředstavuje žádnou významnou pobídku pro rozhodnutí o rizikových investicích ohledně spravovaných fondů.

50. Vyhlídka na výplatu dividend tak představuje pobídku pro dosahování co nejvyšších – a tedy případně obzvláště rizikových – zisků fondů spravovaných správcovskou společností pouze tehdy, když ty zásadním způsobem určují výši výplat dividend.

¹⁵ – V tomto smyslu viz rozsudky ze dne 26. ledna 2010, Transportes Urbanos y Servicios Generales (C-118/08, EU:C:2010:39, bod 23), ze dne 10. června 2010, Fallimento Traghetti del Mediterraneo (C-140/09, EU:C:2010:335, bod 24), jakož i usnesení ze dne 22. října 2014, Mineralquelle Zurzach (C-139/14, EU:C:2014:2313, bod 28).

51. V prvním kroku je proto nezbytné přezkoumat, zda jsou výplaty dividend správcovskou společností závislé na vývoji hodnoty spravovaného fondu tím způsobem, aby tak byly ve výsledku vytvářeny podobné pobídky k určitému chování, jako je tomu u proměnlivé nebo výkonnostní složky odměny (k tomu bod 1.).

52. V tomto případě je pro konstatování obcházení ustanovení o odměňování relevantní již jen poměr správcovské společnosti k dotčeným fondům. Pak je nutno v druhém kroku posoudit, zda tento poměr odpovídá zásadám řádné politiky odměňování (k tomu bod 2).

1. K existenci relevantní pobídky k určitému chování

53. Ohledně projednávané věci maďarská vláda v řízení před Soudním dvorem uvedla, že se výnosy správcovské společnosti – které ve výsledku podmiňují její možnost vyplácet dividendy dotčeným zaměstnancům – skládají z pevných poplatků za správu a z určitého druhu výkonnostní provize. Tato provize se rovná předem stanovené procentní sazbě z té části výnosu dotčeného investičního fondu, která překračuje výnos požadovaný nebo stanovený zakládacími dokumenty či příslušným statutem. Žalobkyně v původním řízení tento popis během jednání nerozporovala.

54. Takováto struktura – je-li fungování žalující správcovské společnosti popsáno správně, což přísluší ověřit předkládajícímu soudu – se podobá modelu *odměňování za zhodnocení kapitálu*¹⁶. Zdá se, že jediný rozdíl spočívá v tom, že předem stanovený podíl na výnosu nevyplácí dotčeným zaměstnancům přímo spravovaný fond – v tom případě by tyto platby jednoznačně podléhaly ustanovením o odměňování¹⁷. Tento podíl na výnosu je naopak nejprve vyplacen správcovské společnosti a až v druhém kroku prostřednictvím dividend vyplacen dotčeným zaměstnancům.

55. Ve výsledku se ovšem zdá, že tento model – stejně jako model *odměňování za zhodnocení kapitálu* – je způsobilý vytvořit podobnou pobídku jako výkonnostní odměna. Jakmile se totiž odměna za zhodnocení dostane do majetku správcovské společnosti, je každopádně část z ní vyplacena akcionářům – tedy dotčeným zaměstnancům – v podobě dividend. Z hospodářského pohledu přitom správcovská společnost funguje pouze jako výplatní místo. Totéž platí pro každou další zapojenou kapitálovou společnost. Z toho vyplývá, že pro existenci příslušné pobídky k určitému chování je nepodstatné, zda je dividendy podmíněná zvýšeným výnosem vyplácena dotčenému zaměstnanci přímo či nepřímo prostřednictvím zapojených společností s jediným společníkem¹⁸.

56. Na rozdíl od argumentace žalobkyně v původním řízení není souvislost mezi vývojem hodnoty spravovaného investičního fondu a výplatami dividend v obou případech příliš nepřímá. To platí nezávisle na tom, zda dotčení zaměstnanci resp. kapitálové společnosti, které jsou v plném rozsahu jejich majetkem, drží prioritní akcie s přednostním právem na dividendy nebo akcie správcovské společnosti spojené s hlasovacími právy, což se během jednání nepodařilo s konečnou platností vyjasnit. V prvním případě mají záruku výplaty dividend. V druhém případě mohou dotčení zaměstnanci, protože společně zjevně drží více než 50 % základního jmění¹⁹, každopádně rozhodnout o výplatě dividend.

¹⁶ – Viz legální definice v čl. 4 odst. 1 písm. d) směrnice 2011/61.

¹⁷ – Viz čl. 14b odst. 3 směrnice 2009/65: „[...] veškeré částky vyplácené přímo ze strany SKIPCP, včetně výkonnostních odměn [...]“, resp. příloha II bod 2 směrnice 2011/61: „[...] veškeré částky vyplácené přímo alternativním investičním fondem, včetně odměny za zhodnocení kapitálu [...]“.

¹⁸ – Viz ke struktuře akcionářů správcovské společnosti již bod 23 tohoto stanoviska.

¹⁹ – Viz k tomu rovněž bod 23 tohoto stanoviska.

57. Bylo by ovšem přílišným zjednodušením, spatřovat v tom z *podstaty* obcházení předpisů o odměňování. Podle názoru normotvůrce totiž vlastní finanční zájem na vývoji hodnoty spravovaného fondu totiž nutně nepředstavuje nepřiměřenou pobídku k určitému chování dotčených zaměstnaných manažerů fondu.

58. Článek 14b odst. 1 písm. m) směrnice 2009/65 a příloha II bod 1 písm. m) směrnice 2011/61 v tomto ohledu výslovně stanoví, že nejméně 50 % pohyblivé složky odměny *má* sestávat z podílových jednotek dotčeného AIF nebo SKIPCP, nebo jiných nástrojů s rovnocennými motivačními účinky. Stojí za tím myšlenka, že vlastní finanční zájem na vývoji hodnoty fondu, který je zprostředkován osobním nárokem na hospodářský podíl na výnosu, v zásadě má požadovaný motivační účinek. To ovšem platí pouze v případě, jsou-li zájmy dotčených zaměstnanců v tomto ohledu srovnatelné se zájmy investorů fondu²⁰.

59. V druhém kroku je proto nutno samostatně posoudit, zda tento konkrétní způsob výplaty představuje vhodnou pobídku pro určité chování.

2. Ke vhodnosti pobídky

60. Vzhledem k tomu, že správcovská společnost funguje pouze jako výplatní místo, je nutno při tomto přezkumu posoudit podmínky, za nichž správcovská společnost získává nárok na výplatu výkonnostní provize popsané v bodě 53. Výplata dividend dotčeným zaměstnancům je totiž pouze důsledkem tohoto nároku.

61. Sedmý bod odůvodnění směrnice 2014/91 v tomto ohledu výslovně stanoví, že principy týkající se řádných zásad odměňování se vztahují i na platby, které SKIPCP hradí správcovským společností nebo investičním společností. Důvodem je právě to, že v opačném případě by ustanovení o odměňování bylo možno obcházet pouhým zapojením další kapitálové společnosti.

62. Analýza zásad a kritérií v čl. 14b směrnice 2009/65 a příloha II bod 1 směrnice 2011/61, které se týkají podoby proměnlivé nebo výkonnostní složky odměny, ukazuje, že jejich cílem právě je přiblížit zájmy zapojených zaměstnanců zájmům investorů a zajistit, aby dotčení zaměstnanci byli dotčeni rovněž případnými ztrátami a nepodíleli se pouze na ziscích. V opačném případě totiž z pohledu příslušného zaměstnance nehraje riziko ztráty u investičního rozhodnutí žádnou přímou roli ohledně výše jeho odměny. To skrývá nebezpečí, že tito zaměstnanci budou činit rozhodnutí, která nebudou slučitelná s rizikovými profily, zakládacími dokumenty nebo statutem spravovaných fondů nebo budou v rozporu se zájmy investorů.

63. Sblížení zájmů podle těchto ustanovení může být konkrétně dosaženo například vhodnou dobou odkladu splatnosti, k nimž tyto nástroje opravňují [viz písmena m) a n)] nebo obdobím zadržování bránícím jejich prodeji²¹, které se řídí dobou držení akcií ostatních akcionářů. Tím je zajištěno, že krátkodobé zvýšení hodnoty, které během typické doby držení akcií dotčeného fondu akcionářem opět pomine, nepřinese dotčeným manažerům fondu předčasně a tedy neoprávněně výhodu [viz k tomu rovněž písm. h)]. Navíc toho lze dosáhnout příslušnými korekturami až po odpadnutí proměnlivé odměny v případě špatného vývoje hodnoty dotčeného fondu [dále jen internalizace ztráty, viz písm. o)].

²⁰ – Viz body 132 a 133 obecných pokynů 2013/232 a body 134 a 135 obecných pokynů 2016/575.

²¹ – Viz k tomu body 141 a 143 obecných pokynů 2016/575 a body 139 a 141 obecných pokynů 2013/232 k odůvodnění období zadržování a dob odkladu splatnosti.

64. Správný poměr mezi pevnou a výkonnostní složkou odměny [viz k tomu písm. j)] na jedné straně přispívá k tomu, že manažeři fondu nejsou nikdy plně odkázáni na proměnlivou složku odměny, která z velké části závisí na neovlivnitelném vývoji trhu. Z toho vyplývá, že pevná složka odměny by měla být dostatečně vysoká, aby zaplatila poskytované odborné služby rovněž v případě, že proměnlivá složka odměny bude z důvodu špatného vývoje hodnoty spravovaných fondů nižší nebo vůbec žádná²². Na druhé straně tím má být zajištěno, že i přesto zůstane zachována účinná motivace k výkonu.

65. Z předkládacího rozhodnutí není zřejmé, zda v původním řízení existují mechanismy jako ty právě popsané v bodě 63. Předkládající soud musí konkrétně při přezkumu přihlídnout k tomu, jaké období je sledováno, aby zjistil, zda byl cílový výnos překročen a tím vzniká nárok správcovské společnosti na úhradu výkonnostní provize [viz k tomu písm. h)] nebo zda jsou stanoveny doby odkladu splatnosti [viz písm. n) a o)].

66. Takovéto mechanismy totiž mohou zajistit, že provize může být vyplacena pouze v případě, že ji odůvodňuje dlouhodobější vývoj hodnoty fondu. Je-li naproti tomu výkonnostní provize splatná již v okamžiku, kdy je cílový výnos překročen k určitému rozhodnému dni, který vůbec nepřihlíží k výsledku fondu po uplynutí smluvně sjednané doby platnosti, nejsou zájmy investorů a dotčených zaměstnanců v tomto ohledu srovnatelné.

67. Z pohledu žalobkyně v původním řízení ovšem každopádně nelze paušálně mít za to, že dotčení zaměstnanci jsou výhledem na výplatu dividend sváděni k přijímání krátkodobých nebo nadměrných rizik, protože mají zájem na tom, aby jim byly trvale vypláceny dividendy v přiměřené výši. Maďarská vláda ovšem správně poukazuje na to, že u takového modelu, jako je ten v původním řízení²³, je jednostranně odměňován úspěch. Pokud totiž dotčené fondy cílový výnos nepřekročí nebo jsou dokonce ztrátové, dojde pouze k nevyplacení výkonnostní provize správcovské společnosti, což může mít za určitých okolností za následek, že v dotčeném roce nebudou vyplaceny ani dividendy. Zaměstnancům ale v tomto případě stále ještě zůstává jejich pevná složka a možná také část proměnlivé složky odměny. Je-li tomu tak, zejména platí-li posledně uvedené, což musí přezkoumat předkládající soud, mohlo by se jednat nedostatečnou internalizaci ztráty.

68. Navíc mají dotčení zaměstnanci nárok na výplatu dividend od správcovské společnosti vůbec pouze v případě, že fond překoná svá očekávání. Pro dotčené zaměstnance jsou tedy již od počátku zajímavé pouze mimořádně vysoké zisky spravovaných investičních fondů, které typicky vykazují rovněž vysoká rizika ztrát. Tato okolnost může, zejména v případě, chybí-li mechanismy popsané v bodech 63 a 65 tohoto stanoviska, podporovat nadměrné riskování.

69. MNB ostatně zdůrazňuje nápadnou nerovnost mezi celkovou částkou vyplacených dividend a celkovou částkou úhrad označených jako odměna. První z nich činila podle jejich údajů v roce 2017 zhruba desetinásobek, v roce 2016 dokonce zhruba 38násobek celkové částky odměny²⁴.

70. Z obecných pokynů ESMA v tomto ohledu vyplývá, že velký nepoměr mezi proměnlivou a pevnou složkou odměny, resp. mezi celkovou částkou vyplacených dividend a celkovou částkou odměny, jako je tomu v projednávané věci, může sám o sobě představovat porušení ustanovení o odměňování. Pokyny totiž vychází z toho, že příliš silný vlastní finanční zájem dotčených

²² – Viz bod 94 obecných pokynů 2013/232 a bod 96 obecných pokynů 2016/575.

²³ – Viz bod 53 tohoto stanoviska.

²⁴ – Viz bod 24 tohoto stanoviska.

manažerů fondu na vývoji hodnoty spravovaných fondů může přispět k nadměrnému riskování. O takové se podle těchto pokynů jedná zejména tehdy, pokud dojde k nadměrné koncentraci vlastnictví podílů na spravovaném fondu jedním z jeho manažerů²⁵. Zdá se, že tuto myšlenku ovšem lze přenést na takovou situaci, jako je ta v projednávané věci, kdy vybraní zaměstnanci mohou mít v důsledku rozsahu své nepřímé účasti na ziscích spravovaných fondů příliš velký zájem na nich.

71. V případě, že předkládající soud při přezkumu všech výše uvedených okolností dospěje k závěru, že konkrétní podoba vyplácených dividend může dotčené zaměstnance svádět k nadměrnému riskování nebo k jednání proti zájmům těchto fondů a jejich investorů, měl by konstatovat, že se jedná o obcházení předpisů o odměňování.

3. Dílčí závěry

72. Z výše uvedených úvah vyplývá, že úhrada dividend vedoucích zaměstnancům společnosti spravující fondy, kteří jsou současně jejími přímými nebo nepřímými akcionáři, musí splňovat ustanovení o řádných zásadách odměňování, jestliže tato úhrada může svým účinkem vést k obcházení těchto ustanovení.

73. To předpokládá, že rozsah práva na výplatu dividend závisí na vývoji hodnoty spravovaných fondů do té míry, že tím mohou vzniknout podobné pobídky k určitému chování, jako prostřednictvím proměnlivé nebo výkonnostní složky odměny, a společnost spravující fondy pak funguje pouze jako výplatní místo. V takovém případě se jedná o obcházení, jestliže by účast společnosti spravující fondy na ziscích spravovaných fondů porušovala ustanovení o odměňování. Tomu je tak v případě, jestliže konkrétní podoba této účasti podporuje nadměrné riskování nebo jestliže chybí mechanismy, které by mohly vytvořit správnou rovnováhu mezi vytvořenými pobídkami a dlouhodobými zájmy správcovské společnosti, fondů, které spravuje, a jejich investorů.

C. K zásahu do práv akcionářů použitím předpisů o odměňování na výplaty dividend

74. Žalobkyně v původním řízení proti tomuto závěru namítá, že bod 28 odůvodnění směrnice 2011/61 a desátý bod odůvodnění směrnice 2014/91 stanoví, že ustanoveními o odměňování by nemělo být dotčeno plné uplatňování základních práv, jakož i příslušných právních předpisů týkajících se práv akcionářů. Z toho dovozuje, že dividendy, které jsou vypláceny dotčeným zaměstnancům jako akcionářům, nesmí být podřízeny ustanovením o řádných zásadách odměňování.

75. Této argumentaci je nutno předně přiznat, že použití ustanovení o odměňování na výplaty dividend může vést k omezení práv akcionářů. Z judikatury Soudního dvora v této souvislosti vyplývá, že jak vlastnictví akcií, tak z toho vyplývající právo na výplatu dividend chrání čl. 17 odst. 1 Listiny²⁶. Soudní dvůr zejména rozhodl, že odložené nebo omezené vyplacení akcií v případě vystoupení společníka, představuje zásah do základního práva vlastnit majetek²⁷. Z tohoto důvodu je nutno rovněž určitá ustanovení o odměňování, jako je úprava odkladu

²⁵ – Viz bod 135 obecných pokynů 2016/575 a bod 133 obecných pokynů 2013/232.

²⁶ – V tomto smyslu viz rozsudky ze dne 20. září 2016, Ledra Advertising a další v. Komise a ECB (C-8/15 P až C-10/15 P, EU:C:2016:701, bod 73) a ze dne 16. července 2020, Adusbef a Federconsumatori (C-686/18, EU:C:2020:567, bod 88).

²⁷ – Rozsudek ze dne 16. července 2020, Adusbef a Federconsumatori (C-686/18, EU:C:2020:567, bod 88).

splatnosti, který z časového hlediska pozměňuje resp. omezuje právo na výplatu dividend²⁸, nebo období zadržování, které zakazuje prodej akcií v určitém období²⁹, považovat za zásah do tohoto základního práva.

76. Výchozím bodem pro uplatnění ustanovení o odměňování ovšem v projednávané věci není výplata dividend, nýbrž jí předcházející úhrada výkonnostní provize správcovské společnosti³⁰. Ta sice podmiňuje výši dividendy; právo na výplatu dividend ovšem není omezeno nebo pozměněno tím, že nárok správcovské společnosti na výkonnostní provizi je podřízen určitým požadavkům.

77. Avšak i v případě, že bychom v tom chtěli spatřovat zásah do práv akcionářů, nelze z bodu 28 odůvodnění směrnice 2011/61 a z desátého bodu odůvodnění směrnice 2014/91 dovozovat, že je takovýto zásah obecně nepřípustný.

78. Je pravda, že žalobkyně v původním řízení správně poukazuje na skutečnost, že obecné pokyny na různých místech výslovně vylučují použití ustanovení o odměňování na položky práva vyplývající z postavení akcionářů. Bod 16 obecných pokynů 2013/232 například stanoví, že platby přes nástroje pro *odměňování za zhodnocení kapitálu* nepodléhají ustanovením o řádných zásadách odměňování, jestliže představují poměrný výnos z investic dotčených zaměstnanců do AIF. Důvodem ovšem je, že dotčení zaměstnanci jsou v takovém případě jednoduše investory fondu, a jejich zájmy se proto shodují se zájmy jiných investorů. Není proto nezbytné omezovat jejich práva jako akcionářů.

79. V původním řízení je ovšem situace jiná: jako akcionáři správcovské společnosti sice dotčení zaměstnanci do této společnosti kdysi investovali; výnos, který je modelem popsáným v bodě 53 tohoto stanoviska převáděn do správcovské společnosti a v podobě dividend vyplácen dotčeným zaměstnancům, ale právě nebyl vygenerován s tímto kapitálem. Nelze proto vyloučit, že v tomto ohledu nastane konflikt zájmů, který by dotčené zaměstnance mohl vést k nadměrnému riskování při správě kapitálu investorů.

80. Jestliže ovšem na základě takovéhoho konfliktu zájmů existuje nebezpečí, že by manažer fondu mohl být sveden k jednání v rozporu se zájmy investorů, finanční stabilitou nebo integritou trhu, může být výkon základního práva vlastnit majetek podle ustálené judikatury podřízen omezením. Podmínkou ovšem je, že tato omezení jsou skutečně v souladu se sledovanými cíli a nepředstavují vzhledem k nim nepřiměřený a neúnosný zásah do samotné podstaty základního práva vlastnit majetek³¹.

81. Ohledně cíle zajištění stability finančních trhů Soudní dvůr již rozhodl, že ten slouží obecnému zájmu, a je tedy zásadně způsobilý odůvodnit omezení práv akcionářů³². To samé musí platit pro cíl ochrany investorů.

²⁸ – Článek 14b odst. 1 písm. m) směrnice 2009/65 a příloha II bod 1 písm. m) směrnice 2011/91.

²⁹ – Viz body 140 a násl. obecných pokynů 2016/575.

³⁰ – Viz k tomu rovněž body 54 a 55, jakož i 65 tohoto stanoviska.

³¹ – Rozsudky ze dne 20. září 2016, Ledra Advertising a další v. Komise a ECB (C-8/15 P až C-10/15 P, EU:C:2016:701, body 69 a 70) a ze dne 16. července 2020, Adusbef a Federconsumatori (C-686/18, EU:C:2020:567, bod 85). Viz rovněž čl. 52 odst. 1 Listiny.

³² – Rozsudky ze dne 19. července 2016, Kotnik a další (C-526/14, EU:C:2016:570, body 66, 88 a 91), ze dne 8. listopadu 2016, Dowling a další (C-41/15, EU:C:2016:836, body 51 a 54) a ze dne 16. července 2020, Adusbef a Federconsumatori (C-686/18, EU:C:2020:567, bod 86).

82. Jak již bylo objasněno, použití ustanovení o odměňování může přispět k vytvoření rovnováhy zájmů mezi finančními pobídkami, kterými jsou výplaty dividend, na straně jedné a dlouhodobými zájmy fondu a jeho investorů na straně druhé³³. Uplatnění těchto ustanovení je tedy objektivně v souladu s cílem podpory řádného řízení rizik a tím zajištění co nejlepší ochrany investorů a stability finančních trhů celkově.

83. Konečně nelze omezení práv akcionářů stanovené ustanoveními o odměňování považovat ani za nepřiměřené, protože se vždy, například u odkladu splatnosti nebo období zdržování, jedná pouze o časové omezení určitých práv.

84. Zákonodárce proto mohl vycházet z toho, že práva akcionářů musí ustoupit v situacích, v nichž hrozí ohrožení cíle ochrany investorů a stability finančních trhů. Takové nebezpečí nehrozí pouze v situacích přímo upravených ustanoveními o odměňování, nýbrž i v případě jejich obcházení. Nejedná se o porušení čl. 17 odst. 1 Listiny, a tím ani zásad uvedených v bodě 28 odůvodnění směrnice 2011/61 a v desátém bodě odůvodnění směrnice 2014/91.

VI. Závěry

85. Na základě výše uvedených úvah navrhuji Soudnímu dvoru odpovědět na předběžné otázky položené Kúria (Nejvyšší soud, Maďarsko) následovně:

„Výplata dividend řídicím zaměstnancům společnosti spravující fondy, kteří jsou současně jejími přímými nebo nepřímými akcionáři, musí splňovat ustanovení o řádných zásadách odměňování zakotvených v článku 14b směrnice 2009/65/ES a článku 13, jakož i v příloze II směrnice 2011/61/EU, jestliže tato platba může svým účinkem vést k obcházení těchto ustanovení.

To předpokládá, že rozsah práva na výplatu dividend závisí na vývoji hodnoty spravovaných fondů do té míry, že tím mohou vzniknout podobné pobídky k určitému chování jako prostřednictvím proměnlivé nebo výkonnostní složky odměny a společnost spravující fondy pak funguje pouze jako výplatní místo. V takovém případě se jedná o obcházení, jestliže by účast společnosti spravující fondy na ziscích spravovaných fondů porušovala ustanovení o odměňování. Je tomu tak v případě, že konkrétní podoba této účasti podporuje nadměrné riskování. Totéž platí, chybí-li mechanismy, které mohou vytvořit přiměřenou rovnováhu mezi vytvořenými pobídkami a dlouhodobými zájmy správcovské společnosti, jí spravovaných fondů a jejich investorů. Je úlohou předkládajícího soudu, aby toto posoudil v rámci celkového zhodnocení všech okolností konkrétního případu.“

³³ – Viz k tomu body 63 a 64 tohoto stanoviska.