



Recopilación de la Jurisprudencia

CONCLUSIONES DE LA ABOGADA GENERAL
SRA. JULIANE KOKOTT
presentadas el 16 de diciembre de 2021¹

Asunto C-352/20

HOLD Alapkezelő Befektetési Alapkezelő Zrt.
contra
Magyar Nemzeti Bank

[Petición de decisión prejudicial planteada por la Kúria (Tribunal Supremo, Hungría)]

«Petición de decisión prejudicial — Reglamentación de los mercados financieros — Fondos de inversión — Directivas 2009/65/CE y 2011/61/UE — Políticas de remuneración de sociedades de inversión y de gestión de capitales — Principios en materia de solidez de las políticas de remuneración — Directrices 2013/232 y 2016/575 de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) — Reparto de dividendos a empleados directivos de una sociedad de gestión de fondos de inversión que al mismo tiempo son accionistas de dicha sociedad — Incentivo para asumir riesgos excesivos — Elusión de los principios en materia de solidez de las políticas de remuneración»

I. Introducción

1. La estabilidad y la integridad de los mercados financieros requieren una gestión sólida de los riesgos por las entidades financieras y las empresas de inversión. No obstante, según el legislador europeo, la asunción de riesgos excesivos por parte de determinados operadores financieros, como los asesores de inversión y los gestores de fondos, puede verse favorecida por prácticas de remuneración inadecuadas, ya que a este respecto pueden crear un incentivo equivocado.²

¹ Lengua original: alemán.

² Véanse, fundamentalmente, los considerandos 1 a 5 de la Recomendación 2009/384/CE de la Comisión, de 30 de abril de 2009, sobre las políticas de remuneración en el sector de los servicios financieros (DO 2009, L 120, p. 22), en la que se basan los actos jurídicos relevantes (véanse, a continuación, las notas 3 y 4). La investigación empírica confirma esta relación; véanse, por ejemplo, Bebchuk/Fried, *Pay without performance*, Harvard University Press, Cambridge, 2004; Kaplan, *Are U. S. CEOs Overpaid*, *Academy of Management Perspectives*, vol. 22 (2008), pp. 5 a 20.

2. Por esta razón, las Directivas 2009/65/CE³ y 2011/61/UE,⁴ en particular, prevén que los Estados miembros exigirán al sector de los fondos de inversión que establezca y aplique unas políticas de remuneración que propicien una gestión sana y eficaz del riesgo y que no induzcan a asumir riesgos incompatibles con los perfiles de riesgo, el reglamento o los documentos constitutivos de los fondos de inversión que gestionan.

3. En el litigio principal, el Magyar Nemzeti Bank (Banco Nacional de Hungría; en lo sucesivo, «MNB»), ejerciendo sus funciones de autoridad de supervisión de los mercados financieros, actuó frente a una sociedad de gestión de fondos que repartió dividendos a varios de sus altos directivos, ya que estos últimos son titulares, directos o indirectos, de acciones en dicha sociedad. Según el MNB, estos pagos de dividendos forman parte de una política de remuneración que puede contrarrestar la gestión adecuada de los riesgos. En efecto, su interés económico propio en repartos de dividendos lo más elevados posible podría inducir a los gestores de fondos a asumir, a corto plazo, riesgos excesivamente elevados en sus decisiones de inversión, que a largo plazo podrían perjudicar a los inversores de los fondos de inversión gestionados.

4. En este contexto, el órgano jurisdiccional remitente pregunta al Tribunal de Justicia si en una situación como la descrita en realidad son aplicables los requisitos que el Derecho de la Unión establece en materia de remuneración en el sector de los servicios financieros, ya que los dividendos no constituyen formalmente una contraprestación por los servicios prestados. Como se demostrará más adelante, la cuestión de fondo es cuándo una participación en beneficios con arreglo al Derecho de sociedades en una sociedad de gestión de fondos puede dar lugar a que los gestores de fondos se vean inducidos a asumir riesgos de un modo similar a lo que sucede cuando se pagan determinados elementos de remuneración variables.

II. Marco jurídico

5. Las normas de la Unión en materia de remuneración para el sector de los fondos de inversión, contenidas en las Directivas 2011/61 (relativa a los fondos de inversión alternativos; en lo sucesivo, «FIA») y 2009/65 (relativa a los denominados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios; en lo sucesivo, «OICVM»), se apoyan en la Recomendación 2009/384 de la Comisión⁵ y en el plano infralegal son desarrolladas por las directrices de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM).

³ Véanse, en particular, los artículos 14 *bis* y 14 *ter* de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) (DO 2009, L 302, p. 32), en su versión modificada por la Directiva 2014/91/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, que modifica la Directiva 2009/65/CE por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), en lo que se refiere a las funciones de depositario, las políticas de remuneración y las sanciones (DO 2014, L 257, p. 186) (en lo sucesivo, «Directiva 2009/65»).

⁴ Véanse, en particular, el artículo 13 y el anexo II de la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 1095/2010 (DO 2011, L 174, p. 1).

⁵ Véanse el considerando 26 de la Directiva 2011/61 y el considerando 5 de la Directiva 2014/91.

1. Recomendación 2009/384 de la Comisión

6. Los considerandos 1 a 5 de la Recomendación 2009/384 de la Comisión contienen los principales motivos de la política de la Unión en materia de remuneración en el sector de los servicios financieros:

- «(1) La asunción de riesgos excesivos en el sector de los servicios financieros y, particularmente, en los bancos y empresas de inversión ha contribuido a la crisis de algunas entidades financieras y a la aparición de problemas sistémicos tanto en los Estados miembros como a nivel mundial. Estos problemas se han propagado al resto de la economía, produciendo altos costes para la sociedad.
- (2) Hay un amplio consenso cuando se afirma que las inadecuadas prácticas de remuneración aplicadas en el sector de los servicios financieros, aunque no sean la causa principal de la crisis financiera abierta en 2007 y 2008, han favorecido una asunción de riesgos excesivos y contribuido así a las importantes pérdidas sufridas por las principales entidades financieras.
- (3) Las prácticas de remuneración seguidas en buena parte del sector de los servicios financieros han sido contrarias a una gestión sólida y efectiva de los riesgos. Esas prácticas han tendido a recompensar los beneficios a corto plazo y a ofrecer incentivos al personal para que emprenda actividades anormalmente arriesgadas que producen alta rentabilidad a corto plazo pero que exponen a las entidades financieras al riesgo de sufrir grandes pérdidas a largo plazo.

[...]

- (5) Si se crearan incentivos adecuados dentro del propio sistema de remuneración, se reduciría la presión sobre el sistema de gestión de riesgos y esto aumentaría sus posibilidades de efectividad. Es necesario, pues, establecer principios para la solidez de las políticas de remuneración.»

2. Directiva 2011/61

7. A tenor de su artículo 1, la Directiva 2011/61 regula la autorización, el ejercicio continuo de la actividad y la transparencia de los gestores de fondos de inversión alternativos (en lo sucesivo, «GFIA»). A tenor del artículo 4, apartado 1, letra b), de la Directiva, es un GFIA toda persona jurídica cuya actividad habitual consista en gestionar uno o varios FIA.

8. El considerando 24 de la Directiva 2011/61 está redactado en los siguientes términos:

«A fin de subsanar el efecto perjudicial que pudieran tener unas estructuras remunerativas mal concebidas para la sana gestión del riesgo y el control de los comportamientos individuales de asunción de riesgos, resulta oportuno que los GFIA tengan la obligación explícita de establecer y mantener, respecto de las categorías de empleados cuyas actividades profesionales tengan una incidencia significativa en el perfil de riesgo del FIA que gestionen, políticas y prácticas remunerativas adecuadas a una gestión eficaz y responsable del riesgo. Dichas categorías de empleados deben incluir al menos a los altos directivos, el personal que asume riesgos y el que ejerce las funciones de control [...]»

9. El artículo 4, apartado 1, letra d), define el concepto de participación en cuenta:

«“participación en cuenta”: una participación en los beneficios del FIA obtenida por el GFIA como compensación por la gestión del FIA y excluida toda participación en los beneficios del FIA obtenida por el GFIA como rendimiento del capital invertido por el GFIA en el FIA».

10. A tenor del artículo 13, apartado 1, párrafo segundo, de la Directiva 2011/61, los GFIA determinarán las políticas y prácticas remunerativas de conformidad con el anexo II de dicha Directiva.

11. El anexo II de la Directiva 2011/61 dispone lo siguiente:

«1. Al fijar y aplicar la política remunerativa total, incluidos los salarios y los beneficios discretivos de pensiones, de aquellas categorías de personal, [...] los GFIA se atenderán a los principios que a continuación se indican, de manera y en la medida acorde con sus dimensiones, con su organización interna y con la naturaleza, el alcance y la complejidad de sus actividades:

[...]

h) la evaluación de los resultados se llevará a cabo en un marco plurianual adecuado al ciclo de vida del FIA gestionado por el GFIA, a fin de garantizar que el proceso de evaluación se base en los resultados a más largo plazo y que la liquidación efectiva de los componentes de la remuneración basados en los resultados se extienda a lo largo de un período que tenga en cuenta la política de reembolso del FIA que gestione y sus riesgos de inversión;

[...]

j) en la remuneración total, los componentes fijos y los componentes variables estarán debidamente equilibrados; el componente fijo constituirá una parte suficientemente elevada de la remuneración total, de modo que la política de elementos variables de la remuneración pueda ser plenamente flexible, hasta tal punto que sea posible no pagar ningún componente variable de la remuneración;

[...]

m) a reserva de la estructura legal del FIA y los reglamentos o documentos constitutivos, una parte sustancial, que es al menos el 50 % de cualquier remuneración variable, consistirá en participaciones del FIA en cuestión, o intereses de propiedad equivalentes, o instrumentos vinculados a acciones, o instrumentos equivalentes distintos del efectivo, salvo si la gestión del FIA representa menos del 50 % de la cartera total gestionado por el GFIA, en cuyo caso no se aplicará el mínimo del 50 %.

Estos instrumentos están sujetos a una política de retención apropiada destinada a alinear los incentivos con los intereses de los GFIA y los FIA que gestionan y los inversores de los FIA. [...] Este punto será aplicable tanto a la parte del componente de remuneración variable aplazada de conformidad con la letra n) como a la parte del componente de remuneración variable no aplazada;

- n) una parte sustancial, que represente al menos el 40 % del componente de remuneración variable, se aplazará durante un período oportuno en función del ciclo de vida y de la política de reembolso del FIA de que se trate y se adaptará adecuadamente a la naturaleza de los riesgos del FIA de que se trate.

El período a que se refiere la presente letra será de entre tres y cinco años como mínimo, salvo si el ciclo de vida del FIA en cuestión es más corto; no se entrará en posesión de la remuneración pagadera en virtud de disposiciones de aplazamiento más rápidamente que de manera proporcional; en el caso de un elemento de remuneración variable de una cuantía especialmente elevada, se aplazará como mínimo el 60 %;

- o) la remuneración variable, incluida la parte aplazada, se pagará o se entrará en posesión de la misma únicamente si resulta sostenible con arreglo a la situación financiera del GFIA en su conjunto, y si se justifica con arreglo a los resultados de la unidad de negocio del FIA y de la persona de que se trate.

La remuneración variable total se contraerá generalmente de forma considerable cuando el GFIA o el FIA obtengan unos resultados financieros mediocres o negativos, teniendo en cuenta la remuneración actual y la reducción de los pagos de los importes obtenidos anteriormente, incluso a través de disposiciones de penalización o recuperación;

[...]

- r) la remuneración variable no se abonará mediante instrumentos o métodos que permitan eludir los requisitos que establece la presente Directiva.

2. Los principios indicados en el apartado 1 serán aplicables a cualquier tipo de remuneración que abone el GFIA, a cualquier importe abonado directamente por el propio FIA, incluyendo intereses acumulados, y a toda transferencia de participaciones del FIA en beneficio de aquellas categorías de personal [...] cuyas actividades profesionales incidan de manera importante en su perfil de riesgo o en los perfiles de riesgo de los FIA que gestionen.

[...]»

3. Directiva 2009/65

12. La Directiva 2009/65, en su versión modificada por la Directiva 2014/91,⁶ contiene en sus artículos 14 *bis* y 14 *ter* normas relativas a las políticas de remuneración que deben establecer las sociedades de gestión de OICVM para determinadas categorías de personal cuyas actividades profesionales tengan una incidencia significativa en los perfiles de riesgo de los OICVM que gestionan. Por su contenido, estas disposiciones se corresponden en esencia con las normas que figuran en el anexo II, punto 1, de la Directiva 2011/61.

4. Directrices de la AEVM

13. Con arreglo al artículo 13, apartado 2, de la Directiva 2011/61 y al artículo 14 *bis*, apartado 4, de la Directiva 2009/65, la AEVM emitirá directrices para la aplicación de los principios en materia de solidez de las políticas de remuneración. Por lo que respecta a las políticas de

⁶ Véase la nota 3 de las presentes conclusiones.

remuneración de las sociedades de gestión de OICVM, se trata de las Directrices 2016/575 y, en lo que respecta a los GFIA, de las Directrices 2013/232 (en lo sucesivo, también «Directrices»). Como exige el considerando 9 de la Directiva 2014/91, estas Directrices son concordantes en numerosos aspectos relevantes para el litigio principal.

14. El punto 10 de las Directrices 2013/232, que se corresponde en esencia con el punto 11 de las Directrices 2016/575, dispone:

«Únicamente a efectos de las presentes directrices y del anexo II de la DGFIA, la remuneración consistirá en

- (i) todas las formas de pago o beneficios abonados por el GFIA,
- (ii) cualquier importe pagado por el propio FIA, incluido la participación en beneficios (*Carried interest*), y
- (iii) cualquier transferencia de participaciones o acciones del FIA,

como contraprestación por los servicios profesionales que presta el *personal identificado* del GFIA.

A efectos de lo dispuesto en el apartado ii) del presente apartado, cuando los pagos, excluidos los reembolsos de los costes y los gastos, se realicen directamente por el FIA al GFIA en beneficio de las categorías relevantes de empleados del GFIA por los servicios profesionales prestados, los cuales de otro modo eludirían la aplicación de las pertinentes normas de remuneración, deberán ser considerados como remuneración a efectos de las directrices y el anexo II de la DGFIA.»

15. El punto 15 de las Directrices 2013/232, que se corresponde con el punto 14 de las Directrices 2016/575, reza como sigue:

«Los GFIA deben garantizar que la remuneración variable no se ha pagado mediante vehículos u otros medios que se utilizan con el objetivo de eludir de manera artificial las disposiciones de la DGFIA y de las presentes directrices. [...] Las circunstancias y las situaciones que pueden plantear un mayor riesgo desde esta perspectiva pueden ser: la conversión de partes de la remuneración variable en beneficios que normalmente no tienen un efecto de incentivo respecto de las posiciones de riesgo; [...] el establecimiento de estructuras o métodos a través de los que se paga la remuneración en forma de dividendos o desembolsos similares (por ejemplo, un uso incorrecto de las comisiones sobre el resultado) y los beneficios significativos no monetarios concedidos como mecanismos de incentivo vinculados al resultado.»

16. El punto 16 de las Directrices 2013/232 prevé lo siguiente:

«Los denominados “instrumentos de participación en beneficios” (*Carried interest vehicles*) son normalmente sociedades del tipo “limited partnership” (u otros tipos de vehículos) que, a su vez, son socios del tipo “limited Partners” en el FIA junto con terceros inversores, que los altos ejecutivos del FIA utilizan bien para regular los derechos de los ejecutivos a las participaciones en el beneficio (*Carried interest*) entre ellos como consecuencia de una aportación de capital modesta o bien para comprometer capital que es más que un mero nominal (es decir, las inversiones conjuntas) en las transacciones con el FIA. Si los pagos realizados por el FIA a los correspondientes empleados mediante estos instrumentos de participación en beneficios entran

dentro de la definición de participación en los beneficios, quedarán sujetos a lo establecido en las disposiciones de remuneración de las presentes directrices, mientras que si representan un rendimiento prorrateado de cualquier inversión realizada por los empleados (mediante el instrumento de participación en beneficios) en el FIA, no quedarán sujetos a lo dispuesto en dichas disposiciones.»

17. El punto 17 de las Directrices 2013/232 se corresponde con el punto 15 de las Directrices 2016/575:

«También debe prestarse atención a la situación de las sociedades del tipo “partnership” y estructuras similares. Los dividendos o las distribuciones similares que los socios reciben como propietarios de un GFIA no entran dentro del ámbito de aplicación de las presentes directrices, salvo si del pago de dichos dividendos se [deriva] una elusión del correspondiente reglamento de remuneración, siendo, a estos efectos, irrelevante si existe o no intención de eludir dicho reglamento.»

18. A tenor del punto 94 de las Directrices 2013/232, que se corresponde con el punto 96 de las Directrices 2016/575, se aplicará lo siguiente:

«Disponer de una política plenamente flexible sobre la remuneración variable no solo implica que la remuneración variable se reducirá en caso de resultados negativos sino también que puede reducirse hasta cero en algunos casos. En su aplicación práctica, implica asimismo que la remuneración fija debe ser lo suficientemente elevada para retribuir los servicios profesionales prestados según el nivel de educación, el grado de antigüedad, el nivel de conocimientos especializados y las cualificaciones exigidas, las limitaciones y la experiencia laboral, el sector empresarial y la región relevantes. El principio básico sobre la alineación del riesgo deberá tener un impacto indirecto en los niveles individuales de la remuneración fija.»

19. Los puntos 132 y 133 de las Directrices 2013/232 se corresponden en esencia con los puntos 134 y 135 de las Directrices 2016/575 y rezan como sigue:

«132. El personal únicamente debe ser remunerado mediante *instrumentos* si esto no genera una discrepancia de intereses o fomenta una asunción del riesgo que no sea coherente con los perfiles de riesgo, reglamentos o documentos constitutivos del o de los FIA de que se trate. [...]

133. En los GFIA que gestionan varios FIA, para alinear los intereses del *personal identificado* con los del FIA o de los FIA relevante(s), cuando sea posible con arreglo a la organización del GFIA y la estructura legal de los FIA gestionados, el *personal identificado* debe recibir *instrumentos* vinculados principalmente con los FIA en relación con los que realizan sus actividades, siempre que no se cree una concentración excesiva en la titularidad de los *instrumentos* — facilitando la asunción de riesgos excesiva por parte del *personal identificado*. [...]

20. Los puntos 139 y 141 de las Directrices 2013/232 se corresponden con los puntos 141 y 143 de las Directrices 2016/575 y prevén lo siguiente:

«139. En el caso de *instrumentos* por anticipado, los *periodos de retención* son el único mecanismo disponible para señalar la diferencia entre el efectivo pagado de manera anticipada y los *instrumentos* concedidos por anticipado para adecuar los incentivos con los intereses a largo plazo del GFIA y de los FIA que gestiona, así como los inversores de dichos FIA.

[...]

141. El *período de retención* mínimo debe ser suficiente para adecuar los incentivos a los intereses a largo plazo del GFIA, o de los FIA que gestiona y los de sus inversores. Distintos factores pueden sugerir que este período pueda ser más largo o más corto. Los *períodos de retención* más largos deben aplicarse al personal con la mayor incidencia significativa en el perfil de riesgo del GFIA y de los FIA que gestiona.»

III. Hechos y litigio principal

21. La demandante en el litigio principal es una sociedad que gestiona diferentes FIA y OICVM (en lo sucesivo, «sociedad de gestión»).

22. A partir del año 2014, desarrolló unas políticas de remuneración que comprenden componentes fijos y variables y que aplica a determinadas categorías de su personal. Entre estos empleados figuran cuatro personas que son, todos ellos, altos directivos.

23. Además de su relación laboral con la sociedad de gestión, los empleados en cuestión, tanto directa como indirectamente, son accionistas de dicha sociedad. Concretamente, algunos de esos empleados son titulares directos de acciones privilegiadas con derecho preferente a dividendo de la sociedad de gestión. Por otra parte, algunos de dichos empleados son, respectivamente, accionistas únicos de sociedades anónimas unipersonales cerradas que a su vez son titulares de acciones privilegiadas con derecho preferente a dividendo de la sociedad de gestión. Las participaciones (indirectas) de los empleados en cuestión (o de las sociedades anónimas de su titularidad) en el capital social de la sociedad de gestión ascienden, en dos casos, al 2 %, así como, en los demás casos, al 4 %, 5 %, 12 % y 25,1 %, respectivamente.

24. A partir de sus beneficios contabilizados en el balance y correspondientes a los ejercicios de 2015 a 2018, anualmente y en forma de pago único, la sociedad de gestión repartió dividendos a favor de los empleados en cuestión o de las sociedades unipersonales antes mencionadas. En 2016, el total de los dividendos repartidos a dichos accionistas ascendió a aproximadamente 661 millones de forintos (HUF) y, en 2017, a aproximadamente 110 millones de HUF. En 2016, los pagos a dichos empleados calificados como remuneración ascendieron a un importe total de aproximadamente 17 millones de HUF y, en 2017, a aproximadamente 10 millones de HUF.

25. Mediante resolución de 11 de abril de 2019, el MNB instó a la sociedad de gestión a que en un plazo de noventa días ajustara sus políticas de remuneración a los requisitos que establece la normativa en materia de supervisión. Asimismo impuso a la sociedad de gestión una multa por infringir las disposiciones nacionales en materia de políticas de remuneración en el sector de los servicios financieros, que transponen las disposiciones pertinentes de las Directivas 2009/65 y 2011/61.

26. A juicio del MNB, por su propia naturaleza, los dividendos pagados a los empleados en cuestión incentivan que se generen a corto plazo beneficios particularmente elevados para la sociedad de gestión. Entiende que esto podría incitar a los empleados, cuando toman decisiones de inversión, a asumir riesgos incompatibles con el perfil de riesgo de los fondos gestionados y susceptibles de perjudicar a largo plazo a los inversores de dichos fondos. Considera que de este modo se eludieron, de hecho, las normas sobre aplazamiento de los elementos de la remuneración basados en los resultados.

27. En el marco de su recurso contra dicha resolución, la sociedad de gestión consideró que el pago de dividendos ni siquiera constituía una remuneración en el sentido del artículo 13 y del anexo II de la Directiva 2011/61 o de los artículos 14 *bis* y 14 *ter* de la Directiva 2009/65. En efecto, adujo que dichos pagos no fueron percibidos por los empleados en cuestión como contraprestación por sus servicios, sino por la puesta a disposición de capitales en su condición de accionistas. En ese sentido, argumentó que sería contrario al principio de igualdad de trato entre accionistas someter el cobro de dividendos por los empleados afectados a la normativa en materia de remuneración. Afirmó que, en cualquier caso, no se aprecia por qué el cobro de dividendos puede incentivar que se generen beneficios a corto plazo. Entendió que, al contrario, como accionistas mayoritarios de la sociedad de gestión, los empleados afectados están interesados en que dicha sociedad obtenga los mejores resultados a largo plazo.

28. El órgano jurisdiccional de primera instancia en el fondo desestimó estas alegaciones. Acogió, en particular, el planteamiento del MNB de que el pago de dividendos tiene por efecto eludir las normas en materia de aplazamiento de los elementos variables de la remuneración, al entender que existe una gran desproporción entre el importe total de los pagos calificados de remuneración y los pagos en concepto de dividendos.

IV. Cuestión prejudicial y procedimiento ante el Tribunal de Justicia

29. El recurso de casación interpuesto por la sociedad de gestión contra dicha resolución está pendiente ante el órgano jurisdiccional remitente, la Kúria (Tribunal Supremo, Hungría), que ha decidido suspender el litigio y plantear al Tribunal de Justicia, con arreglo al artículo 267 TFUE, la siguiente cuestión prejudicial:

«¿Quedan regidos por las políticas de remuneración de los gestores de fondos de inversión los dividendos repartidos a los [directivos en cuestión]

- a) directamente por su condición de titulares de acciones privilegiadas con derecho preferente a dividendo en el gestor de fondos de inversión, y
- b) a través de sociedades anónimas unipersonales propiedad de los [directivos en cuestión] que tienen acciones privilegiadas con derecho preferente a dividendo en ese gestor de fondos?»

30. Acerca de esta cuestión prejudicial han presentado observaciones por escrito la demandante en el litigio principal, el MNB, el Gobierno polaco, el Gobierno húngaro y la Comisión Europea. Con el fin de preparar la vista celebrada el 28 de octubre de 2021 y a instancias del Tribunal de Justicia, la AEVM aportó aclaraciones escritas, de conformidad con el artículo 24, apartado 2, del Estatuto. Los participantes en la vista, a saber, la demandante en el litigio principal, el MNB, el Gobierno húngaro y la Comisión, tuvieron ocasión de presentar durante la vista sus observaciones acerca de dichas aclaraciones.

V. Apreciación jurídica

31. Con su cuestión prejudicial, el órgano jurisdiccional remitente pregunta, en el fondo, sí o en qué circunstancias el pago de dividendos a los empleados que son directivos de una sociedad de gestión de fondos y que al mismo tiempo, directa o indirectamente, son accionistas de dicha

sociedad debe ser configurado de modo que se ajuste a lo que, en materia de políticas de remuneración sólidas aplicadas a los gestores de fondos, se establece, en particular, en las Directivas 2009/65 y 2011/61.

32. En efecto, en el litigio principal, el MNB, en su condición de autoridad de supervisión de la sociedad de gestión demandante y por lo que respecta a dichos pagos, ordenó a esta que ajustara su política de remuneración a dicha normativa, además de imponer una multa por la supuesta infracción.

33. Con arreglo al artículo 13, apartado 1, de la Directiva 2011/61 (relativa a los FIA) y al artículo 14 *bis*, apartado 1, de la Directiva 2009/65 (relativa a los OICVM), los fondos de inversión o las sociedades que los gestionan deberán desarrollar y aplicar, para determinadas categorías de empleados, en particular para los altos directivos,⁷ políticas de remuneración que sean acordes con una gestión sana y eficaz del riesgo y propicien este tipo de gestión. Ello requiere que dichas políticas de remuneración no induzcan a asumir riesgos incompatibles con los perfiles de riesgo, el reglamento o los documentos constitutivos de los fondos que gestionan, ni comprometan el cumplimiento de la obligación de la sociedad de gestión de actuar en el mejor interés de los fondos.

34. De este modo, estas disposiciones persiguen dos objetivos.⁸ Por una parte, debe garantizarse la estabilidad de los mercados financieros, pues la asunción de riesgos excesivos puede implicar que se formen burbujas o una «valoración errónea» de títulos de alto riesgo. Por otra parte, deben protegerse los intereses de los inversores, pues pueden entrar en conflicto con los intereses de los gestores de fondos tanto desde el punto de vista del riesgo como desde el punto de vista de la sostenibilidad de las decisiones de inversión: este peligro puede resultar del hecho de que dichos gestores, a consecuencia de una remuneración basada en los resultados y configurada inadecuadamente, tengan un interés propio en obtener plusvalías a corto plazo en los fondos que gestionan.

35. El anexo II de la Directiva 2011/61 y el artículo 14 *ter* de la Directiva 2009/65 contienen una serie de principios y criterios concretos que dichas políticas de remuneración deben respetar. Esto incluye, entre otras, disposiciones relativas al equilibrio entre los componentes fijos de la remuneración y los componentes basados en los resultados [véase la letra j) de ambas disposiciones] y disposiciones relativas al aplazamiento de los componentes basados en los resultados, así como acerca de las condiciones materiales para su desembolso [véanse, por ejemplo, las letras h), n) y o) de ambas disposiciones].

36. Pues bien, en opinión del órgano jurisdiccional remitente, es posible que estas disposiciones ni siquiera sean aplicables en el litigio principal, pues en cualquier caso, al menos formalmente, los dividendos no son pagados a los empleados en cuestión como contraprestación por los servicios que deben prestar en virtud del contrato de trabajo. Por el contrario, les son abonados debido a su condición de accionistas (privilegiados) de la sociedad de gestión. Por este motivo y según dicho órgano jurisdiccional, es posible que de antemano los pagos no estén comprendidos en el concepto de «remuneración» en el sentido de las disposiciones antes citadas.

⁷ El órgano jurisdiccional remitente no pone en duda que, en el litigio principal, los empleados en cuestión están comprendidos en el ámbito de aplicación personal de las normas de remuneración previstas por las Directivas 2009/65 y 2011/61, algo que tampoco me parece cuestionable. Por esta razón, las presentes conclusiones se limitan a examinar el ámbito de aplicación material de las disposiciones relativas a las políticas de remuneración sólidas.

⁸ Véanse los considerandos 1, 2 y 3 de la Directiva 2011/61 y su artículo 45, apartado 8.

A. Sobre el concepto de «remuneración» en el sentido de las Directivas 2009/65 y 2011/61

37. Ni las Directivas 2009/65 y 2011/61, ni la Recomendación 2009/384 de la Comisión, en cuyos principios se apoyan las Directivas,⁹ contienen una definición legal del concepto de «remuneración». Solamente se desprende de ellas que las políticas y prácticas de remuneración incluirán los componentes fijos y los componentes variables de los salarios y los beneficios discrecionales de pensiones.¹⁰

38. Las Directrices de la AEVM,¹¹ adoptadas con base en las Directivas, precisan el concepto de «remuneración» en el sentido de que, en primer lugar, comprende todas las formas de pago o complementos salariales abonados por la sociedad de gestión o por el GFIA. En segundo lugar, según las Directrices, dicho concepto comprende cualquier importe pagado por el propio OICVM o por el propio FIA, incluida cualquier parte de las comisiones de gestión sobre resultados pagadas directa o indirectamente a favor de personal identificado (Performance fees), así como la participación en beneficios (Carried interest).¹² En tercer lugar, comprende cualquier transferencia de participaciones o acciones del OICVM o del FIA. Según dichas Directrices, todos los componentes mencionados de la remuneración tienen en común que son una contraprestación por los servicios profesionales que prestan los empleados de que se trata del GFIA o de la sociedad de gestión del OICVM.¹³

39. En estas circunstancias, parece efectivamente que abundan las indicaciones de que los pagos de dividendos como los controvertidos en el litigio principal no pueden estar comprendidos en el concepto de «remuneración».

40. Ahora bien, a este respecto resulta del punto 17 de las Directrices 2013/232, así como del punto 15 de las Directrices 2016/575, que los dividendos o las distribuciones similares que los empleados de que se trate reciben como propietarios de una sociedad de gestión no entran dentro del ámbito de aplicación de las Directrices «salvo si del pago de dichos dividendos se [deriva] una elusión del correspondiente reglamento de remuneración». El punto 15 de las Directrices 2013/232 confirma que los pagos de dividendos pueden constituir formas de eludir una política de remuneración adecuada y dar lugar a una utilización abusiva de la remuneración basada en los resultados. En ese sentido, también el artículo 14 *ter*, apartado 1, letra r), de la Directiva 2009/65 establece que la remuneración variable no se abonará mediante instrumentos o métodos que permitan eludir los requisitos que establece dicha Directiva.

41. De este modo, las Directrices expresan que para la aplicabilidad de las normas de remuneración solo son relevantes los efectos de un pago esperado y no su denominación, algo que incluso es indiscutible si se atiende a la finalidad de estas disposiciones. En efecto, según los considerandos 1 a 5 de la Recomendación 2009/384 de la Comisión, al establecer políticas de remuneración se busca encauzar conductas.¹⁴ Por consiguiente, cualquier mecanismo que pueda crear incentivos económicos potencialmente nocivos y, por tanto, inadecuados debe estar configurado de modo que se ajuste a lo que exige la solidez de la gestión de riesgos.

⁹ Véanse el considerando 26 de la Directiva 2011/61 y el considerando 5 de la Directiva 2014/91.

¹⁰ Véanse, por ejemplo, el artículo 14 *bis*, apartado 2, de la Directiva 2009/65 y el anexo II, punto 1, de la Directiva 2011/61.

¹¹ Véase el punto 13 de las presentes conclusiones.

¹² Véase la definición legal en el artículo 4, apartado 1, letra d), de la Directiva 2011/61.

¹³ Véanse el punto 11 de las Directrices 2016/575 y el punto 10 de las Directrices 2013/232.

¹⁴ Véanse, a este respecto, el punto 1 y la nota 2 de las presentes conclusiones. Véase también el considerando 2 de la Directiva 2014/91, según el cual con la configuración adecuada de las estructuras de remuneración se busca alcanzar «el control de los comportamientos individuales de asunción de riesgos».

42. En consecuencia, la cuestión de si un pago de dividendos debe considerarse una «remuneración» en el sentido de estas Directivas no es determinante para resolver el litigio principal. En efecto, dicho litigio tiene por objeto la legalidad de la resolución del MNB por la que este requirió a la sociedad de gestión demandante que ajustara sus políticas de remuneración en lo que respecta al pago de los dividendos a las disposiciones nacionales que transponen las Directivas 2009/65 y 2011/61. Pues bien, estas últimas deberán respetarse en el fondo también cuando un pago de dividendos por medio de acciones (privilegiadas) a los altos directivos de la sociedad de gestión de los fondos de inversión de que se trate deba ser calificado como una elusión de las normas de remuneración.

B. Sobre la elusión de las disposiciones en materia de remuneración

43. El punto de partida para apreciar si se eluden las normas de remuneración debe ser, a su vez, la finalidad de dichas normas, como ya se ha expuesto en los puntos 33 y 34, así como en el punto 41, de las presentes conclusiones.

44. En ese sentido, deberá asumirse que se están eludiendo dichas normas si la configuración concreta de los pagos que no se abonan formalmente como «remuneración» aun así puede incentivar a los empleados en cuestión a adoptar, en la gestión de los fondos, decisiones incompatibles con los perfiles de riesgo, el reglamento o los documentos constitutivos de los fondos que gestionan o podría inducirlos a actuar contra los intereses de dichos fondos o de sus inversores. Ese tipo de incentivo no sería compatible con las normas de remuneración y, por tanto, tampoco debe poder crearse de un modo indirecto, mediante otro tipo de pagos.

45. Solamente a la luz del caso concreto podrá juzgarse si así sucede, algo que corresponde apreciar al órgano jurisdiccional remitente. No obstante, para proporcionarle una respuesta útil para resolver el litigio del que conoce, procede abordar los criterios que le corresponde examinar al proceder a dicha apreciación.¹⁵

46. Según el MNB, en el litigio principal existe un peligro de elusión de las normas de remuneración en la medida en que los empleados en cuestión, en su condición de accionistas (indirectos) de la sociedad de gestión, tienen un interés económico propio en que dicha sociedad obtenga a corto plazo los mayores beneficios posibles, de los cuales, una parte posteriormente les será repartida en forma de dividendos privilegiados. Afirma que, por tanto, tienden a correr riesgos particularmente elevados en las decisiones de inversión relativas a los fondos gestionados por dicha sociedad y a perseguir beneficios a corto plazo.

47. Ahora bien, las participaciones de las que (indirectamente) son titulares los empleados en cuestión de inicio solo implican que dichos empleados tengan un interés económico propio en que *la sociedad de gestión* tenga los mayores beneficios posibles, pues dichos beneficios determinan el volumen del reparto de dividendos que pueden esperar.

48. Sin embargo, los beneficios elevados de la sociedad de gestión no pueden asimilarse sin más a los beneficios generados por la inversión *en los fondos de inversión gestionados*. Por el contrario, a este respecto cabe imaginar situaciones muy diversas, dependiendo de las modalidades de organización y de funcionamiento de los diferentes fondos. Así, es frecuente que un fondo de

¹⁵ Véanse, en este sentido, las sentencias de 26 de enero de 2010, Transportes Urbanos y Servicios Generales (C-118/08, EU:C:2010:39), apartado 23, y de 10 de junio de 2010, Fallimento Traghetti del Mediterraneo (C-140/09, EU:C:2010:335), apartado 24, así como el auto de 22 de octubre de 2014, Mineralquelle Zurzach (C-139/14, EU:C:2014:2313), apartado 28.

inversión esté organizado en forma de fondo de inversión con activos segregados, cuya propiedad corresponde proporcionalmente a los inversores del fondo de que se trate y que estará separado por completo del patrimonio de la sociedad de gestión. Es cierto que normalmente una parte de los rendimientos de dicho fondo con activos segregados fluyen de algún modo hacia el patrimonio de la sociedad de gestión y de ese modo influyen en el volumen de los dividendos repartidos por esta. Sin embargo, en función de las condiciones de la inversión y de las modalidades de organización, también es posible que solo se deduzcan, a favor de la sociedad de gestión, cantidades fijas, destinadas a cubrir los gastos de personal y de gestión, que no dependen de la revalorización de los fondos o que se adeudan con independencia de dicha revalorización.

49. En ese sentido, el propio MNB admitió en la vista que puede haber situaciones en las que el derecho a percibir dividendos no incentive de manera significativa la toma de decisiones de inversión arriesgadas relativas a los fondos gestionados.

50. En consecuencia, la expectativa de recibir dividendos solo incentiva a que se persigan beneficios especialmente elevados y, por tanto, tal vez muy arriesgados respecto de los fondos gestionados por la sociedad de gestión cuando determina de un modo decisivo el volumen del reparto de dividendos.

51. Por consiguiente, procede examinar, en una primera fase, si el reparto de dividendos por la sociedad de gestión depende de tal modo de la revalorización de los fondos gestionados que a fin de cuentas implica incentivar una conducta de un modo similar a una remuneración variable o una remuneración basada en resultados (véase el epígrafe 1).

52. En ese caso, para constatar si se eluden las normas de remuneración ya solo será pertinente la relación entre la sociedad de gestión y los fondos afectados. A tal efecto, en una segunda fase, procederá examinar si dicha relación presenta una configuración que se ajusta a los principios para la solidez de las políticas de remuneración (véase el epígrafe 2).

1. Sobre la existencia de un incentivo relevante para una conducta

53. En el caso de autos, el Gobierno húngaro ha alegado en el procedimiento ante el Tribunal de Justicia que los rendimientos de la sociedad de gestión —que, en definitiva, condicionan su capacidad de repartir dividendos a los empleados en cuestión— están integrados por comisiones de gestión fijas y por una especie de comisión por resultados. Esta última comisión corresponde a un porcentaje preestablecido de una parte de los rendimientos del fondo de inversión en cuestión que sean superiores al rendimiento perseguido o establecido a tenor de las condiciones contractuales o el reglamento del fondo. Esta exposición en la vista no fue contestada por la demandante en el litigio principal.

54. Esta configuración, suponiendo que describa con acierto el funcionamiento de la sociedad de gestión demandante, extremo que corresponde determinar al órgano jurisdiccional remitente, se asemeja a un modelo de participación en cuenta.¹⁶ La única diferencia parece radicar en el hecho de que la parte preestablecida del rendimiento no es pagada directamente por los fondos gestionados a los empleados en cuestión; en efecto, de ser así, sería indiscutible que los pagos

¹⁶ Véase la definición legal en el artículo 4, apartado 1, letra d), de la Directiva 2011/61.

están sujetos a las normas de remuneración.¹⁷ Por el contrario, dicha parte del rendimiento se destina, en un primer momento, a la sociedad de gestión y solo se paga a los empleados en cuestión en un segundo momento, a través de los dividendos.

55. Pues bien, en realidad, este tipo de diseño, al igual que un modelo de participación en cuenta, parece ser adecuado para constituir un incentivo comparable al de una remuneración basada en los resultados. En efecto, una vez que la comisión por resultados ha entrado en el patrimonio de la sociedad de gestión, al menos una parte de la comisión se reparte en forma de dividendos a los accionistas, es decir, a los empleados en cuestión. A tal efecto y desde un punto de vista económico, la sociedad de gestión solo interviene como organismo pagador. Lo mismo se puede afirmar respecto de cualquier otra sociedad de capital interpuesta. De ello se deduce que el hecho de que el dividendo resultante del rendimiento superior se pague directamente a los empleados en cuestión o indirectamente a través de sociedades unipersonales interpuestas carece de incidencia sobre el hecho de que existe una conducta incentivada.¹⁸

56. Contrariamente a lo que alega la demandante en el litigio principal, en ninguna de esas dos situaciones es demasiado indirecta la relación entre la revalorización de los fondos de inversión gestionados y el reparto de dividendos. Ello es así con independencia de que los empleados en cuestión o las sociedades de capital que sean íntegramente propiedad de los mismos posean acciones privilegiadas con derecho preferente a dividendo o acciones con derechos de voto en la sociedad de gestión, algo que no pudo esclarecerse definitivamente en la vista. En efecto, en el primer caso, disfrutarán de una garantía de dividendo. En el segundo de los casos, en la medida en que los empleados en cuestión parecen ostentar conjuntamente más del 50 % del capital social,¹⁹ en cualquier caso tendrán el poder de decisión sobre el reparto de dividendos.

57. Sin embargo, sería precipitado apreciar que esta situación constituya *per se* una elusión de las normas de remuneración. En efecto, según el legislador, un interés económico propio en la revalorización de los fondos gestionados no constituye necesariamente un incentivo inadecuado para la conducta de los empleados gestores de los fondos de que se trate.

58. De hecho, el artículo 14 *ter*, apartado 1, letra m), de la Directiva 2009/65 y el anexo II, punto 1, letra m), de la Directiva 2011/61 establecen expresamente que al menos el 50 % de la remuneración variable *será o consistirá en* participaciones del FIA o del OICVM de que se trate u otros instrumentos con incentivos igualmente eficaces. La idea subyacente es que un interés económico propio en la revalorización del fondo, proporcionado por un derecho personal a una parte cuantificable del rendimiento, en principio constituye un incentivo deseable. Ahora bien, lo que antecede solo será aplicable si los intereses de los empleados en cuestión son, a este respecto, comparables a los de los inversores de los fondos.²⁰

59. Por lo tanto, procede examinar separadamente, en una segunda fase, si mediante las modalidades concretas del pago se crea un incentivo adecuado para cierta conducta.

¹⁷ Véanse el artículo 14 *ter*, apartado 3, de la Directiva 2009/65: «[...] cualquier importe abonado directamente por el propio OICVM, incluidas las comisiones de gestión sobre resultados [...]»; o el anexo II, punto 2, de la Directiva 2011/61: «[...] cualquier importe abonado directamente por el propio FIA, incluyendo intereses acumulados [...]».

¹⁸ Véase, acerca de la estructura del accionariado de la sociedad de gestión, el punto 23 de las presentes conclusiones.

¹⁹ Véase, a este respecto, también el punto 23 de las presentes conclusiones.

²⁰ Véanse los puntos 132 y 133 de las Directrices 2013/232, así como los puntos 134 y 135 de las Directrices 2016/575.

2. Sobre la adecuación del incentivo para una conducta

60. En la medida en que la sociedad de gestión intervenga únicamente como organismo pagador, dicho examen deberá efectuarse teniendo en cuenta las condiciones en las que la sociedad de gestión adquiere el derecho a percibir la comisión por resultados descrita en el punto 53. En efecto, el reparto de los dividendos a los empleados en cuestión no es sino su consecuencia.

61. A este respecto, el considerando 7 de la Directiva 2014/91 establece expresamente que los principios en materia de idoneidad de las políticas y prácticas de remuneración también deben aplicarse a los pagos efectuados por los OICVM a sociedades de gestión o sociedades de inversión. Esto se debe precisamente a que, en caso contrario, las normas de remuneración podrían eludirse simplemente interponiendo una sociedad de capital.

62. El análisis de los principios y criterios que figuran en el artículo 14 *ter* de la Directiva 2009/65 y en el anexo II, punto 1, de la Directiva 2011/61 y se refieren a la configuración de la remuneración variable o basada en los resultados pone de relieve que precisamente pretenden aproximar los intereses de los empleados afectados a los de los inversores y garantizar que los empleados de que se trate también se vean afectados por posibles pérdidas y no participen únicamente en los beneficios. En efecto, de no ser así, el riesgo de sufrir pérdidas a raíz de una decisión de inversión, desde el punto de vista del empleado afectado, no tendría una relevancia directa para la cuantía de su remuneración. Ello entraña el peligro de que dichos empleados adopten decisiones incompatibles con los perfiles de riesgo, el reglamento o los documentos constitutivos de los fondos que gestionan o que sean contrarias a los intereses de los inversores.

63. A tenor de dichas disposiciones, se puede conseguir una alineación de los intereses, en particular, mediante períodos de aplazamiento oportunos aplicables a los pagos a los que dichos instrumentos dan derecho [véanse, respectivamente, las letras m) y n)] o mediante plazos de retención a los efectos de su enajenación,²¹ que se establecerán en función del período de tenencia de los títulos de los demás inversores. De este modo, se asegura de que una plusvalía a corto plazo, que volverá a volatilizarse durante el período de tenencia habitual de las participaciones del fondo en cuestión por parte de un inversor, no confiera una ventaja prematura y, por tanto, injustificada a los gestores de fondos afectados [véase también, a este respecto, la letra h) en ambas disposiciones]. Esto también puede lograrse aplicando los ajustes pertinentes que pueden llegar hasta la supresión de la remuneración variable en caso de que la revalorización de los fondos de que se trate no sea buena [en lo sucesivo, «internalización de pérdidas»; véase la letra o) en ambas disposiciones].

64. Además, equilibrar debidamente la remuneración fija y la remuneración basada en los resultados [véase, a este respecto, la letra j)] contribuye, por una parte, a que los gestores de fondos no dependan íntegramente de la remuneración variable, que fluctuará en gran medida según factores no influenciados en la evolución de los mercados. De ello se deduce que la remuneración fija debe retribuir suficientemente los servicios profesionales prestados, incluso en el supuesto de que la remuneración variable disminuya o se suprima por completo debido a una insuficiente revalorización de los fondos gestionados.²² Por otra parte, de este modo se pretende garantizar que aun así se incentive efectivamente el rendimiento.

²¹ Véanse, a este respecto, los puntos 141 y 143 de las Directrices 2016/575, así como los puntos 139 y 141 de las Directrices 2013/232, acerca de la justificación de los plazos de retención y los períodos de aplazamiento.

²² Véanse, a este respecto, el punto 94 de las Directrices 2013/232 y el punto 96 de las Directrices 2016/575.

65. De la resolución de remisión no se desprende si mecanismos como los descritos en el punto 63 que antecede existen en el litigio principal. En el marco de su examen, el órgano jurisdiccional remitente debe atender, en particular, al período que hay que tener en cuenta para determinar si se ha superado el rendimiento objetivo y, en consecuencia, se ha generado a favor de la sociedad de gestión un derecho al pago de la comisión por resultados [véase, a este respecto, la letra h) en ambas disposiciones] o si se prevén períodos de aplazamiento [véanse, en este sentido, las letras n) y o) de las respectivas disposiciones].

66. En efecto, este tipo de estructuras pueden asegurar que la comisión solo se abonará si la revalorización de los fondos a largo plazo lo justifica. Si, por el contrario, la comisión por resultados ya es exigible cuando el rendimiento objetivo se supera en una determinada fecha límite que ignora por completo el resultado del fondo tras expirar la duración contractual convenida, los intereses de los inversores del fondo y los de los empleados de que se trate no serán comparables en este aspecto.

67. En opinión de la demandante en el litigio principal, en cualquier caso, no puede considerarse de manera general que la expectativa del pago de dividendos incite a los empleados en cuestión a asumir riesgos excesivos o a corto plazo, pues están interesados en recibir de forma duradera dividendos de una cuantía adecuada. No obstante, como señala acertadamente el Gobierno húngaro, un modelo como el controvertido en el litigio principal²³ recompensa unilateralmente los resultados positivos. En efecto, si los fondos de que se trata no superan el rendimiento objetivo o incluso sufren pérdidas, simplemente no se pagará la comisión por resultados a la sociedad de gestión, lo que posiblemente implicará, según las circunstancias, que ese año también se omita el pago de dividendos. Pues bien, en ese caso, los empleados seguirán conservando su remuneración fija y, posiblemente, también una parte de su remuneración variable. Si se cumple en particular este último supuesto, extremo que corresponde verificar al órgano jurisdiccional remitente, podría darse a este respecto una insuficiente internalización de las pérdidas.

68. De forma añadida, los empleados de que se trata tan solo obtendrán un derecho al reparto de dividendos por la sociedad de gestión si el fondo supera las previsiones. De ello se deduce, *a priori*, que los empleados de que se trata solo estarán interesados en beneficios particularmente elevados de los fondos de inversión gestionados, lo que habitualmente implicará que presenten un elevado riesgo de sufrir pérdidas. Por lo tanto, esta circunstancia puede favorecer la asunción de riesgos excesivos, en particular si faltan estructuras como las descritas en los puntos 63 y 65 de las presentes conclusiones.

69. Por lo demás, el MNB insiste en la diferencia llamativa entre el importe total de los pagos por dividendos y el importe total de los pagos calificados de remuneración. Según la información proporcionada por el propio MNB, en 2017 el primer importe ascendió a aproximadamente diez veces el importe total de la remuneración y en 2016 incluso correspondió a casi 38 veces el importe total de la remuneración.²⁴

70. A este respecto, las Directrices de la AEVM sugieren que un fuerte desequilibrio entre la remuneración variable y la remuneración fija, o entre el importe total de los pagos por dividendo y el de la remuneración, como aquí sucede, también puede ser contrario, por sí sola, a las normas de remuneración. De hecho, al tal efecto consideran que un interés económico propio demasiado elevado de los gestores de que se trate en la revalorización de los fondos gestionados puede

²³ Véase el punto 53 de las presentes conclusiones.

²⁴ Véase el punto 53 de las presentes conclusiones.

favorecer la asunción de riesgos excesivos. Consideran que existe ese tipo de interés en particular cuando hay una concentración excesiva de la propiedad de participaciones de un fondo gestionado en manos de uno de sus directivos.²⁵ Pues bien, esta idea parece extrapolable a una situación como la del presente asunto, en la que los empleados en cuestión podrían tener un interés demasiado importante en los beneficios de los fondos gestionados a causa de la extensión de su participación indirecta en los beneficios de estos.

71. Por consiguiente, si al examinar todas las circunstancias antes mencionadas el órgano jurisdiccional remitente concluye que las modalidades concretas de los pagos de dividendos podrían incitar a los empleados en cuestión a asumir riesgos excesivos o a actuar contra los intereses de dichos fondos y de sus inversores, debería declarar que se eluden las normas de remuneración.

3. Conclusión parcial

72. De las consideraciones anteriores resulta que el pago de dividendos a los empleados que son directivos de una sociedad de gestión de fondos y que al mismo tiempo, directa o indirectamente, son accionistas de dicha sociedad debe ajustarse a las disposiciones en materia de políticas de remuneración sólidas, si dicho pago, por sus efectos, puede conducir a que se eludan dichas disposiciones.

73. Esto presupone que la extensión del derecho a percibir dividendos dependa de la revalorización de los fondos gestionados de tal modo que implique incentivar conductas de un modo similar a una remuneración variable o basada en los resultados y que, por lo tanto, la sociedad gestora de fondos intervenga únicamente como organismo pagador. En esa situación, existirá una elusión si la participación de la sociedad de gestión de fondos en los beneficios de los fondos gestionados fuera, a su vez, contraria a las normas de remuneración. Ese será el caso, por su parte, cuando las modalidades concretas de dicha participación favorezcan la asunción de riesgos excesivos o cuando falten estructuras que permitan alcanzar un equilibrio razonable de los intereses de los incentivos creados y los intereses a más largo plazo de la sociedad de gestión, de los fondos que gestiona y de sus inversores.

C. Sobre la injerencia en los derechos de los accionistas por la aplicación a los pagos de dividendos de las normas de remuneración

74. Frente a esta conclusión, la demandante en el litigio principal aduce que el considerando 28 de la Directiva 2011/61 y el considerando 10 de la Directiva 2014/91 prevén que las disposiciones en materia de remuneración deben entenderse sin perjuicio del ejercicio pleno de los derechos fundamentales y de la legislación aplicable por lo que atañe a los derechos de los accionistas. Deduce de ahí que los pagos de dividendos percibidos por los empleados en cuestión debido a la condición de accionistas de estos no pueden estar sujetos a las normas relativas a las políticas de remuneración sólidas.

75. De inicio, procede admitir que la aplicación a los dividendos de las normas de remuneración puede conducir a una restricción de los derechos de los accionistas. A este respecto, de la jurisprudencia del Tribunal de Justicia se desprende que tanto la propiedad de acciones como el derecho a percibir dividendos que se deriva de la misma están protegidos por el artículo 17,

²⁵ Véanse el punto 135 de las Directrices 2016/575 y el punto 133 de las Directrices 2013/232.

apartado 1, de la Carta.²⁶ En particular, el Tribunal de Justicia ya ha declarado que el reembolso diferido o limitado de acciones en caso de que un accionista cause baja en la sociedad constituye una injerencia en el derecho fundamental a la propiedad.²⁷ En ese sentido, también determinadas normas de remuneración, como los regímenes relativos al aplazamiento, que modifican o limitan en el tiempo el derecho a percibir dividendos,²⁸ o los plazos de retención que prohíben la enajenación de acciones durante un determinado período,²⁹ deben considerarse injerencias en este derecho fundamental.

76. Ahora bien, en el caso de autos, el punto de partida para la aplicación de las normas de remuneración no es el reparto de dividendos, sino el pago anterior de la comisión por resultados a la sociedad de gestión.³⁰ Ciertamente, dicho pago condiciona el volumen de los dividendos; no obstante, el derecho a percibir dividendos no se ve limitado ni modificado por el hecho de que el derecho a la comisión por resultados de la sociedad de gestión esté sujeto a determinadas exigencias.

77. Pero incluso si se apreciara que la situación descrita constituye una injerencia en los derechos de los accionistas, no cabe deducir del considerando 28 de la Directiva 2011/61 ni del considerando 10 de la Directiva 2014/91 que dicha injerencia sea, en general, inadmisibles.

78. Es cierto que la demandante en el litigio principal señala correctamente que las Directrices excluyen de forma expresa, en diferentes puntos, la aplicación de las normas de remuneración a los derechos derivados de la condición de accionista. Así, por ejemplo, el punto 16 de las Directrices 2013/232 precisa que los pagos efectuados a través de instrumentos de participación en beneficios no quedarán sujetos a las disposiciones relativas a las políticas de remuneración sólidas si representan un rendimiento prorrateado de una inversión realizada en el FIA por los empleados de que se trate. Sin embargo, esto se debe a que, en tal caso, los empleados de que se trate serán meros inversores en el fondo y, por consiguiente, sus intereses coincidirán con los de los demás inversores. En consecuencia, no es necesario limitar sus derechos como accionistas.

79. Ahora bien, la situación en el litigio principal es diferente: es cierto que, como accionistas de la sociedad de gestión, los empleados en cuestión en algún momento invirtieron en la misma; sin embargo, los rendimientos que por medio del modelo descrito en el punto 53 de las presentes conclusiones llegan a la sociedad de gestión y son repartidos en forma de dividendos a dichos empleados precisamente no han sido generados con dicho capital. Por consiguiente, no cabe excluir que a este respecto surja un conflicto de intereses que pueda inducir a los empleados en cuestión a asumir mayores riesgos en la gestión del capital de los inversores.

80. Pues bien, según reiterada jurisprudencia, cuando a causa de ese tipo de conflicto de intereses un gestor de fondos puede verse inducido a actuar contraviniendo los intereses de los inversores, la estabilidad financiera o la integridad de los mercados, el ejercicio del derecho fundamental a la propiedad puede ser sometido a restricciones. Para ello se exige que las restricciones respondan

²⁶ Véanse, en este sentido, las sentencias de 20 de septiembre de 2016, Ledra Advertising y otros/Comisión y BCE (C-8/15 P a C-10/15 P, EU:C:2016:701), apartado 73, y de 16 de julio de 2020, Adusbef y Federconsumatori (C-686/18, EU:C:2020:567), apartado 88.

²⁷ Sentencia de 16 de julio de 2020, Adusbef y Federconsumatori (C-686/18, EU:C:2020:567), apartado 88.

²⁸ Artículo 14 *ter*, apartado 1, letra m), de la Directiva 2009/65 y anexo II, punto 1, letra m), de la Directiva 2011/91.

²⁹ Véanse los puntos 140 y ss. de las Directrices 2016/575.

³⁰ Véanse, a este respecto, los puntos 54 y 55, así como el punto 65, de las presentes conclusiones.

efectivamente a la consecución de los objetivos perseguidos y no constituyan, habida cuenta de dichos objetivos, una intervención desmesurada e intolerable que afecte a la propia esencia del derecho fundamental a la propiedad.³¹

81. Por lo que respecta al objetivo consistente en garantizar la estabilidad del sistema financiero, el Tribunal de Justicia ya ha resuelto que este es un objetivo de interés general y, por tanto, puede justificar, en principio, una restricción de los derechos de los accionistas.³² Lo mismo debe poder afirmarse respecto del objetivo de proteger a los inversores.

82. Como ya se ha explicado anteriormente, la aplicación de las normas de remuneración puede contribuir a establecer un equilibrio de intereses entre, por una parte, los incentivos económicos generados mediante el pago de dividendos y, por otra parte, los intereses a largo plazo del fondo y de sus inversores.³³ De este modo, la aplicación de estas normas responde objetivamente al objetivo de promover una gestión sólida de los riesgos y garantizar así la mayor protección posible de los inversores, así como la estabilidad de los mercados financieros en su conjunto.

83. Por último, las restricciones a los derechos de los accionistas previstas por las normas de remuneración tampoco pueden considerarse desproporcionadas, puesto que se trata siempre de una restricción temporal de ciertos derechos, como sucede en el caso de las modalidades de aplazamiento y los plazos de retención.

84. En estas circunstancias, el legislador sí que podía prever con razón que los derechos de los accionistas deban pasar a un segundo plano en situaciones en las que existe un riesgo de comprometer los objetivos de protección de los inversores y de estabilidad de los mercados financieros. Ese riesgo existe no solo en las situaciones directamente reguladas por las normas de remuneración, sino también en caso de que sean eludidas. Ello no constituye una violación del artículo 17, apartado 1, de la Carta ni, por tanto, de los principios enunciados en el considerando 28 de la Directiva 2011/61 y en el considerando 10 de la Directiva 2014/91.

VI. Conclusión

85. Habida cuenta de las consideraciones precedentes, propongo al Tribunal de Justicia responder de la siguiente forma a la cuestión prejudicial planteada por la Kúria (Tribunal Supremo, Hungría):

«El pago de dividendos a los empleados que son directivos de una sociedad de gestión de fondos y que al mismo tiempo, directa o indirectamente, son accionistas de dicha sociedad debe ajustarse a las disposiciones en materia de políticas de remuneración sólidas establecidas en el artículo 14 *ter* de la Directiva 2009/65/CE, así como en el artículo 13 y en el anexo II de la Directiva 2011/61/UE, si dicho pago, por sus efectos, puede conducir a que se eludan dichas disposiciones.

³¹ Sentencias de 20 de septiembre de 2016, Ledra Advertising y otros/Comisión y BCE (C-8/15 P a C-10/15 P, EU:C:2016:701), apartados 69 y 70, y de 16 de julio de 2020, Adusbef y Federconsumatori (C-686/18, EU:C:2020:567), apartado 85. En ese sentido, véase también el artículo 52, apartado 1, de la Carta.

³² Sentencias de 19 de julio de 2016, Kotnik y otros (C-526/14, EU:C:2016:570), apartados 66, 88 y 91; de 8 de noviembre de 2016, Dowling y otros (C-41/15, EU:C:2016:836), apartados 51 y 54, y de 16 de julio de 2020, Adusbef y Federconsumatori (C-686/18, EU:C:2020:567), apartado 86.

³³ Véanse, a este respecto, los puntos 63 y 64 de las presentes conclusiones.

Esto presupone que la extensión del derecho a percibir dividendos dependa de la revalorización de los fondos gestionados de tal modo que implique incentivar conductas de un modo similar a una remuneración variable o basada en los resultados y que, por lo tanto, la sociedad gestora de fondos intervenga únicamente como organismo pagador. En esa situación, existirá una elusión si la participación de la sociedad de gestión de fondos en los beneficios de los fondos gestionados fuera, a su vez, contraria a las normas de remuneración. Ese será el caso cuando las modalidades concretas de dicha participación favorezcan la asunción de riesgos excesivos. Lo mismo sucede cuando falten estructuras que permitan alcanzar un equilibrio razonable de los intereses de los incentivos creados y los intereses a más largo plazo de la sociedad de gestión, de los fondos que gestiona y de sus inversores. Corresponde al órgano jurisdiccional nacional verificarlo en el marco de una apreciación global de todas las circunstancias del caso.»