



# Oikeustapauskokoelma

JULKISASIAMIEHEN RATKAISUEHDOTUS

JULIANE KOKOTT

16 päivänä joulukuuta 2021<sup>1</sup>

**Asia C-352/20**

**HOLD Alapkezelő Befektetési Alapkezelő Zrt.**

**vastaan**

**Magyar Nemzeti Bank**

(Ennakkoratkaisupyyntö – Kúria [ylin tuomioistuin, Unkari])

Ennakkoratkaisupyyntö – Rahoitusmarkkinoiden sääntely – Sijoitusrahastot – Direktiivit 2009/65/EY ja 2011/61/EU – Pääoman hallinnointiyhtiöiden ja sijoitusyhtiöiden palkitsemisjärjestelmä – Moitteettoman palkka- ja palkkiopolitiikan periaatteet – Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen (ESMA) suuntaviivat 2013/232 ja 2016/575 – Osinkojen jakaminen sijoitusrahastoja hallinnoivan yhtiön johtavassa asemassa oleville työntekijöille, jotka ovat samanaikaisesti kyseisen yhtiön osakkeenomistajia – Kannustin liialliseen riskinottoon – Moitteetonta palkka- ja palkkiopolitiikkaa koskevien periaatteiden kiertäminen

## I Johdanto

1. Rahoitusmarkkinoiden vakaus ja eheys edellyttävät rahoituslaitoksilta ja sijoituspalveluyrityksiltä vankkaa riskienhallintaa. Tiettyjen rahoitusmarkkinatoimijoiden, kuten sijoitusneuvojen ja rahastojen hallinnoijien, liiallista riskinottoa voidaan unionin lainsäätäjän mukaan kuitenkin edistää epäasianmukaisilla palkka- ja palkkiokäytännöillä, koska niillä voidaan tältä osin luoda vääriä kannustimia.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Alkuperäinen kieli: saksa.

<sup>2</sup> Ks. perustavasti rahoituspalvelualan palkka- ja palkkiopolitiikasta 30.4.2009 annetun komission suosituksen 2009/384/ETY (EUVL 2009, L 120, s. 22), johon kyseiset säädökset (ks. jäljempänä alaviitteet 3 ja 4) perustuvat, johdanto-osan ensimmäisestä viidenteen perustelukappale. Empiirinen tutkimus vahvistaa tämän yhteyden, ks. esim. Bebchuk ja Fried, "Pay without performance", *Harvard University Press*, Cambridge, 2004 ja Kaplan, "Are U.S. CEOs Overpaid?", *Academy of Management Perspectives*, nide 22 (2008), s. 5–20.

2. Tästä syystä etenkin direktiiveissä 2009/65/EY<sup>3</sup> ja 2011/61/EU<sup>4</sup> säädetään, että jäsenvaltioiden on edellytettävä, että rahastoyhtiöt laativat sellaisen palkka- ja palkkiopolitiikan ja soveltavat sellaista palkka- ja palkkiopolitiikkaa, joka edistää moitteetonta ja tehokasta riskienhallintaa eikä kannusta riskinottoon, joka on ristiriidassa rahastoyhtiöiden hoitamien yhteissijoitusyritysten riskiprofiilien, sääntöjen tai perustamisasiakirjojen kanssa.

3. Pääasian oikeudenkäynnissä Magyar Nemzeti Bank (Unkarin keskuspankki, jäljempänä MNB) on rahoitusmarkkinoiden valvontaviranomaisen tehtävässään ryhtynyt toimiin sijoitusrahastojen hallinnointiyhtiötä vastaan, joka jakaa osinkoja johtoonsa kuuluville henkilöille, koska nämä omistavat suoraan tai välillisesti kyseisen yhtiön osakkeita. MNB:n näkemyksen mukaan nämä osinkojen maksut ovat osa palkka- ja palkkiopolitiikkaa, joka on omiaan haittaamaan moitteetonta riskienhallintaa. Koska rahastonhoitajilla on taloudellinen intressi saada mahdollisimman suuri määrä osinkoja, tämä voi houkuttaa heidät ottamaan sijoituspäätöksissään lyhyellä aikavälillä liian suuria riskejä, joilla voi pitkällä aikavälillä olla kielteisiä vaikutuksia hallinnoitavien rahastojen sijoittajille.

4. Ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin tiedustelee unionin tuomioistuimelta tätä taustaa vasten, voidaanko unionin oikeuteen sisältyviä vaatimuksia rahoituspalvelualalla sovellettaville palkka- ja palkkiopolitiikoille ylipäättään soveltaa tällaisessa tapauksessa, koska osingot eivät muodollisesti ole vastike suoritetusta palvelusta. Kuten jäljempänä osoittautuu, tämän takana piilee kysymys, milloin yhtiöoikeudellinen voitonjako-osuus sijoitusrahastojen hallinnointiyhtiössä voi johtaa siihen, että rahastonhoitaja voidaan saada ottaa samankaltaisia riskejä kuin maksettaessa tiettyjä palkkion muuttuvia osia.

## II Asiaa koskevat oikeussäännöt

5. Sijoitusrahastojen palkkoja ja palkkioita koskevat unionin oikeuden säännökset, jotka sisältyvät direktiiviin 2011/61 (joka koskee vaihtoehtoisia sijoitusrahastoja) ja direktiiviin 2009/65 (joka koskee ns. siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset)), pohjautuvat komission suositukseen 2009/384,<sup>5</sup> ja niitä konkretisoidaan muun kuin lainsäädännön tasolla Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen (jäljempänä ESMA) suuntaviivoissa.

<sup>3</sup> Ks. erityisesti siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta 13.7.2009 annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2009/65/EY (EUVL 2009, L 302, s. 32), sellaisena kuin se on muutettuna siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta annetun direktiivin 2009/65/EY muuttamisesta säilytystoimintojen, palkka- ja palkkiopolitiikan sekä seuraamusten osalta 23.7.2014 annetulla Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivillä 2014/91/EU (EUVL 2014, L 257, s. 186) (jäljempänä direktiivi 2009/65) 14 a ja 14 b artikla.

<sup>4</sup> Ks. erityisesti vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista ja direktiivin 2003/41/EY ja 2009/65/EY sekä asetuksen (EY) N:o 1060/2009 ja (EU) N:o 1095/2010 muuttamisesta 8.6.2011 annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2011/61/EU (EUVL 2011, L 174, s. 1) (jäljempänä direktiivi 2011/61) 13 artikla ja liite II.

<sup>5</sup> Ks. direktiivin 2011/61 johdanto-osan 26 perustelukappale ja direktiivin 2014/91 johdanto-osan viides perustelukappale.

## **1. Komission suositus 2009/384**

6. Komission suosituksen 2009/384 johdanto-osan ensimmäisestä viidenteen perustelukappaleeseen sisältyvät rahoituspalvelualalla maksettavia palkkoja ja palkkioita koskevan unionin politiikan keskeiset vaikuttimet:

- ”(1) Liiallinen riskinotto rahoituspalvelualalla ja varsinkin pankeissa ja sijoituspalveluyrityksissä on myötävaikuttanut rahoitusalan yritysten konkurssisiin ja systeemiin ongelmiin jäsenvaltioissa ja koko maailmassa. Ongelmat ovat levinneet muualle talouteen ja aiheuttaneet yhteiskunnalle suuria kustannuksia.
- (2) Vaikka rahoituspalvelualan epäasianmukaiset palkka- ja palkkiokäytännöt eivät olleetkaan vuosina 2007 ja 2008 puhjennun finanssikriisin keskeisin syy, vallitsee laaja yksimielisyys siitä, että ne johtivat liialliseen riskinottoon ja näin ollen myötävaikuttivat rahoitusalan suurten yritysten huomattaviin tappioihin.
- (3) Palkka- ja palkkiokäytännöt ovat suuressa osassa rahoituspalvelualaa olleet ristiriidassa tehokkaan ja moitteettoman riskinhallinnan kanssa. Suuntauksena on ollut palkkia käytännöillä nopeiden voittojen tavoittelua ja kannustaa henkilöstöä harjoittamaan liiallista riskitoimintaa, joka toisi nopeasti suuria tuloja mutta altistaisi rahoitusalan yritykset suuremmille potentiaalisille tappioille pidemmällä aikavälillä.

--

- (5) Jos itse palkka- ja palkkiojärjestelmään luotaisiin tarkoituksenmukaisia kannustimia, niiden pitäisi vähentää riskinhallintaan kohdistuvaa räsitusta ja lisätä todennäköisyyttä, että järjestelmät toimivat tehokkaasti. Sen vuoksi on tarpeen vahvistaa moitteetonta palkka- ja palkkiopolitiikkaa koskevat periaatteet.”

## **2. Direktiivi 2011/61**

7. Direktiivin 2011/61 1 artiklan mukaan direktiivillä vahvistetaan säännöt, jotka koskevat sellaisten vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajien toimilupia, toimintaa ja avoimuutta, jotka hoitavat ja/tai markkinoivat vaihtoehtoisia sijoitusrahastoja unionissa. Saman direktiivin 4 artiklan 1 kohdan b alakohdan mukaan vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajilla tarkoitetaan oikeushenkilöitä, joiden säännöllistä liiketoimintaa on vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoito.

8. Direktiivin 2011/61 johdanto-osan 24 perustelukappaleen sanamuoto on seuraava:

”Sen estämiseksi, että huonosti suunnitellut palkka- ja palkkiorakenteet vaikuttavat haitallisesti moitteettomaan riskienhallintaan ja yksittäisten henkilöiden riskinoton valvontaan, vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajille olisi asetettava nimenomainen velvoite laatia sellaisia henkilöstöryhmiä varten, joiden ammatillisella toiminnalla on olennainen vaikutus niiden hoitamien vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen riskiprofiileihin, palkka- ja palkkiopolitiikka ja -käytännöt, jotka ovat sopusoinnussa moitteettoman ja tehokkaan riskienhallinnan kanssa, sekä pitää näitä yllä. Ainakin ylimmän johdon, riskinottoa edellyttävissä tehtävissä toimivien, valvontatehtävissä toimivien – – työntekijöiden – – olisi kuuluttava näihin henkilöstöryhmiin.”

9. Direktiivin 2011/61 4 artiklan 1 kohdan d alakohdassa määritellään voitonjako-osuuden käsite seuraavasti:

”voitonjako-osuudella’ tarkoitetaan sellaista osuutta vaihtoehtoisen sijoitusrahaston tuotosta, joka on kertynyt vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajalle korvauksena rahaston hoidosta, lukuun ottamatta mitään sellaista osuutta rahaston tuotoista, joka on kertynyt hoitajalle tuottona hoitajan rahastoon tekemistä sijoituksista”.

10. Direktiivin 2011/61 13 artiklan 1 kohdan toisen alakohdan mukaan vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajien on määritettävä palkka- ja palkkiopolitiikka ja -käytännöt liitteen II mukaisesti.

11. Direktiivin 2011/61 liitteessä II säädetään seuraavaa:

”1. Vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajien on ottaessaan käyttöön ja soveltaessaan kokonaispalkkaa ja -palkkioita, mukaan luettuina palkka ja harkinnanvaraiset eläke-etuudet, koskevaa politiikkaa niitä henkilöstöryhmiä varten – – noudatettava seuraavia periaatteita tavalla, joka on asianmukainen niiden kokoon, sisäiseen organisaatioon sekä niiden toiminnan luonteeseen, laajuuteen ja monitahoisuuteen nähden:

--

h) Tuloksen arviointi toteutetaan osana vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajan hoitamien vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen elinkaaren mukaista monivuotista kehystä, jotta arviointi perustuisi pidemmän aikavälin tulokseen ja jotta palkan ja palkkioiden tulosperusteisen osan suoritus jakautuisi sellaiselle ajanjaksolle, että voidaan ottaa huomioon sen hoitamien rahastojen lunastuspolitiikka ja niiden sijoitusriskit.

--

j) Palkan ja palkkioiden kiinteät ja muuttuvat osat tasapainotetaan asianmukaisesti ja riittävän suuri osuus kokonaispalkasta ja -palkkioista säilytetään kiinteänä, jotta pystytään noudattamaan täysin joustavaa muuttuvien palkkio-osien politiikkaa, jonka mukaisesti muuttuva palkkio-osa saatetaan myös jättää maksamatta.

--

m) Vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen oikeudellisen muodon sekä sen sääntöjen tai perustamisasiakirjojen mukaan merkittävä osa ja joka tapauksessa vähintään 50 prosenttia kaikista muuttuvista palkkio-osista maksetaan asianomaisen rahaston osuuksina tai osakkeina tai vastaavina omistusosuuksina tai osakkeisiin liittyvinä välineinä tai vastaavina muina kuin käteisvälineinä, paitsi jos vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoito muodostaa vain alle 50 prosenttia hoitajan hoitamasta kokonaissalkusta, jolloin 50 prosentin vähimmäisrajaa ei sovelleta.

Tässä alakohdassa tarkoitettuihin välineisiin sovelletaan asianmukaista yhtiöön jätettävää voittoa koskevaa politiikkaa, jonka tarkoituksena on saada kannustimet vastaamaan vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajan ja sen hoitamien vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen sekä niiden sijoittajien etuja. – – Tätä kohtaa sovelletaan sekä n alakohdan mukaisesti lykättyyn muuttuvan palkkio-osan osuuteen että lykkäämättömän muuttuvan palkkio-osan osuuteen.

- n) Merkittävä osa eli vähintään 40 prosenttia muuttuvan palkkio-osan maksamisesta lykätään ajanjaksolle, joka on asianmukainen kyseisen vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen elinkaareen ja lunastuspolitiikkaan nähden, ja se mukautetaan kyseisen rahaston riskien luonteeseen.

Tässä alakohdassa tarkoitettuna ajanjakson olisi oltava vähintään kolmesta viiteen vuotta, paitsi jos kyseisen rahaston elinkaari on lyhyempi; maksamista koskevien lykkäämisjärjestelyjen mukaisesti maksettavan palkan ja palkkioiden käyttöoikeus syntyy maksujen suhteessa; jos muuttuva palkkio-osa on erityisen suuri, määrästä jaksotetaan vähintään 60 prosenttia.

- o) Muuttuva palkkio-osa, johon sisältyy osuus, jonka maksamista on lykätty, maksetaan tai oikeus siihen syntyy ainoastaan, jos se on kestävä vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajan taloudellisen kokonaistilanteen huomioon ottaen ja perusteltua liiketoimintayksikön, vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen ja kyseisen yksilön tuloksen huomioon ottaen.

Muuttuvan palkkio-osan kokonaismäärä pienenee huomattavasti, jos vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajan tai vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen taloudellinen tulos heikkenee tai on tappiollinen, kun otetaan huomioon sekä nykyiset korvaukset että vähennykset aiemmin ansaittujen määrien suorituksissa, mukaan luettuina malus- tai takaisinperintäjärjestelyissä;

--

- r) Muuttuvaa palkkio-osaa ei makseta sellaisten välineiden tai menetelmien kautta, joiden avulla voidaan välttää tämän direktiivin vaatimukset.

2. Edellä 1 kohdassa esitettyjä periaatteita sovelletaan kaikentyyppisiin vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajan maksamiin palkkioihin ja palkkioihin, vaihtoehtoisen sijoitusrahaston itse suoraan maksamiin määriin, voitonjako-osuudet mukaan luettuina, ja vaihtoehtoisen sijoitusrahaston osuuksien tai osakkeiden siirtoihin, jotka tehdään sellaisten henkilöstöryhmien etuuksiin, – – joiden ammatillisella toiminnalla on olennainen vaikutus sen riskiprofiiliin tai sen hoitamien rahastojen riskiprofiileihin.

--”

### **3. Direktiivi 2009/65**

12. Direktiivin 2009/65, sellaisena kuin se on muutettuna direktiivillä 2014/91,<sup>6</sup> 14 a ja 14 b artiklaan sisältyy säännöksiä palkka- ja palkkiopolitiikasta, joka yhteissijoitusyritysten rahastoyhtiöiden on laadittava tietyille henkilöstöryhmille, joiden ammatillisella toiminnalla on olennainen vaikutus niiden hoitamien yhteissijoitusyritysten riskiprofiileihin. Nämä säännökset vastaavat sisällöllisesti olennaisin osin direktiivin 2011/61 liitteessä II olevan 1 kohdan säännöksiä.

### **4. ESMA:n suuntaviivat**

13. Direktiivin 2011/61 13 artiklan 2 kohdan ja direktiivin 2009/65 14 a artiklan 4 kohdan mukaan ESMA laatii suuntaviivat perustellun palkka- ja palkkiopolitiikan periaatteiden soveltamiseksi. Yhteissijoitusyritysten rahastoyhtiöiden palkka- ja palkkiopolitiikkaa käsitellään suuntaviivoissa 2016/575 ja vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia suuntaviivoissa 2013/232 (jäljempänä myös

<sup>6</sup> Ks. tämän ratkaisuehdotuksen alaviite 3.

suuntaviivat). Kuten direktiivin 2014/91 johdanto-osan yhdeksännessä perustelukappaleessa edellytetään, nämä suuntaviivat vastaavat toisiaan monen käsiteltävän asian kannalta merkityksellisen seikan osalta.

14. Suuntaviivojen 2013/232 10 kohdassa, joka vastaa olennaisin osin suuntaviivojen 2016/575 11 kohtaa, todetaan seuraavaa:

”Suuntaviivoissa ja AIFM-direktiivin liitteessä II palkkojen ja palkkioiden katsotaan koostuvan seuraavista:

- (i) kaikenlaiset vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajan maksamat maksut tai etuudet,
- (ii) kaikki vaihtoehtoisen sijoitusrahaston itse maksamat määrät, voitonjako-osuudet mukaan luettuina, ja
- (iii) kaikki vaihtoehtoisen sijoitusrahaston osuuksien tai osakkeiden siirrot,

jotka tehdään korvauksena vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajan määritellyn henkilöstön ammatillisista palveluista.

Tämän kohdan ii alakohdan osalta maksuja, jotka vaihtoehtoiset sijoitusrahastot maksavat rahastojen hoitajien asianmukaisten henkilöstöryhmien suorittamien ammatillisten palvelujen johdosta suoraan hoitajille – lukuun ottamatta kustannusten tai kulujen takaisinmaksuja – ja jotka voisivat muuten johtaa palkkoja ja palkkioita koskevien merkityksellisten sääntöjen kiertämiseen, tulisi pitää suuntaviivoissa ja AIMF-direktiivin liitteessä II tarkoitettuina palkkoina ja palkkioina.”

15. Suuntaviivojen 2013/232 15 kohdassa, joka vastaa suuntaviivojen 2016/575 14 kohtaa, todetaan seuraavaa:

”Vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajien tulisi varmistaa, ettei muuttuvaa palkkio-osaa makseta sellaisten välineiden tai menetelmien kautta, joilla on tarkoitus keinotekoisesti välttää AIMF-direktiivin säännökset ja suuntaviivojen määräykset.– – Tältä osin riskit saattavat olla keskimääräistä suurempia muun muassa seuraavissa olosuhteissa ja tilanteissa: muuttuvien palkkio-osien osittainen muuntaminen etuudeksi, joilla ei tavallisesti ole kannustinvaikutusta riskipositivien kannalta;– – sellaisten rakenteiden tai menetelmien luominen, joissa palkat tai palkkiot maksetaan osinkoina tai vastaavina maksuina (esim. tulospalkkioiden epäasianmukainen käyttö) ja muita kuin rahallisia etuuksia myönnetään tulokseen sidottuina kannustimina.”

16. Suuntaviivojen 2013/232 16 kohdassa todetaan seuraavaa:

”Niin kutsutut voitonjako-osuuden välineet ovat tyypillisesti kommandiittiyhtiöitä (tai muunlaisia yhtiöitä), jotka ovat itse äänettäviä yhtiömiehiä vaihtoehtoisessa sijoitusrahastossa yhdessä sijoittajina olevien kolmansien osapuolien kanssa ja joiden kautta vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen ylimmät johtajat joko hallinnoivat keskenään oikeuksia voitonjako-osuuksiin kohtuullista pääomasijoitusta vastaan tai tekevät enemmän kuin nimellisiä pääomasijoituksia – toisin sanoen yhteissijoituksia – liiketoimiin vaihtoehtoisen sijoitusrahaston kanssa. Jos vaihtoehtoisen sijoitusrahaston asianomaisille henkilöstön jäsenille tällaisten voitonjako-osuuden välineiden kautta suorittamat maksut määritellään voitonjako-osuuksiksi, niihin tulisi soveltaa

näiden suuntaviivojen palkkoja ja palkkioita koskevia määräyksiä, mutta jos ne edustavat suhteellista tuottoa henkilöstön jäsenten (voitonjako-osuuden välineen kautta) tekemistä sijoituksista vaihtoehtoiseen sijoitusrahastoon, niihin ei tulisi soveltaa näitä määräyksiä.”

17. Suuntaviivojen 2013/232 17 kohdan, joka vastaa suuntaviivojen 2016/575 15 kohtaa, sanamuoto on seuraava:

”Myös kumppanuuksiin ja sen kaltaisiin rakenteisiin on syytä kiinnittää huomiota. Osingot tai vastaavat voitonjaot, joita kumppanit saavat vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajien omistajina, eivät kuulu näiden suuntaviivojen soveltamisalaan, ellei tällaisten osinkojen maksun aineellinen tulos johda asiaa koskevien palkka- ja palkkiosääntöjen kiertämiseen, kun pelkkä aikomus kiertää näitä sääntöjä ei ole tässä yhteydessä merkityksellinen.”

18. Suuntaviivojen 2013/232 94 kohdassa, joka vastaa suuntaviivojen 2016/575 96 kohtaa, todetaan seuraavaa:

”Täysin joustava muuttuvan palkitsemisen politiikka tarkoittaa paitsi sitä, että muuttuva palkkio-osa vähenee huonon tuloksen johdosta, myös sitä, että se voi joissakin tapauksissa laskea nollaan. Käytännössä se myös edellyttää, että palkan tai palkkion kiinteän osan tulisi olla riittävän suuri korvaamaan ammatilliset palvelut koulutuksen, työvuosien, asiantuntemuksen ja vaadittujen taitojen, velvoitteiden ja työkokemuksen sekä toimialan ja alueen mukaisesti. Riskien sovittamisen peruseräiteiden tulisi välillisesti vaikuttaa yksilöllisiin kiinteisiin palkkoihin ja palkkioihin.”

19. Suuntaviivojen 2013/232 132 ja 133 kohta vastaavat olennaisin osin suuntaviivojen 2016/575 134 ja 135 kohtaa, ja niissä todetaan seuraavaa:

”132. Henkilöstön palkkioina tulisi käyttää välineitä vain, jos se ei vääristä etuja tai kannusta riskinottoon asianomaisten rahastojen riskiprofiilien, sääntöjen tai perustamisasiakirjojen vastaisesti.– –

133. Sellaisten vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajien, jotka hoitavat useita rahastoja, tulisi *määritellyn henkilöstön* etujen mukauttamiseksi asianomaisten rahastojen etuihin – aina kun rahastojen hoitajan organisaatio ja hoidettavien rahastojen oikeudellinen muoto sen sallii – antaa *määritellylle henkilöstölle* välineitä, jotka liittyvät pääasiallisesti niihin rahastoihin, joiden asioita ne hoitavat, kunhan näiden välineiden hallussapito ei keskity liian paljon siten, että se helpottaisi *määritellyn henkilöstön* liiallista riskinottoa.– –”

20. Suuntaviivojen 2013/232 139 ja 141 kohta vastaavat olennaisin osin suuntaviivojen 2016/575 141 ja 143 kohtaa, ja niissä todetaan seuraavaa:

”139. Etukäteen maksettavien välineiden kohdalla säilytysajat ovat ainoa mekanismi, jolla voidaan korostaa eroa etukäteen maksettavan käteisen ja etukäteen myönnettävien välineiden välillä, kun halutaan sovittaa kannustimet yhteen vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajan ja sen hoitamien rahastojen ja niiden sijoittajien pitkän aikavälin etujen kanssa.

141. Säilytysajan vähimmäiskeston on riitettävä kannustimien sovittamiseen yhteen rahastojen hoitajan, sen hoitamien rahastojen ja niiden sijoittajien pitkän aikavälin etujen kanssa. Erilaiset tekijät voivat vaikuttaa siihen, tulisiko ajan olla pidempi tai lyhyempi. Pidempiä säilytysaikoja tulisi soveltaa henkilöstöön, jolla on olennaisin vaikutus vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajan ja sen hoitamien rahastojen riskiprofiiliin.”

### III Tosiseikat ja pääasian oikeudenkäynti

21. Pääasian kantaja on yhtiö, joka hallinnoi erilaisia vaihtoehtoisia sijoitusrahastoja ja yhteissijoitusyrityksiä (jäljempänä rahastoyhtiö).

22. Se on kehittänyt vuodesta 2014 lähtien palkka- ja palkkiopolitiikkaa, johon kuuluu kiinteitä ja muuttuvia palkkio-osia ja jota sovelletaan tiettyihin työntekijäryhmiin. Näihin työntekijöihin kuuluu neljä henkilöä, jotka kaikki työskentelevät yhtiön ylimmässä johdossa.

23. Sen lisäksi, että kyseiset työntekijät ovat työsuhteessa rahastoyhtiöön, he ovat sekä suoraan että välillisesti osakkaina kyseisessä yhtiössä. Konkreettisesti osalla näistä työntekijöistä on yhtäältä rahastoyhtiön osinkoon oikeuttavia etuoikeutettuja osakkeita. Toisaalta osa heistä on ainoana omistajana suljetuissa yhden henkilön osakeyhtiöissä, jotka puolestaan omistavat rahastoyhtiön osinkoon oikeuttavia etuoikeutettuja osakkeita. Kyseisten työntekijöiden tai heidän omistamiensa osakeyhtiöiden (välilliset) osuudet rahastoyhtiön osakepääomasta ovat 2 prosenttia (kahden työntekijän tapauksessa) sekä 4, 5, 12 ja 25,1 prosenttia.

24. Rahastoyhtiö maksoi osan tilivuosien 2015–2018 voitosta vuosittain kertasuorituksena osinkona kyseisille työntekijöille tai edellä mainituille yhden henkilön osakeyhtiöille. Vuonna 2016 näille osakkeenomistajille maksettujen osinkojen kokonaismäärä oli noin 661 miljoonaa Unkarin forinttia (HUF) ja vuonna 2017 noin 110 miljoonaa HUF. Kyseisille työntekijöille palkkoina ja palkkioina maksetut määrät olivat vuonna 2016 yhteensä noin 17 miljoonaa HUF ja vuonna 2017 noin 10 miljoonaa HUF.

25. MNB kehotti 11.4.2019 tekemässään päätöksessä rahastoyhtiötä 90 päivän kuluessa mukauttamaan palkka- ja palkkiopolitiikkaansa valvontaa koskevan lainsäädännön vaatimuksiin. Lisäksi se määräsi rahastoyhtiölle sakon rahoituspalvelualan palkka- ja palkkiopolitiikkaa koskevien kansallisten säännösten, joilla pannaan täytäntöön direktiivien 2009/65 ja 2011/61 asiaa koskevat säännökset, rikkomisesta.

26. MNB:n mukaan osinkomaksuilla kyseisille työntekijöille luodaan niiden luonteen vuoksi kannustin hankkia rahastoyhtiölle erityisen suuria ja nopeita voittoja. Ne voivat siten houkuttaa näitä työntekijöitä ottamaan sijoituspäätöksiä tehtäessä riskejä, jotka ovat ristiriidassa hoidettavan rahaston riskiprofiilin kanssa ja voivat vaikuttaa pitkällä aikavälillä kielteisesti näiden rahastojen sijoittajiin. Näin kierretään tulosperusteisten palkan ja palkkion osien lykkäämistä koskevia säännöksiä.

27. Kyseisestä päätöksestä nostamassaan kanteessa rahastoyhtiö katsoi, ettei osinkomaksuissa ole kyse direktiivin 2011/61 13 artiklassa ja liitteessä II tai direktiivin 2009/65 14 a ja 14 b artiklassa tarkoitetuista palkoista tai palkkioista. Kyseiset työntekijät eivät nimittäin saa näitä maksuja vastikkeena palveluistaan vaan sen vuoksi, että he ovat osakkaina asettaneet pääomaa yhtiön käyttöön. Tältä osin on osakkaiden yhdenvertaisen kohtelun periaatteen vastaista soveltaa kyseisten työntekijöiden saamiin osinkoihin palkka- ja palkkiopolitiikkaa koskevia säännöksiä. Rahastoyhtiön mukaan ei joka tapauksessa ole nähtävissä, miksi osingoilla luotaisiin kannustin hankkia nopeita voittoja. Kyseisillä työntekijöillä on rahastoyhtiön enemmistöosakkaina päinvastoin intressi siihen, että kyseinen yhtiö saa pitkällä aikavälillä mahdollisimman hyviä tuloksia.



28. Ensimmäisen oikeusasteen tuomioistuin hylkäsi nämä väitteet. Se etenkin yhtyi MNB:n näkemykseen siitä, että osinkomaksuilla kierretään muuttuvien palkkio-osien lykkäämistä koskevia säännöksiä, koska palkoiksi ja palkkioiksi merkittyjen maksujen kokonaismäärän ja osinkomaksujen välillä on suuri epäsuhta.

#### **IV Ennakkoratkaisukysymys ja menettely unionin tuomioistuimessa**

29. Rahastoyhtiön ensimmäisen oikeusasteen tuomioistuimen ratkaisusta tekemä valitus on vireillä ennakkoratkaisua pyytäneessä tuomioistuimessa, Kúriassa (ylin tuomioistuin, Unkari). Se päätti lykätä asian käsittelyä ja esittää unionin tuomioistuimelle SEUT 267 artiklan nojalla seuraavan ennakkoratkaisukysymyksen:

”Kuuluuko sijoitusrahastojen hoitajien palkka- ja palkkiopolitiikan soveltamisalaan [relevanteille johtajille]

- a) suoraan, sijoitusrahastojen hoitajan osinkoon oikeuttavien etuoikeutettujen osakkeiden omistajan ominaisuudessa tai
- b) [relevanttien johtajien] omistuksessa oleville yhden henkilön osakeyhtiöille osinkoon oikeuttavien etuoikeutettujen osakkeiden perusteella

maksettu osinko?”

30. Kirjallisia huomautuksia tästä ennakkoratkaisukysymyksestä esittivät pääasian kantaja, MNB, Puolan hallitus, Unkarin hallitus ja Euroopan komissio. Euroopan unionin tuomioistuimen perussäännön 24 artiklan toisen kohdan mukaisesta unionin tuomioistuimen kehotuksesta ESMA esitti kirjallisen selvityksen 28.10.2021 pidetyn istunnon valmistelemiseksi. Istuntoon osallistuneilla eli pääasian kantajalla, MNB:llä, Unkarin hallituksella ja komissiolla oli tässä yhteydessä tilaisuus ottaa kantaa tähän selvitykseen.

#### **V Oikeudellinen arviointi**

31. Ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin pyrkii ennakkoratkaisukysymyksellään selvittämään, onko ja jos, niin missä olosuhteissa, osinkojen maksamisen rahastoyhtiön johtoon kuuluville työntekijöille, jotka samanaikaisesti ovat suoraan tai välillisesti osakkaina kyseisessä yhtiössä, täytettävä rahastojen hoitajien moitteettomalle palkka- ja palkkiopolitiikalle asetetut vaatimukset, sellaisina kuin niistä säädetään etenkin direktiiveissä 2009/65 ja 2011/61.

32. Käsiteltävässä asiassa MNB on nimittäin valvontaviranomaisen tehtävässään kehottanut kantajana olevaa rahastoyhtiötä mukauttamaan palkka- ja palkkiopolitiikkaansa tällaisten maksujen osalta näihin vaatimuksiin ja määrännyt sille sakon säännösten väitetystä rikkomisesta.

33. Direktiivin 2011/61 (joka koskee vaihtoehtoisia sijoitusrahastoja) 13 artiklan 1 kohdan ja direktiivin 2009/65 (joka koskee yhteissijoitusyrityksiä) 14 a artiklan 1 kohdan mukaan sijoitusrahastojen tai niitä hallinnoivien yhtiöiden on laadittava tietyille henkilöstöryhmille,

etenkin ylimmälle johdolle,<sup>7</sup> palkka- ja palkkiopolitiikka, joka on sopusoinnussa moitteettoman ja tehokkaan riskienhallinnan kanssa ja edistää sitä, ja sovellettava sitä. Tämä edellyttää, että palkka- ja palkkiopolitiikka ei kannusta riskinottoon, joka on ristiriidassa niiden hoitamien rahastojen riskiprofiilien tai rahastojen sääntöjen tai perustamisasiakirjojen kanssa, eikä estä rahastoyhtiötä toimimasta rahaston edun mukaisesti.

34. Kyseisillä säännöksillä on kahdenlaisia tavoitteita.<sup>8</sup> Yhtäältä niillä pyritään takaamaan rahoitusmarkkinoiden vakaus, sillä liian suurten riskien ottaminen voi johtaa sijoituskuplien muodostumiseen tai hyvin riskialttiiden arvopaperien ”väärinarvostukseen”. Toisaalta niillä pyritään suojelemaan sijoittajien etua, joka voi olla ristiriidassa rahastonhoitajien edun kanssa sekä riskin että sijoituspäätösten kestävyuden näkökulmasta: tämä uhka voi syntyä siitä, että rahastonhoitajilla on epäasianmukaisen, tulosperusteisen palkka- ja palkkiopolitiikan perusteella oma intressi hallinnoimiensa rahastojen lyhyen aikavälin arvonnousuun.

35. Direktiivin 2011/61 liitteeseen II ja direktiivin 2009/65 14 b artiklaan sisältyy useita periaatteita ja konkreettisia edellytyksiä, jotka palkka- ja palkkiopolitiikan on täytettävä. Niihin kuuluu muun muassa säännöksiä, jotka koskevat palkan ja palkkioiden kiinteiden ja tulosperusteisten osien suhdetta (ks. j alakohta), ja säännöksiä, jotka koskevat tulosperusteiden osien lykkäämistä ja aineellisia edellytyksiä niiden maksamiselle (ks. h, n ja o alakohta).

36. Ennakkoratkaisua pyytäneen tuomioistuimen näkökulmasta näitä säännöksiä ei kuitenkaan voida soveltaa pääasiassa, koska osinkoja ei makseta kyseisille työntekijöille ainakaan muodollisesti vastikkeena työsopimuksen mukaisista palveluista. Ne pikemminkin maksetaan heille sen vuoksi, että he ovat rahastoyhtiön (etuoikeutettuja) osakkaita. Tästä syystä nämä maksut eivät ennakkoratkaisua pyytäneen tuomioistuimen mukaan voi alun alkaenkaan kuulua mainituissa säännöksissä tarkoitettun palkan tai palkkion käsitteeseen.

### ***A Direktiiveissä 2009/65 ja 2011/61 tarkoitettu palkan ja palkkion käsite***

37. Palkan ja palkkion oikeudellista käsitettä ei määritellä direktiiveissä 2009/65 ja 2011/61 eikä komission suosituksessa 2009/384, jossa vahvistettuihin periaatteisiin nämä direktiivit pohjautuvat.<sup>9</sup> Niistä ilmenee ainoastaan, että palkkojen ja lisäeläke-etuuksien kiinteiden ja muuttuvien osien on kuuluttava palkka- ja palkkiopolitiikan ja -käytäntöjen piiriin.<sup>10</sup>

38. Direktiivien pohjalta annetuissa ESMA:n suuntaviivoissa<sup>11</sup> täsmennetään palkan ja palkkion käsitettä siten, että ensinnäkin palkkojen ja palkkioiden katsotaan koostuvan kaikenlaisista rahastoyhtiön tai vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajan maksamista maksuista tai etuuksista. Toiseksi kyseiseen käsitteeseen kuuluvat kaikki yhteissijoitusyrityksen tai vaihtoehtoisen sijoitusrahaston itse maksamat määrät, tuloperusteiset palkkiot, jotka suoritetaan suoraan tai välillisesti määritellylle henkilöstölle, ja voitonjako-osuudet mukaan luettuina.<sup>12</sup> Kolmanneksi tähän käsitteeseen kuuluvat kaikki yhteissijoitusyrityksen tai vaihtoehtoisen

<sup>7</sup> Ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin ei kyseenalaista sitä, että pääasian oikeudenkäynnissä kyseessä olevat työntekijät kuuluvat direktiivien 2009/65 ja 2011/61 palkka- ja palkkiosäännösten henkilölliseen soveltamisalaan, mitä pidän myös itse kiistattomana. Siksi tässä ratkaisuehdotuksessa tutkitaan ainoastaan moitteetonta palkka- ja palkkiopolitiikkaa koskevien säännösten aineellista soveltamisalaa.

<sup>8</sup> Ks. direktiivin 2011/61 johdanto-osan ensimmäinen, toinen ja kolmas perustelukappale sekä 45 artiklan 8 kohta.

<sup>9</sup> Ks. direktiivin 2011/61 johdanto-osan 26 perustelukappale ja direktiivin 2014/91 johdanto-osan viides perustelukappale.

<sup>10</sup> Ks. esim. direktiivin 2009/65 14 a artiklan 2 kohta ja direktiivin 2011/61 liitteessä II oleva 1 kohta.

<sup>11</sup> Ks. tämän ratkaisuehdotuksen 13 kohta.

<sup>12</sup> Ks. direktiivin 2011/61 4 artiklan 1 kohdan d alakohtaan sisältyvä oikeudellinen määritelmä.

sijoitusrahaston osuuksien tai osakkeiden siirrot. Kyseisten suuntaviivojen mukaan kaikille edellä mainituille palkan tai palkkion osille on yhteistä se, että ne tehdään korvauksena vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajan tai yhteissijoitusyrityksen rahastoyhtiön määritellyn henkilöstön ammatillisista palveluista.<sup>13</sup>

39. Tätä taustaa vasten monet seikat vaikuttavat tosiasiallisesti tukevan sitä, että käsiteltävässä asiassa riidanalaisten kaltaisten osinkomaksujen ei voida katsoa kuuluvan palkan ja palkkion käsitteeseen.

40. Suuntaviivojen 2013/232 17 kohdasta tai suuntaviivojen 2016/575 15 kohdasta kuitenkin ilmenee tältä osin, että osingot tai vastaavat voitonjaot, joita kumppanit saavat vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajien omistajina, eivät kuulu näiden suuntaviivojen soveltamisalaan, ”ellei tällaisten osinkojen maksun aineellinen tulos johda asiaa koskevien palkka- ja palkkiosääntöjen kiertämiseen”. Suuntaviivojen 2013/232 15 kohdassa vahvistetaan, että osinkomaksut voivat olla keino kiertää asianmukaista palkka- ja palkkiopolitiikkaa ja johtaa tulospalkkioiden epäasianmukaiseen käyttöön. Vastaavasti myös direktiivin 2009/65 14 b artiklan 1 kohdan r alakohdassa säädetään, että palkan ja palkkioiden muuttuvaa osaa ei saa maksaa sellaisten välineiden tai menetelmien kautta, joiden avulla voidaan välttää tässä direktiivissä säädetty vaatimukset.

41. Suuntaviivoissa siis ilmaistaan, että palkkaa ja palkkioita koskevien säännösten sovellettavuuden kannalta merkityksellisiä ovat ainoastaan odotettavissa olevan maksun vaikutukset eivätkä niiden nimitykset. Näin on pakkokin olla, kun otetaan huomioon näiden säännösten tarkoitus. Komission suosituksen 2009/384 johdanto-osan ensimmäisestä viidenteen perustelukappaleen mukaan palkka- ja palkkiopolitiikan laatimisessa on kyse käyttäytymisen ohjaamisesta.<sup>14</sup> Näin ollen kaikkien rakenteiden, jotka voivat luoda mahdollisesti haitallisia ja siten epäasianmukaisia taloudellisia kannustimia, on oltava sellaisia, että ne täyttävät moitteettoman riskinhallinnan vaatimukset.

42. Pääasian ratkaisemisen kannalta ei siten ole ratkaisevaa, onko osinkomaksua pidettävä näissä direktiiveissä tarkoitettuna ”palkkana ja palkkioina”. Käsiteltävän asian kohteena on nimittäin sen MNB:n päätöksen laillisuus, jolla se on kehottanut kantajana olevaa rahastoyhtiötä mukauttamaan palkka- ja palkkiopolitiikkaansa osinkomaksujen osalta kansallisiin säännöksiin, joilla pannaan täytäntöön direktiivit 2009/65 ja 2011/61. Näitä säännöksiä on kuitenkin viime kädessä noudatettava myös siinä tapauksessa, että (etuoikeutettuja) osakkeita koskevaa osinkomaksua kyseisen sijoitusrahaston rahastoyhtiön ylimmälle johdolle on pidettävä palkkaa ja palkkioita koskevien säännösten kiertämisenä.

### ***B Palkkoja ja palkkioita koskevien säännösten kiertäminen***

43. Lähtökohtana sen arvioimiselle, milloin kyseessä on palkkoja ja palkkioita koskevien säännösten kiertäminen, on jälleen oltava näiden säännösten tarkoitus, sellaisina kuin niitä tarkasteltiin etenkin jo tämän ratkaisuehdotuksen 33 ja 34 sekä 41 kohdassa.

<sup>13</sup> Ks. suuntaviivojen 2016/575 11 kohta ja suuntaviivojen 2013/232 10 kohta.

<sup>14</sup> Ks. jo tämän ratkaisuehdotuksen 1 kohta ja alaviite 2. Ks. myös direktiivin 2014/91 johdanto-osan toinen perustelukappale, jonka mukaan tällaisilla palkka- ja palkkiorakenteilla on tarkoitus mahdollistaa ”yksittäisten henkilöiden riskinoton valvonta”.

44. Näiden säännösten kiertämisestä on siten katsottava olevan kyse, kun maksujen, joita ei muodollisesti suoriteta ”palkkoina tai palkkioina”, konkreettinen muoto voi luoda kyseisille työntekijöille samalla tavalla kannustimen tehdä rahastojen hoidossa päätöksiä, jotka ovat ristiriidassa riskiprofiilien, sääntöjen tai perustamisasiakirjojen kanssa tai jotka voivat houkuttaa heidät toimimaan näiden rahastojen tai niiden sijoittajien etujen vastaisesti. Tällainen kannustin olisi ristiriidassa palkkoja ja palkkioita koskevien säännösten kanssa, eikä sitä saa siksi luoda myöskään kiertoteitse muiden maksujen avulla.

45. Sitä, onko asia näin, voidaan arvioida ainoastaan konkreettisen yksittäistapauksen perusteella, mikä on ennakkoratkaisua pyytäneen tuomioistuimen tehtävä. Jotta ennakkoratkaisua pyytäneelle tuomioistuimelle voidaan antaa hyödyllinen vastaus siinä käsiteltävän riita-asian ratkaisemiseksi, on kuitenkin paikallaan tarkastella edellytyksiä, joita sen on tutkittava tässä arvioinnissa.<sup>15</sup>

46. MNB:n mukaan käsiteltävässä asiassa on olemassa vaara palkkoja ja palkkioita koskevien säännösten kiertämisestä, koska kyseisillä työntekijöillä rahastoyhtiön (välillisinä) osakkaina on taloudellinen intressi siihen, että nämä tuottavat lyhyellä aikavälillä mahdollisimman suuria voittoja, joista osa sitten jaetaan heille etuoikeutettuina osinkoina. Tästä syystä he ovat taipuvaisia ottamaan kyseisen yhtiön hoitamia rahastoja koskevissa sijoituspäätöksissä erityisen korkeita riskejä ja tavoittelemaan nopeita voittoja.

47. Kyseisten työntekijöiden hallussa (välillisesti) olevat osakkuudet johtavat kuitenkin aluksi ainoastaan siihen, että heillä on taloudellinen intressi *rahastoyhtiön* mahdollisimman suuriin voittoihin. Nämä voitot nimittäin määrittävät odotettavissa olevan osinkojen jaon laajuuden.

48. Rahastoyhtiön suuria voittoja ei tosin voida yksinkertaisesti rinnastaa *hoidettaviin sijoitusrahastoihin* tehtävien sijoitusten tuottamiin voittoihin. Sen mukaan, mikä on yksittäisten rahastojen organisaatiomuoto ja toimintatapa, tässä yhteydessä mahdollisia ovat pikemminkin hyvin erilaiset tilanteet. Usein onkin niin, että sijoitusrahasto on organisoitu erillisvarallisuudeksi, joka on kyseisen rahastojen sijoittajien yhteisomistuksessa osuuksien mukaan ja joka on erotettu täysin rahastoyhtiön omista varoista. Tyypillisesti osa erityisen sijoitusrahaston tuotoista tosin siirretään jollain tavalla rahastoyhtiön omiin varoihin, ja se vaikuttaa siten rahastoyhtiön jakamien osinkojen määrään. Kulloistenkin sijoitusehtojen ja organisaatiomuodon mukaan rahastoyhtiölle voidaan kuitenkin siirtää myös ainoastaan kiinteitä määriä kattamaan henkilöstö- ja hallinnointikuluja, jotka eivät määräydy rahaston arvonkehityksen perusteella ja jotka on katettava siitä riippumatta.

49. Myös MNB esittikin istunnossa, että voi olla tapauksia, joilla osinko-oikeudella ei luoda mitään merkittävää kannustinta riskialttiisiin sijoituspäätöksiin hoidettavissa rahastoissa.

50. Mahdollisuus osinkoihin toimii siten kannustimena tavoitella rahastoyhtiön hoitamissa rahastoissa erityisen suuria – ja siten mahdollisesti erityisen riskialttiita – voittoja vain silloin, kun voitot määrittävät ratkaisevasti jaettavien osinkojen määrän.

51. Näin ollen on aluksi tutkittava, määräytyykö rahastoyhtiön osingonjako siinä määrin hoidettavien rahastojen arvonnousun perusteella, että näin luodaan samankaltaisia kannustimia kuin muuttuvilla tai tulosperusteisilla palkoilla ja palkkioilla (jäljempänä 1).

<sup>15</sup> Ks. vastaavasti tuomio 26.1.2010, Transportes Urbanos y Servicios Generales (C-118/08, EU:C:2010:39, 23 kohta); tuomio 10.6.2010, Fallimento Traghetti del Mediterraneo (C-140/09, EU:C:2010:335, 24 kohta) ja määräys 22.10.2014, Mineralquelle Zurzach (C-139/14, EU:C:2014:2313, 28 kohta).

52. Tässä tapauksessa palkkoja ja palkkioita koskevien säännösten kiertämisen toteaminen edellyttää enää vain rahastoyhtiön ja kyseisten rahastojen välistä suhdetta. Tältä osin on seuraavaksi tutkittava, onko tämä suhde moitteetonta palkka- ja palkkiopolitiikkaa koskevien periaatteiden mukainen (jäljempänä 2).

### *1. Merkityksellisen kannustimen olemassaolo*

53. Unkarin hallitus on esittänyt käsiteltävässä asiassa unionin tuomioistuimen menettelyssä, että rahastoyhtiön tuotot – jotka viime kädessä määrittävät sen mahdollisuuden jakaa osinkoja kyseisille työntekijöille – koostuvat kiinteistä hallinnointikuluista ja eräänlaisesta tulospalkkiosta. Tämä palkkio vastaa etukäteen määritettyä prosenttiosuutta kyseisen sijoitusrahaston tuoton osasta, joka ylittää sääntöjen tai perusasiakirjan mukaisesti tavoiteltavan tai määritetyn tuoton. Pääasian kantaja ei kiistänyt tätä kuvausta istunnossa.

54. Tämä malli – mikäli se kuvaa kantajana olevan rahastoyhtiön toimintatapaa oikein, minkä toteaminen on ennakkoratkaisua pyytäneen tuomioistuimen tehtävä – muistuttaa voitonjako-osuusmallia (carried-interest).<sup>16</sup> Niiden erona näyttää olevan ainoastaan se, että hoidettavat rahastot eivät maksa etukäteen määritettyä osuutta tuotosta suoraan kyseisille työntekijöille – siinä tapauksessa maksut kuuluisivat kiistatta palkkoja ja palkkioita koskevien säännösten piiriin.<sup>17</sup> Tämä osuus tuotosta siirretään pikemminkin ensin rahastoyhtiölle ja jaetaan vasta seuraavassa vaiheessa osinkoina kyseisille työntekijöille.

55. Näin ollen vaikuttaa siltä, että tämä malli on – aivan kuten voitonjako-osuusmalli – omiaan luomaan tulosperusteisiin palkkoihin tai palkkioihin rinnastettavan kannustimen. Kun tulospalkkio on siirretty rahastoyhtiön omiin varoihin, osa siitä näet jaetaan osinkoina osakkaille – siis kyseisille työntekijöille. Taloudelliselta kannalta tarkasteltuna rahastoyhtiö toimii tässä ainoastaan maksajana. Sama pätee jokaiseen muuhun välissä olevaan pääomayhtiöön. Vastaavan kannustimen olemassaolon kannalta on siten merkityksetöntä, maksetaanko kasvaneiden tuottojen perusteella määräytyvät osingot kyseisille työntekijöille suoraan vai välillisesti välissä olevien yhden henkilön osakeyhtiöiden kautta.<sup>18</sup>

56. Toisin kuin pääasian kantaja väittää, hoidettavien sijoitusrahastojen arvonkehityksen ja osingonjaon välinen yhteys ei ole kummassakaan tapauksessa liian epäsuora. Näin on riippumatta siitä, omistavatko kyseiset työntekijät tai heidän omistuksessaan täysin olevat pääomayhtiöt rahastoyhtiöstä osinkoon oikeuttavia etuoikeutettuja osakkeita vai äänioikeutettuja osakkeita, mitä ei istunnossa kyetty selvittämään tyhjentävästi. Ensiksi mainitussa tapauksessa he saavat nimittäin varmasti osinkoja. Jälkimmäisessä tapauksessa kyseiset työntekijät voivat, koska he omistavat yhdessä ilmeisesti yli 50 prosenttia pääomasta,<sup>19</sup> joka tapauksessa päättää osinkojen jakamisesta.

57. Olisi kylläkin liian yksinkertaistettua pitää tätä sinänsä palkkoja ja palkkioita koskevien säännösten kiertämisenä. Taloudellinen intressi hoidettavien rahastojen arvonkehitykseen ei lainsäätäjän mukaan nimittäin väistämättä luo epäasianmukaista kannustinta kyseisille rahastonhoitajille.

<sup>16</sup> Ks. direktiivin 2011/61 4 artiklan 1 kohdan d alakohtaan sisältyvä oikeudellinen määritelmä.

<sup>17</sup> Ks. direktiivin 2009/65 14 b artiklan 3 kohta: ”– yhteissijoitusyrityksen itse suoraan maksamiin määriin, tulosperusteiset palkkiot mukaan luettuina –” tai direktiivin 2011/61 liitteessä II oleva 2 kohta: ”– vaihtoehtoisen sijoitusrahaston itse suoraan maksamiin määriin, voitonjako-osuudet mukaan luettuina –”.

<sup>18</sup> Ks. rahastoyhtiön omistajarakenteesta edellä jo tämän ratkaisuehdotuksen 23 kohta.

<sup>19</sup> Ks. tästä myös edellä tämän ratkaisuehdotuksen 23 kohta.

58. Direktiivin 2009/65 14 b artiklan 1 kohdan m alakohdassa ja direktiivin 2011/61 liitteessä II olevan 1 kohdan m alakohdassa säädetään tältä osin nimenomaisesti, että vähintään 50 prosenttia kaikista palkan ja palkkioiden muuttuvista osista *on koostuttava* asianomaisen vaihtoehtoisen sijoitusrahaston tai yhteissijoitusyrityksen osuuksista tai muista välineistä, jotka toimivat yhtä tehokkaina kannustimina. Tämän taustalla on ajatus siitä, että rahaston arvonkehitystä koskeva taloudellinen intressi, jonka henkilökohtainen oikeus osuuteen tuotosta synnyttää, luo lähtökohtaisesti toivottavan kannustimen. Näin on kuitenkin vain, jos kyseisten työntekijöiden intressit vastaavat tältä osin rahastojen sijoittajien intressejä.<sup>20</sup>

59. Seuraavaksi on näin ollen tutkittava erikseen, luodaanko maksun konkreettisella muodolla asianmukainen kannustin.

## 2. Kannustimen asianmukaisuus

60. Koska ja siinä määrin kuin rahastoyhtiö toimii pelkästään maksajana, tässä yhteydessä on tarkasteltava edellytyksiä, joilla rahastoyhtiö saa oikeuden edellä 53 kohdassa kuvattuun tulospalkkioon. Osinkojen jakaminen kyseisille työntekijöille on nimittäin ainoastaan sen seuraus.

61. Direktiivin 2014/91 johdanto-osan seitsemännessä perustelukappaleessa säädetään tältä osin nimenomaisesti, että moitteettoman palkka- tai palkkiopolitiikan periaatteita sovelletaan myös maksuihin, joita yhteissijoitusyritykset maksavat rahastoyhtiöille tai sijoitusyrityksille. Syynä tähän on juuri se, että muutoin palkkoja ja palkkioita koskevia säännöksiä voitaisiin kiertää pelkästään käyttämällä väliportaan yhtiönä pääomayhtiötä.

62. Direktiivin 2009/65 14 b artiklaan ja direktiivin 2011/61 liitteessä II olevaan 1 kohtaan sisältyvien periaatteiden ja edellytysten, jotka koskevat muuttuvien tai tulosperusteisten palkkojen ja palkkioiden muotoa, tarkastelu osoittaa, että niillä pyritään juuri lähentämään kyseisten työntekijöiden intressejä sijoittajien intresseihin ja varmistamaan, että mahdollisesti aiheutuvat tappiot koskettavat myös kyseisiä työntekijöitä eivätkä he pääse osallisiksi pelkästään voitoista. Muutoin sijoituspäätökseen liittyvällä tappioriskillä ei työntekijän näkökulmasta nimittäin ole välitöntä merkitystä hänen palkkansa tai palkkionsa suuruuden kannalta. Tässä piilee vaara, että nämä työntekijät tekevät päätöksiä, jotka ovat ristiriidassa hoidettavien rahastojen riskiprofiilien, sääntöjen tai perustamisasiakirjojen kanssa tai sijoittajien etujen vastaisia.

63. Eri intressejä voidaan yksittäistapauksissa lähentää näiden säännösten mukaisesti esimerkiksi määrittämällä maksuille, joihin nämä välineet oikeuttavat, asianmukaiset lykkäämisajanjakot (ks. m ja n alakohta) tai niiden myynnille odotusajat,<sup>21</sup> jotka määräytyvät muiden sijoittajien osuuksien hallussapitoajan perusteella. Näin varmistetaan, että lyhyen aikavälin arvonnousu, joka jälleen häviää sijoittajan kyseisen rahaston osuuksien tyypillisen hallussapitoajan kuluessa, ei tuota rahastonhoitajille ennenaikaisesti ja siten perusteettomasti etua (ks. tästä myös h alakohta). Tämä voidaan saavuttaa myös tekemällä vastaavia oikaisuja jopa siinä määrin, ettei muuttuvaa palkkio-osaa makseta lainkaan, jos kyseisen rahaston arvonkehitys on heikkoa (jäljempänä tappioiden sisällyttäminen, ks. o alakohta).

<sup>20</sup> Ks. suuntaviivojen 2013/232 132 ja 133 kohta ja suuntaviivojen 2016/575 134 ja 135 kohta.

<sup>21</sup> Ks. tästä suuntaviivojen 2016/575 141 ja 143 kohta ja suuntaviivojen 2013/232 139 ja 141 kohta säilytysaikojen ja lykkäämisajanjaksojen oikeuttamisesta.

64. Lisäksi palkan ja palkkioiden kiinteiden ja muuttuvien osien asianmukainen suhde (ks. tästä j alakohta) edistää yhtäältä sitä, etteivät rahastonhoitajat ole täysin riippuvaisia palkkioiden muuttuvista osista, jotka määräytyvät suureksi osaksi markkinakehityksen, johon ei voi vaikuttaa, perusteella. Tästä seuraa, että palkan tai palkkion kiinteän osan tulisi olla riittävän suuri korvaamaan suoritettut ammatilliset palvelut myös siinä tapauksessa, että palkan tai palkkioiden muuttuvat osat ovat pienemmät tai niitä ei makseta lainkaan hoidetun rahaston heikon arvonkehityksen vuoksi.<sup>22</sup> Toisaalta näin pyritään varmistamaan, että silti on olemassa tehokkaita suorituskannustimia.

65. Ennakkoratkaisupyyntöstä ei voida päätellä, onko käsiteltävässä asiassa olemassa edellä 63 kohdassa kuvatun kaltaisia mekanismeja. Ennakkoratkaisua pyytäneen tuomioistuimen on otettava arvioinnissaan konkreettisesti huomioon esimerkiksi, mitä ajanjaksoa tarkastellaan, jotta voidaan todeta, ylittyikö tavoiteltu tuotto ja syntyykö siten rahastoyhtiön oikeus tulosperusteiden palkkion maksamiseen (ks. h alakohta) tai onko käytössä lykkäämisajanjaksoja (ks. n ja o alakohta).

66. Tällaisilla mekanismeilla voidaan nimittäin varmistaa, että palkkio maksetaan vain, jos rahaston pitemmän aikavälin arvonkehitys oikeuttaa sen. Jos tulospalkkio sitä vastoin maksetaan jo silloin, kun tavoiteltu tuotto ylittyy tietyssä määröpäivänä, jossa ei oteta lainkaan huomioon rahaston tulosta sopimuksessa sovitun voimassaoloajan päätyttyä, rahaston sijoittajien ja kyseisten työntekijöiden intressit eivät vastaa tältä osin toisiaan.

67. Pääasian kantajan mukaan ei kuitenkaan voida yleisesti olettaa, että mahdollisuus osinkojen maksamiseen houkuttaisi kyseiset työntekijät ottamaan lyhyen aikavälin tai liiallisia riskejä, koska on heidän etujensa mukaista saada jatkuvasti riittävän suuria osinkoja. Unkarin hallitus viittaa kuitenkin perustellusti siihen, että käsiteltävässä asiassa kyseessä olevan kaltaisessa mallissa<sup>23</sup> palkitaan yksipuolisesti positiivisesta tuloksesta. Jos kyseiset rahastot nimittäin eivät ylitä tavoiteltua tuottoa tai niille aiheutuu jopa tappiota, rahastoyhtiölle ei makseta mitään tulospalkkiota, jolloin kyseisenä vuonna ei mahdollisesti makseta myöskään osinkoja. Työntekijöillä on tässä tapauksessa kuitenkin edelleen oikeus palkan tai palkkioiden kiinteään osaan ja mahdollisesti myös osittain sen muuttuvaan osaan. Jos kyse on etenkin viimeksi mainitusta tapauksesta, mikä ennakkoratkaisua pyytäneen tuomioistuimen on tutkittava, kyseessä voi tältä osin olla riittämätön tappioiden sisällyttäminen.

68. Lisäksi kyseisillä työntekijöillä on ylipäätään oikeus saada osinkoja rahastoyhtiöltä vain, jos rahasto ylittää sille asetetut odotukset. Kyseisten työntekijöiden kannalta kiinnostavia ovat näin ollen alun alkaenkin ainoastaan hoidettavien sijoitusyhtiöiden erityisen suuret voitot, joihin liittyy tyypillisesti myös suuri tappioriski. Tämä seikka voi – etenkin, jos käytössä ei ole edellä tämän ratkaisuehdotuksen 63 ja 65 kohdassa kuvattujen kaltaisia mekanismeja – siten edistää liiallista riskinottoa.

69. MNB tuo lisäksi esille maksettujen osinkojen kokonaismäärän ja palkkoiksi ja palkkioiksi nimitettävien maksujen kokonaismäärän välisen huomiota herättävän epäsuhdan. Maksettujen osinkojen kokonaismäärä oli sen tietojen mukaan vuonna 2017 suunnilleen kymmenkertainen ja edellisenä vuonna jopa lähes 38-kertainen palkkojen ja palkkioiden kokonaismäärään nähden.<sup>24</sup>

<sup>22</sup> Ks. tästä suuntaviivojen 2013/232 94 kohta ja suuntaviivojen 2016/575 96 kohta.

<sup>23</sup> Ks. edellä tämän ratkaisuehdotuksen 53 kohta.

<sup>24</sup> Ks. edellä tämän ratkaisuehdotuksen 24 kohta.

70. ESMA:n suuntaviivoissa annetaan tältä osin ymmärtää, että palkan ja palkkioiden kiinteiden ja muuttuvien osien – tai maksettavien osinkojen kokonaismäärän ja käsiteltävässä asiassa kyseessä olevien kaltaisten palkan ja palkkioiden kokonaismäärän välinen – voimakas epäsuhta voi myös itsessään merkitä palkkaa ja palkkioita koskevien säännösten rikkomista. Suuntaviivoissa lähdetään nimittäin tältä osin siitä, että kyseisten rahastonhoitajien liian voimakas intressi hoidettavien rahastojen arvonkehitykseen voi edistää liiallista riskinottoa. Näin on etenkin silloin, jos hoidetun rahaston omistusoikeus keskittyy liiaksi rahastonhoitajalle.<sup>25</sup> Tätä ajatusta voidaan kuitenkin soveltaa nyt tarkasteltavan kaltaiseen tilanteeseen, jossa välillisen omistuksensa laajuuden vuoksi kyseisillä työntekijöillä voi olla liian suuri intressi hoidettavien rahastojen voittoihin.

71. Jos ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin tulee siten kaikkien edellä mainittujen seikkojen tarkastelun perusteella siihen tulokseen, että osinkomaksujen konkreettinen muoto voi houkuttaa kyseisiä työntekijöitä liialliseen riskinottoon tai toimimaan näiden rahastojen ja niiden sijoittajien etujen vastaisesti, sen olisi todettava, että kyseessä on palkkaa ja palkkioita koskevien säännösten kiertäminen.

### 3. Välipäätelmä

72. Edellä esitetystä seuraa, että maksettaessa osinkoja rahastoyhtiön johtoon kuuluville työntekijöille, jotka samanaikaisesti omistavat suoraan tai välillisesti kyseisen yhtiön osuuksia, on noudatettava moitteetonta palkka- ja palkkiopolitiikkaa koskevia säännöksiä, jos osinkojen maksaminen voi johtaa näiden säännösten kiertämiseen.

73. Tämä edellyttää, että osinko-oikeuden laajuus on riippuvainen hoidettujen rahastojen arvonkehityksestä siinä määrin, että näin luodaan samankaltaisia kannustimia kuin palkan ja palkkioiden kiinteillä ja muuttuvilla osilla ja rahastoyhtiö toimii siten ainoastaan maksajana. Tällaisessa tapauksessa säännöksiä kierretään, jos rahastoyhtiön osuus hoidettujen rahastojen voitoista on puolestaan palkkaa ja palkkioita koskevien säännösten vastainen. Tästä puolestaan on kyse, jos tämän osuuden konkreettinen muoto edistää liiallista riskinottoa tai jos käytössä ei ole mekanismeja, joilla luotuihin kannustimiin liittyvät intressit voidaan saattaa asianmukaiseen tasapainoon rahastoyhtiön, sen hoitamien rahastojen ja niiden sijoittajien pitemmän aikavälin intressien kanssa.

### ***C Palkkaa ja palkkioita koskevien säännösten soveltamisesta osinkomaksuihin seuraava osakkeenomistajien oikeuksien loukkaaminen***

74. Pääasian kantaja kiistää juuri esittämäni päätelmän ja väittää, että direktiivin 2011/61 johdanto-osan 28 perustelukappaleessa ja direktiivin 2014/91 johdanto-osan kymmenennessä perustelukappaleessa todetaan, että palkkaa ja palkkioita koskevien säännösten soveltamisen ei olisi rajoitettava perusoikeuksien täysimääräistä käyttöä eikä osakkeenomistajien oikeuksia koskevaa lainsäädäntöä. Se päättelee tästä, että osinkomaksuihin, joita kyseiset työntekijät saavat osakkeenomistajan aseman perusteella, ei voida soveltaa moitteetonta palkka- ja palkkiopolitiikkaa koskevia säännöksiä.

<sup>25</sup> Ks. suuntaviivojen 2016/575 135 kohta ja suuntaviivojen 2013/232 133 kohta.



75. Pääasian kantaja on oikeassa siinä, että palkkaa ja palkkioita koskevien säännösten soveltaminen osinkomaksuihin voi johtaa osakkeenomistajien oikeuksien rajoittamiseen. Unionin tuomioistuimen oikeuskäytännöstä ilmenee tässä yhteydessä, että sekä osakkeiden omistusta että siitä seuraavaa osinko-oikeutta suojataan perusoikeuskirjan 17 artiklan 1 kohdalla.<sup>26</sup> Unionin tuomioistuin on etenkin jo katsonut, että osuuksien lunastamisen lykkääminen tai rajoittaminen siinä tapauksessa, että osakas luopuu osakkuudestaan, merkitsee puuttumista omistusta koskevaan perusoikeuteen.<sup>27</sup> Kyseiseen perusoikeuteen puuttumisena on vastaavasti pidettävä myös tiettyjä palkkaa ja palkkioita koskevia säännöksiä, kuten lykkäämissäännöksiä, joilla osinko-oikeutta mukautetaan ajallisesti tai rajoitetaan,<sup>28</sup> tai odotusaikoja koskevia säännöksiä, joilla osuuksien myyminen kielletään tietyn ajanjakson aikana.<sup>29</sup>

76. Liittymäkohtana palkkaa ja palkkioita koskevien säännösten soveltamiselle käsiteltävässä asiassa ei kuitenkaan ole osinkojen jakaminen vaan sitä edeltävä tulospalkkion maksaminen rahastoyhtiölle.<sup>30</sup> Tulospalkkio määrittää tosin osinkojen suuruuden; osinko-oikeutta ei kuitenkaan rajoiteta tai muuteta sillä, että rahastoyhtiön oikeudelle tulospalkkioon asetetaan tiettyjä vaatimuksia.

77. Vaikka tätä haluttaisiinkin pitää osakkeenomistajien oikeuksiin puuttumisena, direktiivin 2011/61 johdanto-osan 28 perustelukappaleesta ja direktiivin 2014/91 johdanto-osan kymmenennestä perustelukappaleesta ei voida päätellä, että tällainen olisi yleisesti ottaen kiellettyä.

78. Pääasian kantaja tosin viittaa perustellusti siihen, että suuntaviivoissa suljetaan useissa kohdissa nimenomaisesti pois palkkaa ja palkkioita koskevien säännösten soveltaminen osakkuudesta seuraavaan oikeusasemaan. Suuntaviivojen 2013/232 16 kohdassa esimerkiksi todetaan, että palkkoja ja palkkioita koskevia määräyksiä ei sovelleta voitonjako-osuuden välineen kautta tehtäviin maksuihin, jos ne edustavat suhteellista tuottoa henkilöstön jäsenten tekemistä sijoituksista vaihtoehtoiseen sijoitusrahastoon. Syynä tähän on kuitenkin se, että kyseiset työntekijät ovat tällaisessa tapauksessa pelkästään rahaston sijoittajia ja heidän intressinsä ovat siten yhtenevät muiden sijoittajien intressien kanssa. Tästä syystä ei ole tarpeen rajoittaa heidän oikeuksiaan osakkaina.

79. Käsiteltävässä asiassa tilanne on kuitenkin toinen: rahastoyhtiön osakkaina kyseiset työntekijät ovat tosin jossain vaiheessa sijoittaneet yhtiöön; tuottoja, jotka siirretään edellä tämän ratkaisuehdotuksen 53 kohdassa kuvatun mallin mukaisesti rahastoyhtiöön ja jaetaan osinkoina kyseisille työntekijöille, ei kuitenkaan saatu tästä pääomasta. Näin ollen ei ole mahdotonta, että tältä osin syntyy eturistiriita, joka voisi houkuttaa kyseisiä työntekijöitä liialliseen riskinottoon sijoittajien pääoman hoitamisen yhteydessä.

80. Jos tällaiseen eturistiriitaan liittyy kuitenkin vaara, että rahastonhoitajalla voi olla houkutus toimia sijoittajien etujen tai rahoitusmarkkinoiden vakauden tai eheyden vastaisesti, omistusta koskevan perusoikeuden käyttöä voidaan vakiintuneen oikeuskäytännön mukaan rajoittaa.

<sup>26</sup> Ks. vastaavasti tuomio 20.9.2016, Ledra Advertising ym. v. komissio ja EKP (C-8/15 P–C-10/15 P, EU:C:2016:701, 73 kohta) ja tuomio 16.7.2020, Adusbef ja Federconsumatori (C-686/18, EU:C:2020:567, 88 kohta).

<sup>27</sup> Tuomio 16.7.2020, Adusbef ja Federconsumatori (C-686/18, EU:C:2020:567, 88 kohta).

<sup>28</sup> Direktiivin 2009/65 14 b artiklan 1 kohdan m alakohta ja direktiivin 2011/91 liitteessä II olevan 1 kohdan m alakohta.

<sup>29</sup> Ks. suuntaviivojen 2016/575 140 kohta ja sitä seuraavat kohdat.

<sup>30</sup> Ks. tästä edellä tämän ratkaisuehdotuksen 54, 55 ja 65 kohta.

Rajoittamisen edellytyksenä on, että rajoitukset tosiasiasa palvelevat tavoitteita eikä niillä puututa tähän oikeuteen tavoitellun päämäärän kannalta suhteettomasti ja kestäättömästi tavalla, jolla loukattaisiin omistusta koskevan perusoikeuden keskeistä sisältöä.<sup>31</sup>

81. Rahoitusmarkkinoiden vakauden varmistamista koskevasta tavoitteesta unionin tuomioistuim on jo todennut, että se on yleisen edun mukainen tavoite ja että sillä voidaan siten lähtökohtaisesti oikeuttaa osakkeenomistajien oikeuksien rajoittaminen.<sup>32</sup> Saman on pädeävä sijoittajien suoja koskevaan tavoitteeseen.

82. Kuten edellä jo todettiin, palkkaa ja palkkioita koskevien säännösten soveltaminen voi edistää yhtäältä osinkomaksujen luomien taloudellisten kannustimien ja toisaalta rahaston ja sen sijoittajien pitkän aikavälin intressien saattamista tasapainoon.<sup>33</sup> Näiden säännösten soveltaminen vastaa siten objektiivisesti tarkasteltuna tavoitetta edistää moitteetonta riskienhallintaa ja siten turvata kokonaisuutena ottaen mahdollisimman laaja sijoittajansuoja ja rahoitusmarkkinoiden vakaus.

83. Palkkaa ja palkkioita koskeviin säännöksiin sisältyviä osakkeenomistajien oikeuksien rajoituksia ei myöskään voida pitää suhteettomina, koska – esimerkiksi lykkäämistä ja odotusaikoja koskevissa säännöksissä – kyse on aina vain tiettyjen oikeuksien ajallisesta rajoittamisesta.

84. Tätä taustaa vasten lainsäätaja sai olettaa, että osakkeenomistajien oikeuksien on väistyttävä tilanteissa, joissa sijoittajansuojaa ja rahoitusmarkkinoiden vakautta koskevat tavoitteet ovat vaarassa. Tällainen uhka on olemassa paitsi tilanteissa, joita säännellään suoraan palkkaa ja palkkioita koskevilla säännöksillä, myös silloin, kun niitä kierretään. Siinä ei ole kyse perusoikeuskirjan 17 artiklan 1 kohdan rikkomisesta eikä siten myöskään direktiivin 2011/61 johdanto-osan 28 perustelukappaleessa ja direktiivin 2014/91 johdanto-osan kymmenennessä perustelukappaleessa mainittujen periaatteiden loukkaamisesta.

## VI Ratkaisuehdotus

85. Edellä esitetyn perusteella ehdotan, että unionin tuomioistuin vastaa Kúrian esittämään ennakkoratkaisukysymykseen seuraavasti:

Maksettaessa osinkoja rahastoyhtiön johtoon kuuluville työntekijöille, jotka samanaikaisesti omistavat suoraan tai välillisesti kyseisen yhtiön osuuksia, on noudatettava direktiivin 2009/65/EY 14 b artiklaan ja direktiivin 2011/61/EU 13 artiklaan ja liitteeseen II sisältyviä moitteetonta palkka- ja palkkiopolitiikkaa koskevia säännöksiä, jos osinkojen maksaminen voi johtaa näiden säännösten kiertämiseen.

Tämä edellyttää, että osinko-oikeuden laajuus on riippuvainen hoidettujen rahastojen arvonkehityksestä siinä määrin, että näin luodaan samankaltaisia kannustimia kuin palkan ja palkkioiden kiinteillä ja muuttuvilla osilla ja rahastoyhtiö toimii siten ainoastaan maksajana. Tällaisessa tapauksessa säännöksiä kierretään, jos rahastoyhtiön osuus hoidettujen rahastojen

<sup>31</sup> Tuomio 20.9.2016, Ledra Advertising ym. v. komissio ja EKP (C-8/15 P–C-10/15 P, EU:C:2016:701, 69 ja 70 kohta) ja tuomio 16.7.2020, Adusbef ja Federconsumatori (C-686/18, EU:C:2020:567, 85 kohta). Ks. vastaavasti myös perusoikeuskirjan 52 artiklan 1 kohta.

<sup>32</sup> Tuomio 19.7.2016, Kotnik ym. (C-526/14, EU:C:2016:570, 66, 88 ja 91 kohta); tuomio 8.11.2016, Dowling ym. (C-41/15, EU:C:2016:836, 51 ja 54 kohta) ja tuomio 16.7.2020, Adusbef ja Federconsumatori (C-686/18, EU:C:2020:567, 86 kohta).

<sup>33</sup> Ks. tästä edellä tämän ratkaisuehdotuksen 63 ja 64 kohta.

voitoista on puolestaan palkkaa ja palkkioita koskevien säännösten vastainen. Näin on silloin, jos tämän osuuden konkreettinen muoto edistää liiallista riskinottoa. Sama pätee, jos käytössä ei ole mekanismeja, joilla luotuihin kannustimiin liittyvät intressit voidaan saattaa asianmukaiseen tasapainoon rahastoyhtiön, sen hoitamien rahastojen ja niiden sijoittajien pitemmän aikavälin intressien kanssa. Kansallisen tuomioistuimen tehtävä on todeta tämä yksittäistapauksen kaikkien olosuhteiden kokonaisarviointin perusteella.