



Samling af Afgørelser

FORSLAG TIL AFGØRELSE FRA GENERALADVOKAT
M. CAMPOS SÁNCHEZ-BORDONA
fremsat den 8. februar 2017¹

Sag C-678/15

Mohammad Zadeh Khorassani
mod
Kathrin Pflanz

(anmodning om præjudiciel afgørelse indgivet af Bundesgerichtshof (forbundsdomstol, Tyskland))

»Forbrugerbeskyttelse — markeder for finansielle instrumenter — begrebet »investeringservice og -aktiviteter« — service bestående af »modtagelse og formidling af ordrer vedrørende et eller flere finansielle instrumenter« — eventuel inddragelse af formidling i en porteføljeplejeaftale«

1. Bundesgerichtshof (forbundsdomstol, Tyskland) har anmodet Domstolen om at tage stilling til en af de i direktiv 2004/39/EF omhandlede former for levering af finansielle tjenesteydelser². Forbundsdomstolen ønsker navnlig oplyst, om adfærden hos en fysisk person, som har formidlet en porteføljeplejeaftale (indgået mellem tredjemand og investeringselskaber med hjemsted i Liechtenstein), kan være omfattet af de tjenesteydelser, hvorpå nævnte direktiv finder anvendelse.

2. Sagen er dels relevant ud fra et overordnet hensyn til investorbekyttelse. Informationsasymmetrien mellem brugerne af disse tjenesteydelser og de virksomheder, der leverer dem, den tiltagende kompleksitet af de produkter, der udbydes, den manglende finansielle viden hos store dele af befolkningen samt andre faktorer medfører, at privatpersoner kan blive tilskyndet til at træffe forkerte beslutninger (som er til alvorlig skade for deres interesser) vedrørende opsparing, investering og gældsstiftelse. For at dæmpe op for disse fænomener, som nogle af de seneste kriser ikke har været fri for, har lovgiverne – til trods for liberaliseringen af markederne og den øgede globale konkurrence – vedtaget lovgivning, der beskytter forbrugernes stilling, og forsøgt at finde en balance³ mellem forbrugernes og markedsaktørernes interesser. MiFID I-direktivet vedrører netop denne form for interventioner.

3. Dels stilles der ud fra et perspektiv, der i højere grad fokuserer på dette direktivs specifikke retlige ordning, spørgsmål ved den retlige kvalificering af bestemte former for formidling såsom den, der ligger til grund for hovedsagen. Er de omfattet af MiFID I-direktivet, hvilket vil medføre en mere vidtrækkende beskyttelse af investorerne, eller er de på den anden side ikke omfattet af direktivets

1 — Originalsprog: spansk.

2 — Europa-Parlamentets og Rådets direktiv af 21.4.2004 om markeder for finansielle instrumenter, om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF, og 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 93/22/EØF (EUT 2004, L 145, s. 1), sædvanligvis kaldet »MiFID I-direktivet«.

3 — Roden til problemet er modstridende opfattelser af retsstillingen for brugerne af finansielle tjenesteydelser. Nogle er af den opfattelse, at en for omfattende beskyttelse svarer til, at brugerne i praksis sidestilles med personer, der ikke er habile til at give samtykke. Andre mener derimod, at forpligtelserne til forudgående underretning ikke forekommer at være tilstrækkelige, eftersom der er tale om komplicerede transaktioner, der indebærer påtagelse af risiko (som er kendetegnet for finansielle beslutninger), og har besluttet at supplere dem med strenge ex ante-krav og -garantier.

anvendelsesområde? Striden drejer sig navnlig om at undersøge, hvorvidt begrebet finansielle tjenesteydelser kun skal forstås som tjenesteydelser fra investeringsselskaber, der modtager og udfører ordrer fra investorer vedrørende *bestemte* finansielle instrumenter. Dette adjektiv har været centrum for en stor del af debatten.

I – Retsforskrifter

A – EU-retten

1. Direktiv 2004/39

4. Anden betragtning har følgende ordlyd:

»[...] er det nødvendigt at fastsætte bestemmelser, der sikrer den grad af harmonisering, der er nødvendig for at give investorer en udstrakt beskyttelse og gøre det muligt for investeringsselskaber at levere tjenesteydelser i hele Fællesskabet, der er et indre marked, på grundlag af hjemlandstilsyn. [...]«

5. 20.betragtning har følgende ordlyd:

»Modtagelse og formidling af ordrer bør i henhold til dette direktiv omfatte det forhold, at to eller flere investorer bringes i forbindelse med hinanden, således at der tilvejebringes en transaktion.«

6. Artikel 1, stk. 1, har følgende ordlyd:

»Dette direktiv finder anvendelse på investeringsselskaber og regulerede markeder.«

7. Artikel 3, stk. 1, bestemmer:

»1. Medlemsstaterne kan vælge ikke at anvende dette direktiv på personer, for hvilke de er hjemlandet, og:

- som ikke må forvalte kunders midler eller værdipapirer, og som af den årsag ikke på noget tidspunkt må bringe sig i debet over for deres kunder
- som ikke må yde nogen investeringsservice bortset fra modtagelse og formidling af ordrer vedrørende værdipapirer og andele i kollektive investeringsinstitutter samt investeringsrådgivning i forbindelse med sådanne finansielle instrumenter
- som i forbindelse med ydelsen af den service kun må formidle ordrer til
 - i) investeringsselskaber med tilladelse i henhold til dette direktiv

[...]«

8. Artikel 4, stk. 1, indeholder følgende definitioner:

»1) »investeringselskab«: en juridisk person, hvis erhvervmæssige virksomhed består i at yde én eller flere former for investeringsservice til tredjemand og/eller udføre én eller flere former for investeringsaktiviteter på erhvervmæssigt grundlag.

[...]

2) »investeringservice og -aktiviteter«: de i bilag I, afsnit A, anførte tjenesteydelser og aktiviteter i tilknytning til de i bilag I, afsnit C, omhandlede instrumenter

[...]

4) »investeringsrådgivning«: personlige anbefalinger til en kunde, enten på anmodning eller på investeringselskabets eget initiativ, af en eller flere transaktioner i tilknytning til finansielle instrumenter

5) »udførelse af ordrer for kunders regning«: indgåelse af aftaler om køb eller salg på kunders vegne af et eller flere finansielle instrumenter

[...]

9) »porteføljepleje«: porteføljepleje i henhold til den enkelte kundes afgivne mandat med skønsmæssige beføjelser, såfremt sådanne porteføljer omfatter et eller flere finansielle instrumenter

[...]«

9. I bilag I, afsnit A, oplistes følgende som tjenesteydelser og aktiviteter:

»1) [m]odtagelse og formidling af ordrer vedrørende et eller flere finansielle instrumenter

2) [u]dførelse af ordrer for kunders regning

3) [h]andel for egen regning

4) [p]orteføljepleje

5) [i]nvesteringsrådgivning.«

2. Direktiv 2006/73/EF⁴

10. 81. betragtning har følgende ordlyd:

»Generel rådgivning om en bestemt type finansielt instrument udgør ikke investeringsrådgivning i betydningen i direktiv 2004/39/EF, da det i dette direktiv specificeres, at investeringsrådgivning med henblik på direktiv 2004/39/EF er begrænset til rådgivning om særlige finansielle instrumenter. Hvis et investeringsselskab imidlertid giver en kunde generel rådgivning om en bestemt type finansielt instrument, som det præsenterer som passende for den pågældende kunde, eller som tager udgangspunkt i personens situation, og rådgivningen reelt ikke er passende for kunden eller tager udgangspunkt i dennes situation afhængig af omstændighederne i den enkelte sag, handler selskabet sandsynligvis i strid med artikel 19, stk. 1 eller 2, i direktiv 2004/39/EF. Et selskab, der giver en kunde en sådan rådgivning, overtræder sandsynligvis kravet i artikel 19, stk. 1, om at handle ærligt, redeligt og professionelt i sine kunders bedste interesse. På samme måde eller alternativt vil en sådan rådgivning sandsynligvis være i strid med kravet i artikel 19, stk. 2, om, at et selskabs oplysninger til en kunde bør være reelle, klare og ikke-vildledende.«

4 — Kommissionens direktiv af 10.8.2006 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF for så vidt angår de organisatoriske krav til og betingelserne for drift af investeringsselskaber samt definitioner af begreber med henblik på nævnte direktiv (EUT 2006, L 241, s. 26).

11. Artikel 52 foreskriver:

»For så vidt angår definitionen af »investeringsrådgivning« i artikel 4, stk. 1, nr. 4), i direktiv 2004/39/EF forstås ved personlig anbefaling en anbefaling, der gives til en person i dennes egenskab af investor eller potentiel investor eller dennes egenskab af agent for en investor eller potentiel investor.

Anbefalingen skal fremsættes som passende for den pågældende person eller tage udgangspunkt i personens egne omstændigheder og skal udgøre en anbefaling til at tage et af følgende skridt:

- a) at købe, sælge, tegne, udveksle, indløse, beholde eller garantere et bestemt finansielt instrument
- b) at udøve eller undlade at udøve en rettighed, der skyldes et bestemt finansielt instrument, til at købe, sælge, tegne, udveksle eller indløse et finansielt instrument.

En anbefaling anses ikke for en personlig anbefaling, hvis den udelukkende udsendes via distributionskanaler eller til offentligheden.«

B – Tysk ret

12. De nationale bestemmelser, der finder anvendelse på sagen, er omfattet af Kreditwesengesetz (kreditloven, herefter: »KWG«)⁵.

13. § 1 bestemmer:

»(1a) [...] Finansielle tjenesteydelser er

1. formidling af transaktioner vedrørende køb og salg af finansielle instrumenter (investeringsformidling)
 - 1a. afgivelse af personlige anbefalinger til kunder eller deres repræsentanter, som vedrører forretninger med visse finansielle instrumenter, hvis anbefalingen støttes på en undersøgelse af investors personlige forhold eller præsenteres som egnet for ham og ikke udelukkende meddeles via informationskanaler eller til offentligheden (investeringsrådgivning)

[...]«.

14. § 32, stk. 1, bestemmer:

»1. Såfremt nogen inden for statens område vil [...] tilbyde finansielle tjenesteydelser erhvervsmæssigt eller vil drive en sådan virksomhed i et omfang, der forudsætter en kommerciel virksomhedsstruktur, kræves skriftlig tilladelse hertil fra Bundesanstalt [für Finanzdienstleistungsaufsicht (det tyske finanstilsyn)] [...]«.

15. § 823, stk. 2, i Bürgerliches Gesetzbuch (den tyske civillovbog, herefter »BGB«) er affattet således:

»Pligten [til at erstatte det derved opståede tab] påhviler den, som tilsidesætter en lov, der har til formål at beskytte en anden.«

5 — Lov af 9.9.1998 (BGBl. 1998 I, s. 2776), som ændret ved lov af 16.7.2007 (BGBl. 2007 I, s. 1330).

II – Hovedsagen og det præjudicielle spørgsmål

16. Mohammad Zadeh Khorassani kom i november 2007 i kontakt med Kathrin Pflanz, som anbefalede ham investeringen »Grand-Slam«. Kathrin Pflanz var ikke i besiddelse af en tilladelse fra Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (det tyske finanstillsyn, herefter »BaFin«) til at udføre finansielle tjenesteydelser i overensstemmelse med KWG's § 32, stk. 1.

17. Den 19. november 2007 rådede Kathrin Pflanz Mohammad Zadeh Khorassani til at underskrive en serviceaftale med G.S.S. AG og en porteføljeplejeaftale med D. AG, begge med hjemsted i Liechtenstein.

18. Mohammad Zadeh Khorassani underskrev disse aftaler og forpligtede sig til en engangsbetaling på 20 000 EUR og til månedlige ratebetalinger à 1 000 EUR med tillæg af 5% agio. I december 2007 havde han betalt i alt 27 000 EUR, hvoraf 19 731,60 EUR blev indeholdt som forudbetalt administrationsgebyr og 1 285,71 EUR som agio.

19. Mohammad Zadeh Khorassani trådte tilbage fra aftalerne og krævede tilbagebetaling samt skadeserstatning fra både de to virksomheder i Liechtenstein og Kathrin Pflanz. Landgericht Berlin (den regionale ret i første instans i Berlin, Tyskland) har afvist søgsmålet mod de to virksomheder på grund af manglende international kompetence og afvist søgsmålet mod Kathrin Pflanz som ugrundet.

20. Efter at have modtaget en tilbagebetaling på 6 803,03 EUR erklærede Mohammad Zadeh Khorassani søgsmålet for afsluttet for så vidt angår dette beløb, men iværksatte appel ved Kammergericht (den regionale appeldomstol i Berlin, Tyskland), hvorved han opretholdt sin påstand (betaling af 20 196,97 EUR med tillæg af renter samt anerkendelse af afslutning for så vidt angår det resterende krav) over for Kathrin Pflanz.

21. Kammergericht (den regionale appeldomstol i Berlin, Tyskland) afviste appellen. Efter denne domstols opfattelse havde Mohammad Zadeh Khorassani ikke krav på skadeserstatning i henhold til BGB's § 823, stk. 2, sammenholdt med KWG's § 32, stk. 1, idet Kathrin Pflanz ikke havde udført en finansiell tjenesteydelse, som kræver tilladelse, i henhold til KWG's § 1, stk. 1a.

22. Appeldomstolen anerkendte, at der ikke kun var tale om en investeringsrådgivning, men også om en investeringsformidling (som defineret i de nævnte nationale bestemmelser), idet Kathrin Pflanz efter rådgivningen lod Mohammad Zadeh Khorassani underskrive⁶ dokumenterne. Imidlertid omhandlede ingen af disse tjenester en (bestemt) transaktion vedrørende køb og salg af finansielle instrumenter. Ifølge appeldomstolen var det relevant, at der til Mohammad Zadeh Khorassani blev formidlet en porteføljeplejeaftale, som skulle anvendes til at købe og sælge samt forvalte bestemte finansielle instrumenter, men som ikke i sig selv var et finansielt instrument.

23. Mohammad Zadeh Khorassani iværksatte kassationsanke til prøvelse af denne dom ved Bundesgerichtshof (forbundsdomstol). Forbundsdomstolen har i sin forelæggelseskendelse oplyst, at appeldomstolen fastslog, at Kathrin Pflanz over for Mohammad Zadeh Khorassani ikke havde udført investeringsrådgivning i henhold til KWG's § 1, stk. 1a. Den har tilføjet, at der derfor ikke foreligger nogen tilsidesættelse af KWG's § 32, stk. 1.

6 — Beskrivelsen af de faktiske omstændigheder i forelæggelseskendelsen er ikke særlig præcis.

24. Efter Bundesgerichtshofs (forbundsdomstol) opfattelse er der således ikke tale om en investeringsrådgivning, hvis der anbefales en porteføljepleje⁷, uden at der i denne forbindelse peges på bestemte finansielle instrumenter. Kathrin Pflanz udførte ikke investeringsrådgivning, eftersom de af hende anbefalede aftaler indeholdt en porteføljepleje, og det er ikke fastslået, at hun derudover har afgivet anbefalinger om en konkret investering.

25. Derimod har Kathrin Pflanz' adfærd, idet hun har overtalt Mohammad Zadeh Khorassani til at indgå en porteføljeplejeaftale, givet anledning til tvivl hos den forelæggende ret. Ifølge Bundesgerichtshof (forbundsdomstol) afhænger afgørelsen af tvisten af, hvorvidt formidling af aftaler om porteføljepleje er omfattet af MiFID I-direktivets artikel 4, stk. 1, nr. 2), første punktum, sammenholdt med bilag I, afsnit A, nr. 1), hvis indhold er afspejlet i de tyske bestemmelser.

26. I henhold til tysk ret⁸ forstås der ved investeringsformidling formidling af transaktioner om køb og salg af finansielle instrumenter, hvilket kræver en aktivitet, hvis endemål er, at kunden foretager en transaktion.

27. Bundesgerichtshof (forbundsdomstol) har taget appeldomstolens vurderinger til følge, hvorefter Kathrin Pflanz formidlede den porteføljeplejeaftale, der blev indgået mellem sagsøgeren og D. AG. Det skal dermed afgøres, om denne aftale i sig selv udgør »køb og salg af finansielle instrumenter« som omhandlet i KWG's § 1, stk. 1a, andet punktum, nr. 1).

28. Den forelæggende ret har oplyst, at den endnu ikke har afgjort dette spørgsmål, og at BaFin i Tyskland anser en porteføljeplejeaftale for at være en transaktion vedrørende køb og salg af finansielle instrumenter, fordi aftalen indebærer, at der på investors vegne foretages en sådan transaktion⁹. Modsat er det en fremherskende opfattelse i den juridiske litteratur vedrørende KWG's § 1, stk. 1a, andet punktum, nr. 1a), og den enslydende § 2, stk. 3, første punktum, nr. 4), i Wertpapierhandelsgesetz (lov om handel med værdipapirer), at investeringsformidling ikke kun må være begrænset til mellemtrin, men skal vedrøre en transaktion, som er rettet mod konkrete finansielle instrumenter, således at formidling af porteføljeplejeaftaler ikke er omfattet af denne kategori.

29. Eftersom Bundesgerichtshof (forbundsdomstol) nærer tvivl om, hvorvidt der skal foretages en streng eller bred fortolkning af MiFID I-direktivets artikel 4, stk. 1, nr. 2), første punktum, sammenholdt med bilag I, afsnit A, nr. 1), har den fundet det nødvendigt at forelægge Domstolen følgende præjudicielle spørgsmål:

»Er accept og formidling af en ordre, som omhandler en porteføljepleje [artikel 4, stk. 1, nr. 9), i direktiv 2004/39/EF], en investeringservice som defineret i artikel 4, stk. 1, nr. 2), første punktum, sammenholdt med bilag I, afsnit A, nr. 1), i direktiv 2004/39/EF?«

30. Ingen af hovedsagens to parter har indgivet skriftlige indlæg i løbet af den præjudicielle procedure eller deltaget i retsmødet den 16. november 2016, hvor Det Forenede Kongeriges regering, den tyske regering og Kommissionen fremsatte mundtlige bemærkninger.

7 — Forbundsdomstolen har i denne retning henvist til KWG's § 1, stk. 1a, andet punktum, nr. 3), og artikel 4, stk. 1, nr. 9), i direktiv 2004/39.

8 — KWG's § 1, stk. 1a, andet punktum, nr. 1a).

9 — Den forelæggende ret har tilføjet, at to forvaltningsdomstole har bekræftet denne fortolkning i afgørelser i første instans vedrørende foreløbige forholdsregler, som har støttet sig på lovens ordlyd (»Geschäfte über«, »transaktioner vedrørende«), hvoraf det ikke kan udledes, at dette kun skulle omfatte formidling af den transaktion, hvorved der direkte udvirkes et gyldigt køb af det finansielle instrument.

III – Behandling af det præjudicielle spørgsmål

31. Bundesgerichtshof (forbundsdomstol) har foretaget en præcis afgrænsning af sit præjudicielle spørgsmål efter at have afvist, at Kathrin Pflanz' adfærd¹⁰, idet hun rådede Mohammad Zadeh Khorassani til at indgå en porteføljeplejeaftale med investeringsselskaberne fra Liechtenstein, kan anses for at være »investeringsrådgivning« som omhandlet i MiFID I-direktivets bilag I, afsnit A, nr. 5). Ifølge den forelæggende ret kan hendes anbefalinger, idet de ikke er personlige anbefalinger vedrørende bestemte finansielle instrumenter, ikke anses for at være tjenesteydelser af denne type.

32. Domstolen skal således begrænse sit svar til den forelæggende ret til en fortolkning af MiFID I-direktivet, hvorvidt modtagelse og formidling af en ordre, som omhandler en porteføljepleje, er en investeringsservice. Domstolen anmodes derimod ikke om at tage stilling til begrebet »investeringsrådgivning«.

33. Det er efter min opfattelse relevant at præcisere debatten på denne måde. Hvis valget af de af Kathrin Pflanz foreslåede¹¹ porteføljeplejeselskaber på grund af den efterfølgende udvikling har vist sig ikke at være passende, er hendes anbefaling efter min opfattelse en mere vidtgående handling end Mohammad Zadeh Khorassanis efterfølgende, og næsten deraf afledte, undertegning af den »anbefalede« aftale. Det ville være paradoksalt at fravige kravet om administrativ tilladelse (og det medfølgende ansvar ifølge den forelæggende ret) for så vidt angår den mest alvorlige adfærd, dvs. den adfærd, der består i rådgivning om at betro en del af formuen til to bestemte selskaber med henblik på porteføljepleje, og samtidig kræve tilladelse (og skabe et tilsvarende ansvar, hvis tilladelsen ikke foreligger) for så vidt angår den nærmest instrumentale handling, der består i at have sendt denne aftale til de selskaber, der varetager porteføljeplejen.

34. Det drejer sig kort sagt om at afgøre, hvorvidt en adfærd som den af Kathrin Pflanz fremviste udgør en investeringsservice, der er omfattet af MiFID I-direktivets bestemmelser, nærmere betegnet en service bestående af »modtagelse og formidling af ordrer vedrørende et eller flere finansielle instrumenter«.

35. Det fremgår af argumentationen i forelæggelseskendelsen og de skriftlige og mundtlige indlæg, at der er to mulige fortolkninger af dette begreb. Den tyske regering, Det Forenede Kongeriges regering og den portugisiske regering har slået til lyd for den brede eller udvidede fortolkning, mens Kommissionen og den polske regering er fortalere for den strenge eller restriktive fortolkning. Jeg vil allerede nu oplyse, at jeg går ind for sidstnævnte, dvs. at det af Bundesgerichtshof (forbundsdomstol) forelagte spørgsmål besvares benægtende.

36. Det følger af Domstolens faste praksis, at der ved fortolkningen af EU-retlige bestemmelser ikke blot skal tages hensyn til deres ordlyd, men også til den sammenhæng, hvori de indgår, og til de mål, der forfølges med den ordning, som de udgør en del af¹². Jeg vil således anvende disse fortolkningskriterier (vedrørende ordlyd, opbygning og formål) på den omtvistede bestemmelse.

10 — Det fremgår hverken klart af forelæggelseskendelsen, om Kathrin Pflanz optrådte som erhvervsdrivende eller som privatperson, eller om hun gjorde dette lejlighedsvis eller regelmæssigt. Således som den tyske regering gjorde opmærksom på i retsmødet, finder direktiv 2004/39, som gennemført i den nationale lovgivning, udelukkende anvendelse i nævnte land på fysiske personer, når de leverer tjenesteydelser som erhvervsdrivende.

11 — Den tyske regering oplyste på retsmødet, at Kathrin Pflanz optrådte som »ambassadør« og fremlagte porteføljeplejeaftalen for Mohammad Zadeh Khorassani, som denne underskrev, og som hun derefter sendte til det pågældende selskab. Den var derfor af den opfattelse, at problemet i denne sag i højere grad udsprang af anbefalingen af aftalen (en adfærd, som den anså for at være culpøs) end af indgivelsen af den underskrevne aftale.

12 — Dom af 16.7.2015, Lanigan (C-237/15 PPU, EU:C:2015:474, præmis 35), og af 8.11.2016, Ognyanov (C-554/14, EU:C:2016:835, præmis 31).

37. Jeg vil begynde med ordlydsfortolkningen. I henhold til MiFID I-direktivets artikel 4, stk. 1, nr. 2), første punktum, er investeringsservice og -aktiviteter »de i bilag I, afsnit A, anførte tjenesteydelser og aktiviteter i tilknytning til de i bilag I, afsnit C, omhandlede instrumenter«. Disse tjenesteydelser omfatter »modtagelse og formidling af ordrer vedrørende et eller flere finansielle instrumenter«¹³.

38. Den tyske version¹⁴ af denne artikel forekommer at have en ordlyd, der er mere restriktiv end andre versioner, såsom den spanske, den franske, den engelske, den italienske eller den portugisiske¹⁵. Derfor har den tyske regering gjort opmærksom på, at formuleringen »vedrørende et eller flere finansielle instrumenter« (eller den tilsvarende formulering i de fleste andre sprogversioner) muligvis ikke kræver en *direkte* forbindelse mellem porteføljeplejeaftalen og de særlige finansielle instrumenter. Ud fra dette synspunkt ville en *indirekte* finansiel formidling være tilstrækkelig til, at aktiviteten var omfattet af bestemmelsen: dette gør sig gældende for den adfærd, der er rettet mod indgåelse af en porteføljeplejeaftale, som dermed ville blive betragtet som en finansiel tjenesteydelse, der er underlagt MiFID I-direktivet, og hvis levering kræver en relevant administrativ tilladelse.

39. Selv om argumentationen er lovende, er jeg ikke fuldt ud overbevist. Ligesom Kommissionen er jeg nærmere af den opfattelse, at det centrale element for så vidt angår fortolkningen af MiFID I-direktivets bilag I, afsnit A, nr. 1), er ordet »ordrer«, som optræder i samme betydning i de forskellige sprogversioner (»ordres«, »orders«, »Auftrag«, »ordini«, »ordens«). Bestemmelsen omhandler finansielle tjenesteydelser vedrørende »modtagelse og formidling af ordrer«, og disse må efter min opfattelse henføre til transaktioner med bestemte eller særlige finansielle instrumenter.

40. I mine øjne er det vanskeligt at modtage og formidle en »ordre«, hvis den ikke drejer sig om udførelse af bestemte finansielle transaktioner, eftersom dette begreb, sådan som det normalt anvendes i disse markeder, indebærer, at der er tale om en konkret handling. Selv om direktivet i denne bestemmelse i bilaget ikke anvender den af den tyske lovgiver i KWG's § 1 valgte formulering (»transaktioner vedrørende køb og salg«), vurderer jeg, at begrebet »ordrer« hænger uløseligt sammen med de bestemte finansielle instrumenter, hvorigennem der »beordres« overtagelse, afhændelse eller andre tilsvarende transaktioner. En tilskyndelse til at rette en investering mod bestemte typer af finansielle aktiver er som regel nærmere betegnet en anbefaling eller et råd, men ikke en »ordre«, der kan gøres til genstand for »modtagelse og formidling«.

41. Denne fortolkning underbygges af, at »udførelse af ordrer for kunders regning«, som er en form for finansiel tjenesteydelse, der er omhandlet i MiFID I-direktivets bilag I, afsnit A, nr. 2), er defineret i direktivets artikel 4, stk. 1, nr. 5), som »indgåelse af aftaler om køb eller salg på kunders vegne af *et eller flere* finansielle instrumenter«¹⁶.

42. Der er en tæt forbindelse mellem tjenesteydelsen vedrørende »modtagelse og formidling af ordrer« og tjenesteydelsen vedrørende »udførelse af ordrer for kunders regning«. Hvis den virksomhed, som leverer begge tjenesteydelser, har den fornødne infrastruktur og de fornødne muligheder, hænger modtagelsen og formidlingen af ordren vedrørende et bestemt produkt (*et eller flere*) uundgåeligt sammen med udførelsen heraf. Det ville ikke have været nødvendigt at sondre mellem de to typer finansielle tjenesteydelser under sådanne omstændigheder, men MiFID I-direktivet har indført denne

13 — Bilag I, afsnit A, nr. 1).

14 —

– »Annahme und Übermittlung von Aufträgen, die ein oder mehrere Finanzinstrument(e) zum Gegenstand haben«

15 — Den spanske version er affattet således: »recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros«, den franske: »réception et transmission d'ordres portant sur un ou plusieurs instruments financiers«, den engelske: »reception and transmission of orders in relation to one or more financial instruments«, den italienske: »ricezione e trasmissione di ordini riguardanti uno o più strumenti finanziari« og den portugisiske: »recepção e transmissão de ordens relativas a um ou mais instrumentos financeiros«.

16 — Min fremhævelse.

sondring, fordi der er virksomheder inden for finansielle tjenesteydelser, som ikke må udføre de ordrer, som de modtager, men som skal videreformidle dem til andre virksomheder, der er egnede til dette. I disse tilfælde er »modtagelse og formidling« adskilt fra »udførelsen«, men ordrerne er fortsat uforanderlige.

43. Både modtagelse og formidling af ordrer og udførelse heraf vedrører bestemte finansielle instrumenter: I disse typer af markeder er det hverken muligt at udføre, modtage eller formidle generiske ordrer, når det ikke er muligt at udføre dem efterfølgende. I medfør af MiFID I-direktivet kan ordrer hverken sidestilles med generiske bestillinger eller omfatte en aktivitet, der er rettet mod indgåelse af en porteføljeplejeaftale, som ikke omfatter en ordre, der kan udføres for så vidt angår et bestemt finansielt instrument.

44. I modsætning til hvad Det Forenede Kongerige har anført, er jeg ikke af den opfattelse, at denne fortolkning er i strid med 20. betragtning til MiFID I-direktivet¹⁷. En aktivitet, hvorved to eller flere investorer bringes i forbindelse med hinanden – som et hypotetisk eksempel på modtagelse og formidling af ordrer – bør efter min opfattelse være rettet mod en konkret transaktion mellem investorerne vedrørende »et eller flere« instrumenter af denne karakter for at være omfattet af de tilsvarende finansielle tjenesteydelser.

45. Denne konklusion følger efter min opfattelse af bestemmelsens systematiske sammenhæng med andre mere eller mindre beslægtede bestemmelser.

46. Til støtte for en udvidet fortolkning af MiFID I-direktivets bilag I, afsnit A, nr. 1), har Det Forenede Kongeriges regering og den tyske regering anført den forskellige regulering af investeringsrådgivningstjenesteydelser på den ene side og tjenesteydelserne vedrørende modtagelse og formidling af ordrer fra kunder vedrørende finansielle instrumenter på den anden:

- I medfør af 81. betragtning til og artikel 52 i direktiv 2006/73 udgør generel rådgivning om en bestemt type finansielt instrument ikke investeringsrådgivning i MiFID I-direktivets forstand, da dette begreb er begrænset til rådgivning om særlige finansielle instrumenter.
- Derimod indeholder MiFID I-direktivet og direktivet 2006/73 ikke en lignende begrænsning for så vidt angår tjenesteydelser vedrørende modtagelse og formidling af ordrer.

47. Ifølge den tyske regering og Det Forenede Kongeriges regering må det forudsættes, at ordrerne ikke nødvendigvis skal vedrøre særlige finansielle instrumenter. Dermed må en streng fortolkning af MiFID I-direktivets bilag I, afsnit A, nr. 1), afvises, eftersom lovgiver ville have indført en sådan begrænsning, såfremt lovgiver havde ønsket dette.

48. Denne modsatrettede argumentation forekommer mig heller ikke at være overbevisende. Henvisningerne i 81. betragtning til og artikel 52 i direktiv 2006/73 til særlige eller bestemte finansielle instrumenter i forbindelse med investeringsrådgivning forklarer, hvorfor sidstnævnte ikke omfatter generel rådgivning om en bestemt type finansielt instrument¹⁸. Hensigten med ikke at lade generel rådgivning (i denne lovgivningsfase) omfatte¹⁹ af MiFID I-direktivets krav forklarer, at der er blevet indføjet en udtrykkelig henvisning til »særlige finansielle instrumenter« for at definere de positive og negative rammer for dette begreb.

17 — Jeg erindrer om, at denne betragtning er affattet således: »Modtagelse og formidling af ordrer bør i henhold til dette direktiv omfatte det forhold, at to eller flere investorer bringes i forbindelse med hinanden, således at der tilvejebringes en transaktion«.

18 — Jf. dom af 30.5.2013, Genil 48 og Comercial Hostelera de Grandes Vinos (C-604/11, EU:C:2013:344, præmis 51 og 52).

19 — Det skal nævnes, at investeringsrådgivning først blev kvalificeret som en form for finansiell tjenesteydelse i MiFID I-direktivet, eftersom Rådets direktiv 93/22/EØF af 10.5.1993 om investeringservice i forbindelse med værdipapirer (EFT 1993, L 141, s. 27) ikke indeholdt denne kvalificering. Det ville være ulogisk, at direktiv 93/22 havde ladet formidling rettet mod indgåelse af en porteføljeplejeaftale indgå som en service bestående af modtagelse og formidling af ordrer uden at lade dette gøre sig gældende for investeringsrådgivningstjenesteydelser.

49. Der var imidlertid ikke behov for samme konkretisering i forbindelse med finansielle tjenesteydelser vedrørende modtagelse og formidling af ordrer, idet de allerede i sig selv var (og er) knyttet til »ordrer«, der indebærer handling, og som pr. definition omfatter et mandat over særlige finansielle instrumenter. Det ville have været overflødigt at gentage denne bemærkning i direktiv 2006/73 for så vidt angår disse tjenesteydelser.

50. Således som Kommissionen med rette har anført, kan en konkretisering i et gennemførelsesdirektiv (direktiv 2006/73 i dette tilfælde) om investeringsrådgivningstjenesteydelser ikke danne grundlag for en modsatrettet fortolkning af en bestemmelse i grunddirektivet (MiFID I-direktivet) om finansielle tjenesteydelser vedrørende modtagelse og formidling af ordrer.

51. Det kan i realiteten gøres gældende, at alle de i bilag I, afsnit A, i direktiv 2004/39 omhandlede tjenesteydelser og aktiviteter omhandler transaktioner vedrørende bestemte finansielle instrumenter. Investeringsrådgivning er det eneste element, som kan give anledning til tvivl, og for at fjerne denne tilføjede gennemførelsesdirektivets (direktivets artikel 2006/73) udtrykkeligt, at rådgivning med henblik på direktivets anvendelsesområde er begrænset til rådgivning om »særlige finansielle instrumenter«.

52. Når en person agerer som formidler mellem kunden og investeringsselskabet og foreslår førstnævnte at betro forvaltningen af dennes aktiver til sidstnævnte, hverken handler eller opererer denne person i princippet med et særligt finansielt instrument, når alt kommer til alt. Det er efterfølgende de selskaber, der forvalter kundens portefølje, der med dennes samtykke og i henhold til dennes mandat skal præcisere, hvilke finansielle instrumenter investeringen skal omfatte.

53. Under anvendelse af kriterierne for en formålsfortolkning foranlediges jeg ligeledes til at besvare den forelæggende rets spørgsmål benægtende.

54. Som Domstolen har fastslået²⁰, hvilket bl.a. fremgår af 2., 5. og 44. betragtning til MiFID I-direktivet, består direktivets formål navnlig i at beskytte investorerne, opretholde det finansielle systems integritet og overordnede effektivitet samt, at der er gennemsigtighed i forbindelse med transaktionerne.

55. Som begrundelse for en udvidet fortolkning af MiFID I-direktivets bilag I, afsnit A, nr. 1), har den tyske regering, Det Forenede Kongeriges regering og den franske regering henvist til beskyttelse af investorer, som i vid udstrækning er omhandlet i direktiv 2004/39. Ud fra dette synspunkt ville formidling rettet mod indgåelse af en porteføljeplejeaftale svare til »modtagelse og formidling af ordrer vedrørende et eller flere finansielle instrumenter«.

56. De nævnte regeringer har anført, at den fortolkning, som de har foreslået, er bedst i overensstemmelse med målet om at give investorer en udstrakt beskyttelse, eftersom den giver mulighed for at lade disse former for indirekte finansiell formidling omfatte af MiFID I-direktivet. Aktører såsom Kathrin Pflanz ville i Tyskland således være forpligtede til at have en administrativ tilladelse fra BaFin og ville være underlagt BaFins tilsyn.

57. Beskyttelse af investorer er ganske vist et centralt mål i MiFID I-direktivets²¹, som afspejles i de krav, der stilles til investeringsselskabernes forhold til brugerne af deres tjenester: i medfør af artikel 19, stk. 1 og 2, skal de handle ærligt, redeligt og professionelt i deres kunders bedste interesse, og de skal videregive dem oplysninger, der er reelle, klare og ikke-vildledende.

20 — Dom af 22.3.2012, Nilas m.fl. (C-248/11, EU:C:2012:166, præmis 48).

21 — Det er relevant at bemærke, at dette direktiv ikke fuldt ud harmoniserer levering af finansielle tjenesteydelser, men blot foretager en delvis harmonisering, hvilket fremgår af anden betragtning til direktivet, hvorefter »[det] er [...] nødvendigt at fastsætte bestemmelser, der sikrer den grad af harmonisering, der er nødvendig for at give investorer en udstrakt beskyttelse og gøre det muligt for investeringsselskaber at levere tjenesteydelser i hele Fællesskabet, der er et indre marked, på grundlag af hjemlandstilsyn«.

58. Anvendelsen af reglerne vedrørende beskyttelse af investorer kan imidlertid ikke føre til uforholdsmæssige resultater, såsom at bestemmelserne i MiFID I-direktivet udvides til at omfatte enhver aktør og enhver form for finansielle tjenesteydelser²². Selv om der er tale om et godt formål, som uden tvivl har inspireret holdningen hos regeringerne, der forsøger at udvide det pågældende direktivs anvendelsesområde for at beskytte investorer mod adfærd som den i hovedsagen omhandlede, kan det ikke omsættes til en fortolkning af gældende lovgivning, som fordrejer dens sande betydning.

59. MiFID I-direktivet omfatter visse grænser, som rammerne for beskyttelse af investorer skal overholde og ikke overskride. For det første omfatter definitionen af investeringselskaber i artikel 4, stk. 1, nr. 1), kun juridiske personer, hvis erhvervmæssige virksomhed består i at yde investeringsservice til tredjemand, selv om medlemsstaterne kan lade denne definition omfatte fysiske personer på visse betingelser.

60. For det andet giver MiFID I-direktivets artikel 3, stk. 1, også medlemsstaterne mulighed for at lovgive ved hjælp af nationale bestemmelser og vælge ikke at anvende dette direktiv på aktiviteter, der udøves af personer, som ikke må forvalte kunders midler eller værdipapirer, og som kun må modtage og formidle ordrer vedrørende værdipapirer og andele i kollektive investeringsinstitutter, når disse personer må formidle disse ordrer til investeringselskaber med henblik på udførelse.

61. Jeg har henvist til disse to bestemmelser for at understrege, at beskyttelsen af brugeren af den finansielle tjenesteydelse, som er den »svageste« part, ikke berettiger, at der ses bort fra de krav, der følger af en korrekt fortolkning af reglerne, så meget desto mere som disse regler giver mulighed for andre former for beskyttelse af investorernes rettigheder og interesser, således som det her er tilfældet.

62. I denne retning er det for at opnå den finansielle kompensation, som Mohammad Zadeh Khorassani stiller krav om i forbindelse med anmodningen om at få returneret sin investering, ikke nødvendigt at fordreje formuleringen »modtagelse og formidling af ordrer vedrørende et eller flere finansielle instrumenter«, således at den omfatter tidligere adfærd (i denne sag formidling, der er rettet mod indgåelse af en porteføljeplejeaftale), som i sig selv ikke er omfattet af de betingelser, der efterfølgende vil blive fastsat for den egentlige forvaltning af formuen.

63. Beskyttelsen af investorer er tilstrækkeligt sikret i MiFID I-direktivet, eftersom porteføljeplejeselskabet, som foreslår investoren at udføre ordrer (i dette tilfælde netop) vedrørende bestemte finansielle instrumenter, påtager sig det ansvar, der følger af dets retsstilling.

64. For så vidt angår Mohammad Zadeh Khorassani (som i øvrigt ikke kunne være uvidende om, at han investerede gennem finansielle institutioner, der ikke var hjemmehørende i Tyskland), kan han lægge sag an mod selskaberne fra Liechtenstein i overensstemmelse med værnetingsbestemmelserne i porteføljeplejeaftalen. Såfremt sagen skal føres i Liechtenstein, er hans retlige beskyttelse som kunde sikret, eftersom MiFID I-direktivet finder anvendelse i Det Europæiske Økonomiske Samarbejdsområde, som Liechtenstein er en del af og ikke betragtes som et tredjeland med henblik på dette direktiv²³.

22 — I denne retning konkluderedes det i dom af 3.12.2015, Banif Plus Bank (C-312/14, EU:C:2015:794), at visse valutatransaktioner, der gennemføres af et kreditinstitut i henhold til vilkårene i en låneaftale i fremmed valuta, der består i at fastsætte lånebeløbet på grundlag af købskursen for valutaen, der anvendes i forbindelse med udbetalingen af lånet, og at fastsætte størrelsen på de månedlige ydelser på grundlag af salgskursen for valutaen, der anvendes i forbindelse med beregningen af hver månedlig ydelse, ikke udgør en investeringsservice eller -aktivitet som omhandlet i artikel 4, stk. 1, nr. 2), i direktiv 2004/39.

23 — Med MiFID II-direktivet (artikel 39-42) og MiFIR-forordningen (artikel 46-49), som erstatter MiFID I-direktivet fra den 3.1.2018, indføres en ordning til registrering af virksomheder fra tredjelands, som ønsker at udbyde finansielle tjenesteydelser i Unionen uden at skulle oprette en filial, såfremt Kommissionen vurderer, at tilsynsordningen i virksomhedens oprindelsesland kan sidestilles med EU's tilsynsordning. Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 600/2014 af 15.5.2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 (EUT 2014, L 173, s. 84) og Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU af 15.5.2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU (EUT 2014, L 173, s. 349).

65. Eftersom kunden har mulighed for at føre sag mod det selskab, der varetager porteføljeplejen, er det efter min opfattelse ikke nødvendigt at udvide ordningen i MiFID I-direktivet til en person, som blot har ydet formidling, der er rettet mod indgåelse af porteføljeplejeaftalen. Målet om at sikre beskyttelse af investorernes interesser, når disse allerede er tilstrækkeligt beskyttet af andre bestemmelser i nævnte direktiv, kræver ikke, understreger jeg, en yderst forceret – i retlig forstand – fortolkning af de af tvisten omfattede bestemmelser.

66. Endelig må jeg tilføje en præcisering i tråd med den polske regerings indlæg. På baggrund af oplysningerne i forelæggelseskendelsen er det ikke muligt at afgøre, hvorvidt Kathrin Pflanz var en agent med tilknytning til de to investeringsselskaber i Liechtenstein, hvilket tilkommer de nationale retter at afgøre²⁴.

67. Hvis hun var en tilknyttet agent, skal der tages højde for MiFID I-direktivets artikel 23, som indfører en række forpligtelser og kontroller over for investeringsselskaber, der udpeger tilknyttede agenter »til at fremme salget af investeringsselskabets tjenesteydelser, hverve kunder eller modtage ordrer fra kunder eller potentielle kunder, formidle disse, placere finansielle instrumenter og rådgive om disse samt om de tjenesteydelser, der tilbydes af det pågældende investeringsselskab«.

68. Eftersom formidling rettet mod indgåelse af en porteføljeplejeaftale i et sådant tilfælde ville være en i rækken af aktiviteter, som en tilknyttet agent kan udføre for den virksomhed, som udpeger den, skal agenten ligeledes overholde den gode forretningsskik ved ydelse af investeringsservice, som er fastlagt i MiFID I-direktivets artikel 19. Navnlig artiklens stk. 1 fastlægger en forpligtelse til, at selskabet »handler ærligt, redeligt og professionelt i sine kunders bedste interesse, og navnlig overholder de i stk. 2-8 omhandlede principper«. Her gentager jeg, at det tilkommer den forelæggende ret (eller eventuelt lavere instanser) at afgøre, om disse bestemmelser kan finde anvendelse i hovedsagen, og drage de relevante retlige konsekvenser.

IV – Forslag til afgørelse

69. På baggrund af det ovenstående foreslår jeg, at Domstolen besvarer de af Bundesgerichtshof (forbundsdomstol, Tyskland) forelagte præjudicielle spørgsmål således:

»Under omstændigheder som de i hovedsagen omhandlede udgør formidling rettet mod indgåelse af en porteføljeplejeaftale ikke en investeringsservice som omhandlet i artikel 4, stk. 1, nr. 2), første punktum, sammenholdt med bilag I, afsnit A, nr. 1), i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter.«

24 — Adspurgt herom på retsmødet oplyste den tyske regering, at den ikke havde yderligere oplysninger om de faktiske omstændigheder.