KONKLUŻJONIJIET TAL-AVUKATA ĠENERALI
KOKOTT
ippreżentati fis-16 ta' Diċembru 2021[1]

Kawża C-352/20

HOLD Alapkezelő Befektetési Alapkezelő Zrt.
vs
Magyar Nemzeti Bank

(talba għal deċiżjoni preliminari mressqa mill-Kúria (il-Qorti Suprema, l-Ungerija))

"Talba għal deċiżjoni preliminari – Regolamentazzjoni tas-swieq finanzjarji – Fondi ta' investiment – Direttivi 2009/65/KE u 2011/61/UE – Politika ta' remunerazzjoni tal-kumpanniji ta' ġestjoni ta' kapital u ta' investiment – Prinċipji ta' politika soda ta' remunerazzjoni – Linji Gwida 2013/232 u 2016/575 tal-Awtorità Ewropea tat-Titoli u s-Swieq (ESMA) – Tqassim ta' dividendi lil impjegati maniġerjali ta' kumpannija ta' ġestjoni ta' fondi, li huma fl-istess ħin azzjonisti ta' din il-kumpannija – Inċentiv għat-teħid ta' riskji eċċessivi – Ċirkumvenzjoni tal-prinċipji ta' politiki sodi ta' remunerazzjoni"

I. Introduzzjoni

1. L-istabbiltà u l-integrità tas-swieq finanzjarji jirrikjedu ġestjoni soda tar-riskji tal-istituzzjonijiet finanzjarji u tal-kumpanniji tal-investiment. Madankollu, skont il-leġiżlatur Ewropew, it-teħid ta' riskji eċċessivi minn ċerti atturi finanzjarji, bħall-konsulenti tal-investiment u l-maniġers ta' fond, jista' jiġi ffavorit bi prattiki mhux xierqa ta' remunerazzjoni peress li dawn jistgħu joħolqu inċentivi foloz f'dan ir-rigward[2].

[1] Lingwa oriġinali: il-Ġermaniż.

[2] Ara, essenzjalment, il-premessi 1 sa 5 tar-Rakkomandazzjoni tal-Kummissjoni 2009/384/KEE tat-30 ta' April 2009 dwar il-politiki ta' rimunerazzjoni fis-settur tas-servizzi finanzjarji (ĠU 2009, L 120, p. 22) li fuqha huma bbażati l-atti inkwistjoni (ara n-noti ta' qiegħ il-paġna 3 u 4 ta' dawn il-konklużjonijiet). Ir-riċerka empirika tikkonferma din ir-rabta, ara pereżempju Bebchuk/Fried, "Pay without performance", Harvard University Press, Cambridge, 2004; Kaplan, "Are U.S. CEOs Overpaid?", Academy of Management Perspectives, Edizzjoni 22 (2008), p. 5 sa 20.

2. Din hija r-raġuni għaliex, b'mod partikolari, id-Direttivi 2009/65/KE[3] u 2011/61/UE[4] jipprevedu li l-Istati Membri jimponu d-definizzjoni u l-applikazzjoni ta' politiki ta' remunerazzjoni intiżi sabiex jippromwovu ġestjoni soda u effikaċi tar-riskji fuq il-qasam tal-fondi ta' investiment u li ma jinkoraġġux t-teħid ta' riskji inkompatibbli mal-profil ta' riskju rispettiv tagħhom, mal-kundizzjonijiet kuntrattwali jew mal-istatut tal-fond ta' investiment ikkonċernat.

3. Fil-kawża prinċipali, il-Magyar Nemzeti Bank (il-Bank Nazzjonali tal-Ungerija, iktar 'il quddiem il-"MNB") aġixxa fil-funzjoni tiegħu ta' awtorità tas-swieq finanzjarji fil-konfront ta' kumpannija ta' ġestjoni tal-fondi li tqassam dividendi lil membri differenti tal-bord tad-diretturi tagħha, fejn dawn tal-aħħar għandhom, direttament jew indirettament, ishma f'din il-kumpannija. Skont il-MNB, dawn il-ħlasijiet ta' dividendi jagħmlu parti minn politika ta' remunerazzjoni li tista' tfixkel il-ġestjoni soda tar-riskji. Fil-fatt, l-interess proprju tagħhom li jiffinanzjaw l-ikbar numru possibbli ta' tqassim ta' dividendi jista' jħeġġeġ lill-maniġers ta' fond jieħdu, fuq medda qasira ta' żmien, riskji kbar wisq fid-deċiżjonijiet ta' investiment tagħhom, li jistgħu jkollhom effett fit-tul b'detriment għall-investituri tal-fondi amministrati.

4. F'dan il-kuntest, il-qorti tar-rinviju tistaqsi lill-Qorti tal-Ġustizzja dwar l-applikabbiltà stess tar-rekwiżiti tad-dritt tal-Unjoni fil-qasam tal-politika tar-remunerazzjoni fis-settur tas-servizzi finanzjarji f'każ bħal dan peress li d-dividendi ma jikkostitwixxux formalment il-korrispettiv ta' servizzi pprovduti. Kif se jintwera iktar 'il quddiem, dan iqajjem il-kwistjoni dwar sa fejn il-kondiviżjoni tal-profitti taħt id-dritt tal-kumpanniji f'kumpannija ta' ġestjoni tal-fondi tista' twassal sabiex maniġers ta' fond ikunu jistgħu jiġu mħeġġa jidħlu f'riskji simili, bħalma jista' jkun il-każ fir-rigward ta' ħlas ta' ċerti elementi ta' remunerazzjoni varjabbli.

II. Il-kuntest ġuridiku

5. Id-dispożizzjonijiet tad-dritt tal-Unjoni dwar ir-remunerazzjoni fil-qasam tal-fondi ta' investiment previsti mid-Direttivi 2011/61 (dwar il-fondi ta' investiment alternattivi, iktar 'il quddiem l-"AIFs") u 2009/65 (dwar l-hekk imsejħa impriżi ta' investiment kollettiv f'titoli trasferibbli, iktar 'il quddiem "UCITS") joriġinaw mir-Rakkomandazzjoni tal-Kummissjoni 2009/384[5] u huma suġġetti, fil-livell tal-liġi, għal Linji Gwida tal-Awtorità Ewropea tat-Titoli u s-Swieq (iktar 'il quddiem l-"ESMA").

3 Ara b'mod partikolari l-Artikoli 14a u 14b tad-Direttiva 2009/65/KE dwar il-koordinazzjoni ta' liġijiet, regolamenti u dispożizzjonijiet amministrattivi fir-rigward tal-impriżi ta' investiment kollettiv f'titoli trasferibbli (UCITS) (ĠU 2009, L 302, p. 32) fil-verżjoni emendata bid-Direttiva 2014/91/UE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill li temenda d-Direttiva 2009/65/KE dwar il-koordinazzjoni ta' liġijiet, regolamenti u dispożizzjonijiet amministrattivi fir-rigward tal-impriżi ta' investiment kollettiv f'titoli trasferibbli (UCITS) fir-rigward tal-funzjonijiet tad-depożitarji, il-politiki tar-remunerazzjoni u s-sanzjonijiet (ĠU 2014, L 257, p. 186, rettifika fil-ĠU 2016, L 52, p. 37) (iktar 'il quddiem id-"Direttiva 2009/65").

4 Ara, b'mod partikolari, l-Artikolu 13 kif ukoll l-Anness II tad-Direttiva 2011/61/UE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tat-8 ta' Ġunju 2011 dwar Maniġers ta' Fondi ta' Investiment Alternattivi u li temenda d-Direttivi 2003/41/KE u 2009/65/KE u r-Regolamenti (KE) Nru 1060/2009 u (UE) Nru 1095/2010 (ĠU 2011, L 174, p. 1) (iktar 'il quddiem id-"Direttiva 2011/61").

5 Ara l-premessa 26 tad-Direttiva 2011/61 u l-premessa 5 tad-Direttiva 2014/91.

1. Rakkomandazzjoni tal-Kummissjoni 2009/384

6. Il-premessi 1 sa 5 tar-Rakkomandazzjoni tal-Kummissjoni 2009/384 jinkludu l-motivi prinċipali tal-politika tal-Unjoni fil-qasam tar-remunerazzjoni fis-settur tas-servizzi finanzjarji:

"(1) It-teħid ta' riskji eċċessivi fl-industrija tas-servizzi finanzjarji u b'mod partikolari f'banek u f'kumpaniji ta' investiment ikkontribwixxa għall-falliment ta' impriżi finanzjarji u għal problemi sistemiċi fl-Istati Membri u madwar id-dinja kollha. Dawn il-problema nfirxu anke fil-bqija tal-ekonomija u wasslu għal kost għoli għas-soċjetà.

(2) Minkejja li ma kinux il-kawża ewlenija tal-kriżi finanzjarja li żviluppat fl-2007 u l-2008, hemm kunsens wiesa' li xi prattiċi mhux xierqa ta' rimunerazzjoni fl-industrija tas-servizzi finanzjarji kkaġunaw ukoll it-teħid ta' riskji eċċessivi u b'hekk ikkontribwixxew għal telf sinifikanti lil impriżi finanzjarji kbar.

(3) Fil-biċċa l-kbira tal-industrija tas-servizzi finanzjarji, il-prattiċi ta' rimunerazzjoni kienu qed jaħdmu kontra l-ġestjoni effettiva u għaqlija tar-riskji. Dawn il-prattiċi kellhom it-tendenza li jippreferu l-ksib ta' profitt fi żmien qasir u joffru inċentivi lill-membri tal-persunal biex jagħżlu attivitajiet riskjużi li jroddu dħul ogħla fi żmien qasir filwaqt li jesponu lill-impriżi finanzjarji għal potenzjal ta' telf akbar f'aktar tul ta' żmien.

[…]

(5) Il-ħolqien ta' inċentivi adegwati fis-sistema ta' rimunerazzjoni nnifisha għandu jnaqqas il-piż minn fuq il-ġestjoni tar-riskji u jżid il-probabbiltà li dawn is-sistemi jsiru effikaċi. Għaldaqstant, jeħtieġ li jiġu stabbiliti prinċipji għal politika ta' rimunerazzjoni għaqlija."

2. Id-Direttiva 2011/61

7. Skont l-Artikolu 1 tagħha, id-Direttiva 2011/61 tirregola l-awtorizzazzjoni, l-operat kontinwu u t-trasparenza tal-maniġers ta' fondi ta' investiment alternattivi (alternative investment fund managers, AIFM). AIFM huma, skont l-Artikolu 4(1)(b) ta' din id-direttiva, persuni ġuridiċi li n-negozju regolari tagħhom ikun l-immaniġġar ta' AIF wieħed jew iżjed.

8. Il-premessa 24 tad-Direttiva 2011/61 taqra:

"Sabiex jiġi indirizzat l-effett detrimentali potenzjali ta' strutturi ta' rimunerazzjoni mfassla ħażin fuq l-ġestjoni tajba tar-riskji u l-kontroll tal-imġiba tat-teħid tar-riskju minn individwi, għandu jkun hemm obbligu ċar għall-AIFM biex jistabbilixxu u jżommu, għal dawk il-kategoriji ta' persunal li l-attivitajiet professjonali tagħhom għandhom impatt materjali fuq il-profili tar-riskju tal-AIF li ser jimmaniġġaw, linji politiċi u prattiċi ta' rimunerazzjoni li jkunu konsistenti ma' ġestjoni tajba u effikaċi tar-riskju. Dawn il-kategoriji ta' persunal għandhom mill-inqas jinkludu kapijiet fl-amministrazzjoni, persuni li jieħdu r-riskju u funzjonijiet ta' kontroll […]."

9. L-Artikolu 4(1)(d) jiddefinixxi l-kunċett ta' "kumpens għal prestazzjoni" kif ġej:

"'kumpens għal prestazzjoni' tfisser sehem fil-profitti tal-AIF dovut lill-AIFM bħala kumpens għall-immaniġġar tal-AIF u li jeskludi kwalunkwe sehem fil-profitti tal-AIF dovut lill-AIFM bħala redditu fuq kwalunkwe investiment mill-AIFM fil-AIF."

10. Skont it-tieni subparagrafu tal-Artikolu 13(1) tad-Direttiva 2011/61, l-AIFM jistabbilixxi l-politika u l-prattika ta' remunerazzjoni msemmija fl-Anness II ta' din id-direttiva.

11. L-Anness II tad-Direttiva 2011/61 jipprovdi:

"1. Meta jistabbilixxu u japplikaw il-linji politiċi ta' rimunerazzjoni totali, inklużivi ta' salarji u benefiċċji diskrezzjonali ta' pensjoni, għal dawk il-kategoriji tal-persunal [...] l-AIFMs għandhom jikkonformaw mal-prinċipji li ġejjin b'mod u safejn jkun xieraq għad-daqs, organizzazzjoni u natura interna, ambitu u komplessità tal-attivitajiet, tagħhom:

[...]

h) il-valutazzjoni tal-prestazzjoni tkun stabbilita f'qafas pluriennali adatt għaċ-ċiklu tal-ħajja tal-AIFs amministrati mill-AIFM sabiex jiġi żgurat li l-proċess ta' valutazzjoni jkun ibbażat fuq prestazzjoni aktar fit-tul u li l-ħlas attwali tal-komponenti tar-rimunerazzjoni bbażati fuq il-prestazzjoni jkun mifrux fuq perijodu li jieħu kont tal-politika dwar it-tifdija tal-AIFs li huwa jamministra u r-riskji kummerċali tagħhom;

[...]

j) il-komponenti fissi u varjabbli tar-rimunerazzjoni totali jkunu bbilanċjati b'mod adatt u il-komponent fiss ikun jirrappreżenta proporzjon għoli biżżejjed tar-rimunerazzjoni totali sabiex jippermetti t-tħaddim ta' politika kompletament flessibbli dwar il-komponenti varjabbli tar-rimunerazzjoni, inkluża l-possibbiltà li ma jitħallas l-ebda komponent varjabbli tar-rimunerazzjoni;

[...]

m) suġġett għall-istruttura ġuridika tal-AIF u r-regoli jew l-istrumenti ta' inkorporazzjoni tiegħu, porzjon sostanzjali, u fi kwalunkwe każ, mill-anqas 50 % ta' kwalunkwe rimunerazzjoni varjabbli, jikkonsisti f'unitajiet jew ishma tal-AIF kkonċernat, jew interessi ekwivalenti ta' sjieda, jew strumenti marbutin mal-ishma jew strumenti ekwivalenti li ma jkunux fi flus, sakemm il-ġestjoni tal-AIFs tkun tlaħħaq anqas minn 50 % tal-portafoll totali mmaniġġat mill-AIFM, f'liema każ il-minimu ta' 50 % ma japplikax.

   L-istrumenti msemmijia f'dan il-punt għandhom ikunu suġġetti għal politika ta' retenzjoni xierqa maħsuba li tallinja l-inċentivi mal-interessi tal-AIFM u tal-AIF li timmaniġġah u l-investituri ta' tali AIFs. [...] Dan il-punt għandu jkun applikat kemm għall-porzjon tal-komponent tar-rimunerazzjoni varjabbli differit in linja mal-punt (n) u l-porzjon tal-komponent tar-rimunerazzjoni varjabbli mhux differit;

n) porzjon sostanzjali, u fi kwalunkwe każ, mill-anqas 40 % tal-komponent varjabbli tar-rimunerazzjoni jkun differit fuq perijodu li jkun adatt fid-dawl taċ-ċiklu tal-ħajja u l-politika dwar it-tifdija tal-AIF ikkonċernat u jkun allinjat b'mod korrett man-natura tar-riskji tal-AIF inkwistjoni.

   Il-perijodu msemmi f'dan il-punt għandu jkun mill-anqas ta' tlieta sa ħames snin sakemm iċ-ċiklu tal-ħajja tal-AIF kkonċernat ma jkunx aqsar; ir-rimunerazzjoni pagabbli skont l-arranġamenti ta' differiment m'għandhiex tkun akkwistata aktar malajr minn fuq bażi pro-rata; fil-każ ta' komponent varjabbli tar-rimunerazzjoni ta' ammont partikolarment għoli, tal-anqas 60 % tal-ammont huwa differit;

o) ir-rimunerazzjoni varjabbli, inkluż il-porzjon differit, titħallas jew tkun dovuta biss jekk tkun sostenibbli skont is-sitwazzjoni finanzjarja tal-AIFM fl-intier tagħha, u tkun iġġustifikata skont il-prestazzjoni tal-unità tan-negozju, l-AIF u l-individwu kkonċernati.

Ir-rimunerazzjoni varjabbli totali għandha ġeneralment tiġi kkontrattata b'mod konsiderevoli meta jkun hemm il-performance finanzjarja mnaqqsa jew negattiva tal-AIFM jew tal-AIF kkonċernati, u jitqiesu kemm il-kumpensazzjoni u r-riduzzjonijiet kurrenti fil-pagamenti ta' ammonti maqlugħin preċedentement, inkluż permezz ta' arranġamenti malus jew claw back;

[…]

r) ir-rimunerazzjoni varjabbli ma tithallasx permezz ta' veikoli jew metodi li jiffaċilitaw l-evitar tar-rekwiżiti ta' din id-Direttiva.

2. Il-prinċipji msemmijin fil-paragrafu 1 għandhom japplikaw għar-rimunerazzjoni ta' kull tip imħallsa mill-AIFM, għal kull ammont imħallas mill-AIF innifsu, inkluż il-carried interest, u għal kull trasferiment ta' unitajiet jew ishma tal-AIF, li jsiru għall-benefiċċji ta' dawk il-kategoriji tal-persunal […] li l-attivitajiet professjonali tagħhom għandhom impatt materjali fuq il-profil tagħhom tar-riskju jew il-profili ta' riskju tal-AIF li jimmaniġġaw.

[…]"

3. Id-Direttiva 2009/65

12. Id-Direttiva 2009/65, kif emendata bid-Direttiva 2014/91[6], tinkludi fl-Artikoli 14a u 14b tagħha dispożizzjonijiet dwar il-politiki ta' remunerazzjoni li jeħtieġ li jiġu ddefiniti mill-kumpanniji ta' ġestjoni tal-UCITS għal ċerti kategoriji ta' ħaddiema li l-attività professjonali tagħhom għandha impatt materjali fuq il-profili ta' riskju tal-UCITS li huma jamministraw. Il-kontenut ta' dawn id-dispożizzjonijiet jikkorrispondi essenzjalment għal dak li jinsab fil-punt 1 tal-Anness II tad-Direttiva 2011/61.

4. Il-Linji Gwida tal-ESMA

13. Skont l-Artikolu 13(2) tad-Direttiva 2011/61 u l-Artikolu 14a(4) tad-Direttiva 2009/65, l-ESMA għandha tadotta linji gwida għall-applikazzjoni tal-prinċipji ta' politiki sodi ta' remunerazzjoni. Fir-rigward tal-politiki ta' remunerazzjoni tal-kumpanniji ta' ġestjoni tal-UCITS, dawn huma l-Linji Gwida 2016/575 u fir-rigward tal-AIFM, il-Linji Gwida 2013/232 (iktar 'il quddiem il-"Linji Gwida"). Kif tirrikjedi l-premessa 9 tad-Direttiva 2014/91, dawn il-linji gwida jikkorrispondu għal diversi aspetti li huma rilevanti għall-kawża prinċipali.

14. Il-punt 10 tal-Linji Gwida 2013/232, li essenzjalment jikkorrispondi għall-punt 11 tal-Linji Gwida 2016/575, jipprovdi:

"Għall-finijiet biss tal-linji gwida u l-Anness II għall-AIFMD, ir-rimunerazzjoni tikkonsisti minn

(i) il-forom kollha ta' pagamenti jew benefiċċji mħallsin mill-AIFM,

[6] Ara n-nota ta' qiegħ il-paġna 3 ta' dawn il-konklużjonijiet.

(ii) kwalunkwe ammont imħallas mill-AIF innifsu, inkluż l-imgħax riportat, u

(iii) kwalunkwe trasferiment ta' unitajiet jew ishma tal-AIF,

fi skambju għal servizzi professjonali pprovduti mill-*membri identifikati tal-persunal* tal-AIFM.

Għall-fini tal-punt (ii) ta' dan il-paragrafu, kull meta l-ħlasijiet, minbarra r-rimborżi tal-ispejjeż u l-infiq, isiru direttament mill-AIF lill-AIFM għall-benefiċċju tal-kategoriji rilevanti tal-persunal tal-AIFM għas-servizzi professjonali pprovduti, li altrimenti jistgħu jirriżultaw f'ċirkumvenzjoni tar-regoli tar-rimunerazzjoni rilevanti, huma għandhom jiġu kkunsidrati bħala rimunerazzjoni għall-fini tal-linji gwida u l-Anness II għall-AIFMD."

15. Il-punt 15 tal-Linji Gwida 2013/232, li jikkorrispondi għall-punt 14 tal-Linji Gwida 2016/575, huwa fformulat kif ġej:

"L-AIFMs għandhom jiżguraw li r-rimunerazzjoni varjabbli ma titħallasx permezz ta' veikoli jew li jiġu applikati metodi li jimmiraw li jevadu b'mod artifiċjali d-dispożizzjonijiet tal-AIFMD u dawn il-linji gwida. […] Iċ-ċirkostanzi u s-sitwazzjonijiet li jistgħu jikkawżaw riskju akbar taħt din il-perspettiva jistgħu jkunu: il-konverżjoni ta' partijiet mir-rimunerazzjoni varjabbli f'benefiċċji li normalment ma jikkawżaw ebda effett ta' inċentiv fir-rigward tal-pożizzjonijiet ta' riskji; […] it-twaqqif ta' strutturi jew metodi li permezz tagħhom titħallas ir-rimunerazzjoni fil-forma ta' dividendi jew ħlasijiet simili (pereżempju l-użu inadegwat ta' tariffi għall-prestazzjoni) u benefiċċji materjali mhux monetarji mogħtija bħala mekkaniżmi ta' inċentiv marbuta mal-prestazzjoni."

16. Il-punt 16 tal-Linji Gwida 2013/232 jipprevedi dan li ġej:

"L-hekk imsejħa 'veikoli tal-*imgħax riportat*' huma tipikament sħubiji limitati (jew tipi oħrajn ta' veikoli) li minnhom infushom huma msieħba limitat fl-AIF, flimkien mal-investituri ta' partijiet terzi u li jintużaw minn uffiċjali eżekuttivi fi grad għoli ta' AIF jew sabiex jirregolaw l-intitolamenti tal-uffiċjali eżekuttivi għall-*imgħax riportat* fosthom stess bħala konsegwenza ta' kontribuzzjoni kapitali modesta, jew inkella sabiex jikkommettu kapital li huwa aktar minn sempliċiment nominali – jiġifieri koinvestimenti – fi tranżazzjonijiet flimkien mal-AIF. Jekk il-pagamenti magħmula mill-AIF lill-membri tal-persunal rilevanti permezz ta' dawn il-veikoli tal-*imgħax riportat* jaqgħu taħt id-definizzjoni ta' *imgħax riportat*, dawn għandhom ikunu soġġetti għad-dispożizzjonijiet tar-rimunerazzjoni ta' dawn il-linji gwida, filwaqt li jekk ikunu jirrappreżentaw redditu pro-rata fuq kwalunkwe investiment mill-membri tal-persunal (permezz tal-veikolu tal-*imgħax riportat*) fl-AIF, huma ma għandhomx ikunu soġġetti għal tali dispożizzjonijiet."

17. Il-punt 17 tal-Linji Gwida 2013/232 jikkorrispondi għall-punt 15 tal-Linji Gwida 2016/575:

"Għandha tingħata kunsiderazzjoni wkoll lill-pożizzjoni ta' sħubiji u strutturi simili. Id-dividendi jew distribuzzjonijiet simili li jirċievu l-imsieħba bħala sidien ta' AIFM mhumiex koperti minn dawn il-linji gwida, sakemm l-eżitu materjali tal-ħlas ta' tali dividendi ma jirriżultax f'ċirkumvenzjoni tar-regoli rilevanti dwar ir-rimunerazzjoni, fejn kwalunkwe intenzjoni ta' ċirkumvenzjoni ta' tali regoli titqies bħala irrilevanti għal dan il-għan."

18. Skont il-punt 94 tal-Linji Gwida 2013/232 li jikkorrispondi għall-punt 96 tal-Linji Gwida 2016/575, japplika:

"It-tħaddin ta' politika kompletament flessibbli dwar ir-rimunerazzjoni varjabbli jimplika mhux biss li r-rimunerazzjoni varjabbli għandha tonqos bħala riżultat ta' prestazzjoni negattiva iżda saħansitra li tista' tinżel għal żero f'xi każijiet. Għall-implimentazzjoni prattika tagħha, hija timplika wkoll li r-rimunerazzjoni fissa għandha tkun għolja biżżejjed sabiex tingħata rimunerazzjoni għas-servizzi professjonali pprovduti, skont il-livell tal-edukazzjoni, il-grad ta' anzjanità, il-livell ta' kompetenzi u ħiliet meħtieġa, il-limitazzjonijiet u l-esperjenza tax-xogħol, ir-reġjun u s-settur tan-negozju rilevanti. Il-livelli individwali ta' rimunerazzjoni fissa għandhom jiġu influwenzati indirettament mill-prinċipju bażiku dwar l-allinjament tar-riskji."

19. Il-punti 132 u 133 tal-Linji Gwida 2013/232 jikkorrispondu, essenzjalment, għall-punti 134 u 135 tal-Linji Gwida 2016/575 u huma fformulati kif ġej:

"132. Il-membri tal-persunal għandhom jiġu rrimunerati bl-użu tal-*istrumenti* biss jekk dan ma joħloqx allinjament ħażin tal-imgħax u ma jinkoraġġixxix it-teħid ta' riskji b'mod inkonsistenti mal-profili tar-riskji, mar-regoli jew mal-istrumenti ta' inkorporazzjoni tal-AIF(s) rilevanti. [...]

133. Għal dawk l-AIFMs li jġestixxu aktar minn AIF wieħed, sabiex l-interessi tal-*membri tal-persunal identifikati* jiġu allinjati ma' dawk tal-AIF(s) rilevanti, meta jkun possibbli skont l-organizzazzjoni tal-AIFM u l-istruttura legali tal-AIF(s) ġestit(i), il-*membri tal-persunal identifikati* għandhom jirċievu strumenti relatati primarjament mal-AIFs li fir-rigward tagħhom iwettqu l-attivitajiet tagħhom, sakemm ma tinħoloq ebda konċentrazzjoni eċċessiva fl-ishma tal-istrumenti – li tiffaċilita t-teħid ta' riskji eċċessivi mill-*membri tal-persunal identifikati*. [...]"

20. Il-punti 139 u 141 tal-Linji Gwida 2013/232 jikkorrispondu rispettivament għall-punti 141 u 143 tal-Linji Gwida 2016/575 u jipprovdu dan li ġej:

"139. Fil-każ tal-*istrumenti* mħallsin bil-quddiem, il-*perjodi ta' żamma* huma l-uniku mekkaniżmu disponibbli sabiex tiġi enfasizzata d-differenza bejn il-flus imħallsin bil-quddiem u l-*istrumenti* mogħtija bil-quddiem sabiex l-inċentivi jiġu allinjati mal-interessi aktar fit-tul tal-AIFM u tal-AIFs li huwa jġestixxi, kif ukoll tal-investituri ta' tali AIFs.

141. Il-*perjodu ta' żamma* minimu għandu jkun suffiċjenti sabiex l-inċentivi jkunu jistgħu jiġu allinjati mal-interessi aktar fit-tul tal-AIFM, tal-AIFs li huwa jġestixxi u tal-investituri tagħhom. Fatturi differenti jista' jkollhom it-tendenza li jissuġġerixxu li dan il-perjodu jista' jkun itwal jew iqsar. Għandhom jiġu applikati *perjodi ta' żamma* itwal għal dawk il-membri tal-persunal bl-aktar impatt materjali fuq il-profil tar-riskji tal-AIFM u tal-AIFs li huwa jġestixxi."

III. Il-fatti u l-kawża prinċipali

21. Ir-rikorrenti fil-kawża prinċipali hija kumpannija li tmexxi diversi AIFs u UCITS differenti (iktar 'il quddiem il-"kumpannija ta' ġestjoni").

22. Sa mill-2014, hija żviluppat politika ta' remunerazzjoni li tinkludi elementi fissi u varjabbli u tapplikahom għal ċerti gruppi ta' impjegati tagħha. Fost dawn l-impjegati hemm erba' persuni li lkoll huma membri tal-bord tad-diretturi tagħha.

23. Minbarra r-relazzjoni ta' xogħol tagħhom mal-kumpannija ta' ġestjoni, l-impjegati kkonċernati huma involuti kemm direttament kif ukoll indirettament f'din il-kumpannija. Konkretament, uħud minn dawn l-impjegati għandhom direttament, min-naħa, azzjonijiet ipprivileġġati bi dritt preferenzjali għal dividend fil-kumpannija ta' ġestjoni. Min-naħa l-oħra, uħud minnhom huma azzjonisti esklużivi ta' kumpanniji pubbliċi ta' responsabbiltà limitata b'membru wieħed li huma stess għandhom azzjonijiet ipprivileġġati bi dritt preferenzjali għal dividend tal-kumpannija ta' ġestjoni. L-ishma (indiretti) rispettivi tal-impjegati kkonċernati jew tal-kumpanniji pubbliċi ta' responsabbiltà limitata li huma jżommu fil-kapital azzjonarju tal-kumpannija ta' ġestjoni jammontaw f'żewġ każijiet għal 2 % kif ukoll għal 4 %, 5 %, 12 % u 25.1 %.

24. Mill-profitti tagħha inklużi fil-bilanċ ta' bejn l-2015 u l-2018, il-kumpannija ta' ġestjoni qassmet dividend kull sena fil-forma ta' ħlasijiet ta' darba lill-impjegati kkonċernati jew lill-kumpanniji pubbliċi ta' responsabbiltà limitata b'membru wieħed imsemmija iktar 'il fuq. Fl-2016, l-ammont totali tad-dividendi mħallsa lil dawn l-azzjonisti kien ta' madwar 661 miljun forint (HUF) u fl-2017 madwar HUF 110 miljun. Fl-2016, il-ħlasijiet lill-impjegati kkonċernati, ippreżentati bħala remunerazzjoni, kienu jammontaw għal total ta' madwar HUF 17 miljun u fl-2017, madwar HUF 10 miljun.

25. Permezz ta' deċiżjoni tal-11 ta' April 2019, il-MNB stieden lill-kumpannija ta' ġestjoni sabiex tadatta l-politika ta' remunerazzjoni tagħha għar-rekwiżiti regolatorji f'terminu ta' 90 jum. Huwa impona wkoll multa lill-kumpannija ta' ġestjoni għall-ksur tad-dispożizzjonijiet nazzjonali dwar il-politiki ta' remunerazzjoni fil-qasam tas-servizzi finanzjarji li jittrasponu d-dispożizzjonijiet rilevanti tad-Direttivi 2009/65 u 2011/61.

26. Skont il-MNB, id-dividendi mħallsa jinċentivaw lill-impjegati kkonċernati, min-natura tagħhom stess, sabiex jiġġeneraw profitti partikolarment għoljin u għal żmien qasir għall-kumpannija ta' ġestjoni. Dawn jistgħu għalhekk iħeġġuhom jidħlu, fid-deċiżjonijiet ta' investiment, għal riskji li huma inkompatibbli mal-profil ta' riskju tal-fondi amministrati u li jistgħu jkunu ta' detriment fit-tul għall-investituri ta' dawn il-fondi. Fl-aħħar mill-aħħar, jiġu evitati ir-regoli dwar id-differiment tal-elementi ta' remunerazzjoni bbażati fuq il-prestazzjoni.

27. Fil-kuntest tar-rikors tagħha kontra din id-deċiżjoni, il-kumpannija ta' ġestjoni kkunsidrat li l-ħlas ta' dividendi ma kienx jikkostitwixxi, *a fortiori*, remunerazzjoni fis-sens tal-Artikolu 13 u tal-Anness II tad-Direttiva 2011/61 jew tal-Artikoli 14a u 14b tad-Direttiva 2009/65. Fil-fatt, dawn il-ħlasijiet ma kinux irċevuti mill-impjegati kkonċernati bħala korrispettiv għas-servizzi tagħhom, iżda għat-tqegħid għad-dispożizzjoni ta' kapital fil-kapaċità tagħhom ta' azzjonisti. F'dan ir-rigward, imur kontra l-prinċipju ta' trattament ugwali tal-azzjonisti li r-riċezzjoni ta' dividendi mill-impjegati kkonċernati jkun suġġett għal regoli ta' remunerazzjoni. Fi kwalunkwe każ, ir-raġuni għaliex ir-riċezzjoni ta' dividendi għandu jinċentiva l-ġenerazzjoni ta' profitti fuq terminu qasir ma hijiex evidenti. Għall-kuntrarju, bħala azzjonisti maġġoritarji tal-kumpannija ta' ġestjoni, l-impjegati kkonċernati kien ikollhom interess fil-fatt li din il-kumpannija tikseb kemm jista' jkun riżultati tajbin fit-tul.

28. Il-qorti tal-ewwel istanza talbet effettivament li dawn l-argumenti jiġu miċħuda. B'mod partikolari, hija qablet mal-argument tal-MNB li jgħid li l-ħlas ta' dividendi jkollu l-effett li jevita d-dispożizzjonijiet dwar id-differiment tal-elementi ta' remunerazzjoni varjabbli minħabba sproporzjon kbir bejn l-ammont totali tal-ħlasijiet ikklassifikati bħala remunerazzjoni u l-ħlas tad-dividendi.

IV. Id-domanda preliminari u l-proċedura quddiem il-Qorti tal-Ġustizzja

29. Ir-rikors ippreżentat mill-kumpannija ta' ġestjoni kontra din id-deċiżjoni huwa pendenti quddiem il-qorti tar-rinviju, il-Kúria (il-Qorti Suprema, l-Ungerija). Din iddeċidiet li tissospendi l-proċeduri quddiemha u li tagħmel lill-Qorti tal-Ġustizzja, skont l-Artikolu 267 TFUE, id-domanda preliminari li ġejja:

"Jibqgħu rregolati mill-politika ta' remunerazzjoni tal-ġestjonarji ta' fondi ta' investiment id-dividendi mqassma lill-persuni inkwistjoni

a) direttament minħabba l-istatus tagħhom ta' detenturi ta' azzjonijiet ipprivileġġati bi dritt preferenzjali għal dividend fil-ġestjonarju ta' fondi ta' investiment, u

b) permezz ta' kumpanniji pubbliċi ta' responsabbiltà limitata b'membru wieħed li huma l-proprjetà tal-ġestjonarji inkwistjoni li għandhom azzjonijiet ipprivileġġati bi dritt preferenzjali għal dividend f'dan il-ġestjonarju ta' fondi?"

30. Din id-domanda preliminari kienet is-suġġett ta' osservazzjonijiet bil-miktub min-naħa tar-rikorrenti fil-kawża prinċipali, tal-MNB, tal-Gvern Pollakk, tal-Gvern Ungeriż kif ukoll tal-Kummissjoni Ewropea. Bil-għan tal-preparazzjoni tas-seduta tat-28 ta' Ottubru 2021, l-ESMA, fuq stedina tal-Qorti tal-Ġustizzja, ippreżentat osservazzjonijiet bil-miktub, skont it-tieni paragrafu tal-Artikolu 24 tal-Istatut tal-Qorti tal-Ġustizzja. Il-parteċipanti fis-seduta, jiġifieri r-rikorrenti fil-kawża prinċipali, il-MNB, il-Gvern Ungeriż u l-Kummissjoni, kellhom l-opportunità jippreżentaw l-osservazzjonijiet tagħhom dwar dawn l-ispjegazzjonijiet.

V. Evalwazzjoni ġuridika

31. Permezz tad-domanda tagħha, il-qorti tar-rinviju tistaqsi, essenzjalment, jekk, jew f'liema ċirkustanzi, il-ħlas ta' dividendi lill-impjegati maniġerjali ta' kumpannija ta' ġestjoni tal-fondi, li fl-istess ħin jagħmlu parti direttament jew indirettament f'din il-kumpannija, għandu jiġi organizzat b'mod li jissodisfa r-rekwiżiti relatati mal-politiki ta' remunerazzjoni sodi tal-maniġers ta' fondi, kif huma ddefiniti b'mod partikolari mid-Direttivi 2009/65 u 2011/61.

32. Fil-fatt, fil-kawża prinċipali, il-MNB, fil-funzjoni tiegħu ta' awtorità superviżorja, ordna lill-kumpannija ta' ġestjoni rikorrenti sabiex tadatta l-politika tagħha ta' remunerazzjoni ta' tali ħlasijiet għal dawn ir-rekwiżiti u impona multa għall-ksur allegat.

33. Skont l-Artikolu 13(1) tad-Direttiva 2011/61 (dwar l-AIF) u l-Artikolu 14a(1) tad-Direttiva 2009/65 (dwar il-UCITS), il-fondi ta' investiment jew il-kumpanniji li jamministrawhom jeħtieġ li jiżviluppaw u japplikaw politika ta' remunerazzjoni li hija instrumentali u kompatibbli ma' ġestjoni soda u effikaċi tar-riskji għal ċerti kategoriji ta' impjegati, b'mod partikolari għal membri tal-bord tad-diretturi[7]. Dan jirrikjedi li l-imsemmija politika ta' remunerazzjoni la tiffavorixxi it-teħid tar-riskji inkompatibbli mal-profili ta' riskju, mal-kundizzjonijiet kuntrattwali jew mal-istatuti tal-fondi amministrati u lanqas timpedixxi lill-kumpannija ta' ġestjoni taġixxi fl-aħjar interess tal-fondi.

[7] Il-fatt li, fil-kawża prinċipali, l-impjegati kkonċernati jaqgħu taħt il-kamp ta' applikazzjoni *ratione personae* tar-regoli ta' remunerazzjoni previsti mid-Direttivi 2009/65 u 2011/61 ma huwiex ikkontestat mill-qorti tar-rinviju u lanqas ma jidhirli li għandu jiġi kkontestat. Din hija r-raġuni għalfejn dawn il-konklużjonijiet huma intiżi biss sabiex jeżaminaw il-kamp ta' applikazzjoni *ratione materiae* tad-dispożizzjonijiet dwar politiki sodi ta' remunerazzjoni.

34. B'dan il-mod, dawn id-dispożizzjonijiet isegwu żewġ għanijiet[8]. Minn naħa, l-istabbiltà tas-swieq finanzjarji għandha tiġi żgurata peress li t-teħid ta' riskji kbar jista' jwassal għall-ħolqien ta' spekulazzjoni jew għal "evalwazzjoni falza" ta' titoli riskjużi ħafna. Min-naħa l-oħra, għandhom jiġu protetti l-interessi tal-investituri li jistgħu jkunu f'kunflitt mal-interessi ta' maniġers ta' fond kemm mill-perspettiva tar-riskju kif ukoll tas-sostenibbiltà tad-deċiżjonijiet ta' investiment: Din it-theddida tista' tirriżulta mill-fatt li dawn tal-aħħar għandhom interess proprju fil-valur miżjud fi żmien qasir mill-fondi amministrati permezz ta' remunerazzjoni bbażata fuq il-prestazzjoni żviluppata b'mod mhux ġust.

35. L-Anness II tad-Direttiva 2011/61 u l-Artikolu 14b tad-Direttiva 2009/65 jinkludu sensiela ta' prinċipji u kriterji konkreti li din il-politika ta' remunerazzjoni jeħtieġ li tosserva. Dawn jinkludu fost l-oħrajn dispożizzjonijiet dwar il-proporzjon bejn l-elementi fissi u dawk ibbażati fuq il-prestazzjoni tar-remunerazzjoni (ara s-subparagrafu (j) rispettivament) u d-dispożizzjonijiet dwar id-differiment tal-elementi bbażati fuq il-prestazzjoni kif ukoll dwar il-kundizzjonijiet materjali tal-ħlas tagħhom (ara, pereżempju, is-subparagrafi (h), (n) u (o)).

36. Madankollu mill-perspettiva tal-qorti tar-rinviju, dawn id-dispożizzjonijiet ma jistgħux jiġu applikati *a fortiori* fil-kawża prinċipali, peress li, fi kwalunkwe każ, id-dividendi ma jitħallsux formalment lill-impjegati kkonċernati bħala korrispettiv għas-servizzi dovuti skont il-kuntratt ta' impjieg. Għall-kuntrarju, dawn jingħataw lill-impjegati minħabba l-kapaċità tagħhom ta' azzjonisti (ipprivileġġati) tal-kumpannija ta' ġestjoni. Għal din ir-raġuni, skont din il-qorti, il-ħlasijiet ma jistgħux, *a priori*, jaqgħu taħt il-kunċett ta' "remunerazzjoni" fis-sens tad-dispożizzjonijiet iċċitati iktar 'il fuq.

A. Fuq il-kunċett ta' "remunerazzjoni" fis-sens tad-Direttivi 2009/65 u 2011/61

37. La d-Direttivi 2009/65 u 2011/61 u lanqas ir-Rakkomandazzjoni tal-Kummissjoni 2009/384, liema prinċipji huma l-bażi ta' dawn id-direttivi[9], ma jinkludu definizzjoni legali tal-kunċett ta' "remunerazzjoni". Minn dan jirriżulta biss li l-politika u l-prattika ta' remunerazzjoni jinkludu elementi fissi u varjabbli tas-salarji u tal-benefiċċji diskrezzjonali tal-pensjoni[10].

38. Il-Linji Gwida tal-ESMA adottati abbażi tad-direttivi[11] jispeċifikaw il-kunċett ta' "remunerazzjoni" fis-sens li, l-ewwel, huma inklużi l-forom kollha ta' ħlas u ta' servizzi mħallsa mill-kumpannija ta' ġestjoni jew mill-AIFM. It-tieni, dan il-kunċett jinkludi kemm l-ammonti kollha mħallsa mill-UCITS jew mill-AIF stess inkluż kull sehem ta' tariffi ta' prestazzjoni mħallsa direttament jew indirettament favur l-impjegati kkonċernati kif ukoll il-kumpens għal prestazzjoni[12]. It-tielet, dan jinkludi wkoll it-trasferimenti kollha ta' ishma tal-UCITS jew tal-AIF. L-elementi kollha msemmija iktar 'il fuq tar-remunerazzjoni għandhom komuni, skont dawn il-linji gwida, li jingħataw inkambju ta' servizzi professjonali pprovduti mill-impjegati kkonċernati tal-AIFM jew mill-kumpannija ta' ġestjoni tal-UCITS[13].

39. F'dawn iċ-ċirkustanzi, jidher li huma diversi l-argumenti favur li l-ħlas ta' dividendi bħal dawk inkwistjoni fil-kawża prinċipali ma jistgħux jaqgħu taħt il-kunċett ta' "remunerazzjoni".

8 Ara l-premessi 1, 2 u 3 tad-Direttiva 2011/61 kif ukoll l-Artikolu 45(8) tagħha.
9 Ara l-premessa 26 tad-Direttiva 2011/61 u l-premessa 5 tad-Direttiva 2014/91.
10 Ara, pereżempju, l-Artikolu 14a(2) tad-Direttiva 2009/65 u l-punt 1 tal-Anness II tad-Direttiva 2011/61.
11 Ara l-punt 13 ta' dawn il-konklużjonijiet.
12 Ara d-definizzjoni legali li tinsab fl-Artikolu 4(1)(d) tad-Direttiva 2011/61.
13 Ara l-punt 11 tal-Linji Gwida 2016/575 u l-punt 10 tal-Linji Gwida 2013/232.

40. Madankollu, f'dan ir-rigward, mill-punt 17 tal-Linji Gwida 2013/232 jew mill-punt 15 tal-Linji Gwida 2016/575 jirriżulta li d-dividendi jew id-distribuzzjonijiet simili li l-impjegati kkonċernati jirċievu bħala proprjetarji ta' kumpannija ta' ġestjoni huma esklużi mill-kamp ta' applikazzjoni ta' dawn il-linji gwida biss "sakemm l-eżitu materjali tal-ħlas ta' tali dividendi ma jirriżultax f'ċirkumvenzjoni tar-regoli rilevanti dwar ir-rimunerazzjoni". Il-punt 15 tal-Linji Gwida 2013/232 jikkonferma li l-ħlas ta' dividendi jistgħu jikkostitwixxu forom ta' ċirkumvenzjoni ta' politika ta' remunerazzjoni xierqa u jagħtu lok għal użu abbużiv minn remunerazzjoni bbażata fuq il-prestazzjoni. Bl-istess mod, l-Artikolu 14b(1)(r) tad-Direttiva 2009/65 jipprevedi li r-remunerazzjoni varjabbli ma tistax titħallas fil-forma ta' strumenti jew ta' proċeduri li jiffaċilitaw iċ-ċirkumvenzjoni tar-rekwiżiti ta' din id-direttiva.

41. B'dan il-mod, il-Linji Gwida jindikaw li l-applikabbiltà tad-dispożizzjonijiet dwar ir-remunerazzjoni jkollha impatt biss fuq l-effetti ta' ħlas mistenni u mhux fuq id-deżinjazzjoni tal-kunċett tal-ħlas. Dan saħansitra japplika wkoll b'mod vinkolanti fid-dawl tal-għan ta' dawn id-dispożizzjonijiet. Fil-fatt, skont il-premessi 1 sa 5 tar-Rakkomandazzjoni tal-Kummissjoni 2009/384, id-definizzjoni tal-politiki ta' remunerazzjoni tikkonċerna regolazzjoni tal-aġir[14]. Konsegwentement, kull struttura li tista' toħloq inċentivi finanzjarji potenzjalment ta' ħsara u, għaldaqstant, mhux xierqa jeħtieġ li tinftiehem b'mod li tissodisfa r-rekwiżiti ta' ġestjoni soda tar-riskji.

42. Għalhekk, il-kwistjoni dwar jekk ħlas ta' dividendi għandux jiġi kkunsidrat bħala "remunerazzjoni" fis-sens ta' dawn id-direttivi ma hijiex determinanti għas-soluzzjoni tal-kawża prinċipali. Fil-fatt, din il-kawża għandha bħala suġġett il-legalità tad-deċiżjoni tal-MNB li permezz tagħha, dan ordna lill-kumpannija ta' ġestjoni rikorrenti tadatta l-politika ta' remunerazzjoni tagħha f'dak li jirrigwarda l-ħlas tad-dividendi mad-dispożizzjonijiet nazzjonali li jittrasponu d-Direttivi 2009/65 u 2011/61. Madankollu dawn tal-aħħar jeħtieġ ukoll li jiġu osservati, anki jekk ħlas ta' dividendi permezz ta' azzjonijiet (preferenzjali) lill-bord tad-diretturi tal-kumpannija ta' ġestjoni tal-fondi ta' investiment ikkonċernati għandu jitqies li jevita d-dispożizzjonijiet dwar ir-remunerazzjoni.

B. Fuq iċ-ċirkumvenzjoni tad-dispożizzjonijiet dwar ir-remunerazzjoni

43. Il-punt tat-tluq tal-evalwazzjoni tal-eżistenza ta' ċirkumvenzjoni tad-dispożizzjonijiet dwar ir-remunerazzjoni jeħtieġ, min-naħa tiegħu, li jkun l-għan ta' dawn id-dispożizzjonijiet, hekk kif b'mod partikolari hekk kif diġà ġie espost fil-punti 33 u 34 kif ukoll 41 ta' dawn il-konklużjonijiet.

44. B'hekk, ċirkumvenzjoni ta' dawn id-dispożizzjonijiet jeħtieġ li tiġi preżunta jekk l-organizzazzjoni konkreta tal-ħlas li ma jitwettaqx formalment bħala "remunerazzjoni" tista', bl-istess mod, tinċentiva lill-impjegati kkonċernati jieħdu deċiżjonijiet fil-ġestjoni tal-fondi li huma inkompatibbli mal-profili ta' riskju, mal-kundizzjonijiet kuntrattwali jew mal-istatuti jew tinċentivahom jaġixxu kontra l-interessi ta' dawn il-fondi jew tal-investituri tagħhom. Inċentiv bħal dan ma jkunx kompatibbli mad-dispożizzjonijiet dwar ir-remunerazzjoni u għalhekk ma jistax jinħoloq permezz taċ-ċirkumvenzjoni ta' ħlasijiet oħra.

[14] Ara l-punt 1 u n-nota ta' qiegħ il-paġna 2 ta' dawn il-konklużjonijiet. Ara wkoll il-premessa 2 tad-Direttiva 2014/91 li tipprovdi li t-tfassil korrispondenti ta' strutturi ta' remunerazzjoni għandu jippermetti li jintlaħaq "kontroll tat-teħid ta' riskji minn individwi".

45. Il-kwistjoni dwar jekk dan huwiex il-każ tista' tiġi evalwata biss fid-dawl tal-każ konkret u dan għandu jiġi vverifikat mill-qorti tar-rinviju. Madankollu, sabiex din tal-aħħar tingħata risposta utli għas-soluzzjoni tat-tilwima li tressqet quddiemha, għandhom jitfakkru l-kriterji li hija għandha teżamina waqt din l-evalwazzjoni [15].

46. Skont il-MNB, fil-kawża prinċipali jeżisti riskju ta' ċirkumvenzjoni tad-dispożizzjonijiet dwar ir-remunerazzjoni, sa fejn l-impjegati kkonċernati, bħala azzjonisti (indiretti) tal-kumpannija ta' ġestjoni, ikollhom interess finanzjarju proprju li din tiġġenera, fi żmien qasir, l-ikbar profitti possibbli, li sussegwentement parti minnhom jitqassmu lilhom fil-forma ta' dividendi pprivileġġati. Għaldaqstant, dawn huma inklinati li jassumu riskji partikolarment kbar fid-deċiżjonijiet ta' investiment relatati mal-fondi amministrati minn din il-kumpannija u sabiex jimmiraw il-profitti fuq medda qasira ta' żmien.

47. Madankollu, l-ishma miżmuma (indirettament) mill-impjegati kkonċernati għandhom, l-ewwel, biss interess finanzjarju proprju relatat ma' profitti kemm jista' jkun kbar tal-*kumpannija ta' ġestjoni*. Fil-fatt, dawn jiddeterminaw il-portata tad-dividendi li jistgħu jitqassmu.

48. Madankollu, il-profitti kbar tal-kumpannija ta' ġestjoni ma jistgħux jiġu sempliċement assimilati mal-profitti ġġenerati mill-investiment fil-*fondi amministrati ta' investiment*. Għall-kuntrarju, jistgħu jiġu kkunsidrati sitwazzjonijiet differenti ħafna f'dan ir-rigward, skont il-modalitajiet ta' organizzazzjoni u ta' funzjonament tal-fondi differenti. Għalhekk, huwa komuni li fond ta' investiment jiġi organizzat fil-forma ta' fondi speċjali ta' investiment bil-proprjetà maqsuma proporzjonalment mill-investituri tal-fond ikkonċernat u totalment separat mill-patrimonju tal-kumpannija ta' ġestjoni. Ċertament, parti mid-dħul tal-fond speċjali ta' investiment tiġi tipikament allokata għall-patrimonju tal-kumpannija ta' ġestjoni u b'hekk tinfluwenza l-portata tat-tqassim tad-dividendi mill-kumpannija. Madankollu, skont il-kundizzjonijiet ta' investiment u tal-modalitajiet ta' organizzazzjoni, huma biss l-ammonti fissi intiżi sabiex ikopru l-ispejjeż tal-persunal u tal-amministrazzjoni li jistgħu jitħallsu lill-kumpannija ta' ġestjoni, u li ma jiddependux mill-prestazzjoni tal-fondi jew li huma dovuti indipendentement minnha.

49. Huwa għalhekk li l-MNB ammetta wkoll waqt is-seduta li jista' jkun hemm każijiet fejn id-dritt li jiġu rċevuti dividendi ma jinċentivax b'mod sinjifikattiv id-deċiżjonijiet ta' investiment riskjużi f'dak li jikkonċerna l-fondi amministrati.

50. Il-possibbiltà ta' ħlas ta' dividendi għalhekk tinkoraġġixxi biss profitti partikolarment kbar u għalhekk potenzjalment riskjużi fir-rigward tal-fondi amministrati mill-kumpannija ta' ġestjoni sa fejn dawn il-profitti jiddeterminaw b'mod rilevanti l-portata tat-tqassim tad-dividendi.

51. Konsegwentement, fl-ewwel lok, għandu jiġi eżaminat jekk it-tqassim ta' dividendi mill-kumpannija ta' ġestjoni huwiex tant dipendenti fuq il-prestazzjoni tal-fondi amministrati li dan iwassal għal inċentivi ta' aġir simili għal dawk ta' remunerazzjoni varjabbli jew ibbażata fuq il-prestazzjoni (ara punt 1).

15 Ara, f'dan is-sens, is-sentenzi tas-26 ta' Jannar 2010, Transportes Urbanos y Servicios Generales (C-118/08, EU:C:2010:39, punt 23); tal-10 ta' Ġunju 2010, Fallimento Traghetti del Mediterraneo (C-140/09, EU:C:2010:335, punt 24), kif ukoll id-digriet tat-22 ta' Ottubru 2014, Mineralquelle Zurzach (C-139/14, EU:C:2014:2313, punt 28).

52. F'dan ir-rigward, jiddependi fl-aħħar mill-aħħar mill-proporzjon tal-kumpannija ta' ġestjoni mal-fondi kkonċernati sabiex tiġi stabbilita ċirkumvenzjoni tad-dispożizzjonijiet dwar ir-remunerazzjoni. B'hekk fit-tieni lok għandu jiġi eżaminat jekk dan il-proporzjon huwiex żviluppat b'mod li jikkorrispondi mal-prinċipji ta' politika ta' remunerazzjoni soda (ara l-punt 2).

1. Fuq l-eżistenza ta' inċentivi rilevanti ta' aġir

53. F'dan il-każ, il-Gvern Ungeriż sostna, matul il-proċedura quddiem il-Qorti tal-Ġustizzja, li d-dħul tal-kumpannija ta' ġestjoni – li jippreżupponi, b'mod definittiv, il-possibbiltà tagħha li tqassam id-dividendi lill-impjegati kkonċernati – huwa kompost minn spejjeż amministrattivi fissi u tip ta' kummissjoni bbażata fuq il-prestazzjoni. Din il-kummissjoni tikkorrispondi għal perċentwali ddeterminata minn qabel tal-parti mir-redditu tal-fond ta' investiment ikkonċernat li jeċċedi r-redditu mmirat jew stabbilit skont il-kundizzjonijiet kuntrattwali jew l-istatuti rispettivi. Din l-espożizzjoni ma ġietx ikkontestata mir-rikorrenti waqt is-seduta fil-kawża prinċipali.

54. Din it-tfassil jekk wieħed jassumi li jiddeskrivi b'mod korrett il-funzjonament tal-kumpannija ta' ġestjoni rikorrenti – fatt li għandu jiġi ddeterminat mill-qorti tar-rinviju, jixbah lil mudell ta' "kumpens għal prestazzjoni" [16] L-unika differenza tidher li tinsab fil-fatt li l-parti ta' redditu stabbilita minn qabel ma titħallasx direttament mill-fondi amministrati lill-impjegati kkonċernati – f'dan il-każ, il-ħlas ikun koprut faċilment mid-dispożizzjonijiet dwar ir-remunerazzjoni [17]. Għall-kuntrarju, din il-parti tar-redditu hija, l-ewwel, attribwita lill-kumpannija ta' ġestjoni u titħallas lill-impjegati kkonċernati biss sussegwentement permezz tad-dividendi.

55. Madankollu, jirriżulta li dan it-tfassil jidher għalhekk adegwat, bħal mudell ta' kumpens ta' prestazzjoni, li joffri inċentiv paragunabbli għal dak ta' remunerazzjoni bbażata fuq il-prestazzjoni. Fil-fatt, ladarba l-kummissjoni bbażata fuq il-prestazzjoni ssir parti mill-patrimonju tal-kumpannija ta' ġestjoni, parti minnha hija, fi kwalunkwe każ, imqassma fil-forma ta' dividendi lill-azzjonisti, jiġifieri l-impjegati kkonċernati. Ekonomikament, il-kumpannija ta' ġestjoni taġixxi biss, f'dan ir-rigward, bħala aġenzija tal-pagamenti. L-istess japplika għal kull kumpannija b'kapital azzjonarju intermedjarja oħra. Minn dan isegwi li l-fatt li d-dividend li jirriżulta mir-redditu miżjud jitħallas direttament jew indirettament lill-impjegati kkonċernati permezz ta' kumpanniji pubbliċi ta' responsabbiltà limitata b'membru wieħed intermedjarji ma jaffettwax l-eżistenza ta' inċentiv ta' aġir korrispondenti [18]

56. Kuntrarjament għal dak li ssostni r-rikorrenti fil-kawża prinċipali, ir-rabta bejn il-prestazzjoni tal-fondi ta' investiment amministrati u t-tqassim ta' dividendi ma hijiex wisq indiretta fiż-żewġ każijiet. Dan japplika indipendentement minn jekk l-impjegati kkonċernati jew il-kumpanniji b'kapital azzjonarju allokati kompletament għall-patrimonju tagħhom iżommux azzjonijiet ipprivileġġati bi dritt preferenzjali għal dividend jew azzjonijiet mogħnija bi drittijiet tal-vot fil-kumpannija ta' ġestjoni. Dan ma setax jiġi kkjarifikat b'mod definittiv matul is-seduta. Dan għaliex fl-ewwel każ, dawn għandhom garanzija ta' dividend. F'dan l-aħħar każ, sa fejn l-impjegati kkonċernati jidhru li jżommu flimkien iktar minn 50 % tal-kapital azzjonarju [19], huma jistgħu, fi kwalunkwe każ, jiddeċiedu dwar it-tqassim tad-dividendi.

[16] Ara d-definizzjoni legali li tinsab fl-Artikolu 4(1)(d) tad-Direttiva 2011/61.

[17] Ara l-Artikolu 14b(3) tad-Direttiva 2009/65: "[...] imħallas direttament mill-UCITS stess, inkluż onorarji ta' prestazzjoni [...]", jew il-punt 2 tal-Anness II tad-Direttiva 2011/61: "[...] kull ammont imħallas mill-AIF innifsu, inkluż il-carried interest, [...]"

[18] Ara, f'dak li jirrigwarda l-istruttura tal-azzjonisti tal-kumpannija ta' ġestjoni, il-punt 23 ta' dawn il-konklużjonijiet.

[19] Ara wkoll, f'dan ir-rigward, il-punt 23 ta' dawn il-konklużjonijiet.

57. Madankollu, ma huwiex suffiċjenti li jiġi kkunsidrat li hemm ċirkumvenzjoni *per se* tad-dispożizzjonijiet dwar ir-remunerazzjoni. Fil-fatt, skont il-leġiżlatur, interess finanzjarju proprju fil-prestazzjoni tal-fondi amministrati ma jikkostitwixxix neċessarjament inċentiv mhux xieraq għall-maniġers impjegati ta' fondi kkonċernati.

58. F'dan ir-rigward, l-Artikolu 14b(1)(m) tad-Direttiva 2009/65 u l-punt 1(m) tal-Anness II tad-Direttiva 2011/61 jipprevedu espressament li mill-inqas 50 % tar-remunerazzjoni varjabbli *għandha* tkun ikkostitwita mill-ishma tal-AIF jew tal-UCITS ikkonċernati jew strumenti oħra ta' inċentivi daqstant effettivi. L-idea hija li interess finanzjarju proprju fil-prestazzjoni tal-fond, maħluq minn dritt personali għal parti ekonomika tar-redditu, jikkostitwixxi bħala prinċipju inċentiv mixtieq. Madankollu, dan ikun il-każ biss jekk is-sitwazzjoni tal-interessi tal-impjegati kkonċernati hija, f'dan ir-rigward, paragunabbli ma' dik tal-investituri tal-fondi[20].

59. Għaldaqstant, għandha tiġi eżaminata separatament, fit-tieni lok, il-kwistjoni dwar jekk l-organizzazzjoni konkreta tal-ħlas tistabbilixxix inċentiv xieraq ta' aġir.

2. Fuq in-natura xierqa tal-inċentiv ta' aġir

60. Peress u sa fejn il-kumpannija ta' ġestjoni taġixxi biss bħala aġenzija tal-pagamenti, dan l-eżami għandu jsir billi jittieħdu inkunsiderazzjoni r-rekwiżiti li permezz tagħhom il-kumpannija ta' ġestjoni tikseb id-dritt li tirċievi l-kummissjoni bbażata fuq il-prestazzjoni deskritta fil-punt 53. Fil-fatt, it-tqassim tad-dividendi lill-impjegati kkonċernati hija biss il-konsegwenza ta' dan.

61. F'dan ir-rigward, il-premessa 7 tad-Direttiva 2014/91 tipprevedi espressament li l-prinċipji li jirregolaw politika soda ta' remunerazzjoni japplikaw ukoll għall-ħlas imwettaq mill-UCITS lil kumpanniji ta' ġestjoni jew lil kumpanniji ta' investiment. Ir-raġuni hija preċiżament li, fil-każ kuntrarju, id-dispożizzjonijiet dwar ir-remunerazzjoni jistgħu jiġu evitati bis-sempliċi intervent ta' kumpannija b'kapital azzjonarju.

62. Minn analiżi tal-prinċipji u tal-kriterji li jinsabu fl-Artikolu 14b tad-Direttiva 2009/65 u fil-punt 1 tal-Anness II tad-Direttiva 2011/61, li jirreferu għat-tfassil tar-remunerazzjoni varjabbli jew ibbażata fuq il-prestazzjoni, jirriżulta li dawn huma intiżi preċiżament sabiex japprossimaw l-interessi tal-impjegati kkonċernati ma' dawk tal-investituri u li jiżguraw li l-impjegati kkonċernati huma wkoll affettwati minn telf eventwali u mhux sempliċement jipparteċipaw fil-profitti. Fil-fatt, fil-każ kuntrarju, ir-riskju ta' telf ta' deċiżjoni ta' investiment ma għandux, mill-perspettiva tal-impjegat ikkonċernat, rwol dirett fuq l-ammont tar-remunerazzjoni tiegħu. Dan jinvolvi r-riskju li dawn l-impjegati jieħdu deċiżjonijiet inkompatibbli mal-profili ta' riskju, mal-kundizzjonijiet kuntrattwali jew mal-istatuti tal-fondi amministrati jew kuntrarji għall-interessi tal-investituri.

63. B'mod iktar preċiż, skont dawn id-dispożizzjonijiet, allinjament tas-sitwazzjonijiet ta' interess jista' jinkiseb, b'mod partikolari, permezz ta' perijodi ta' differiment raġonevoli għall-ħlasijiet li dawn l-istrumenti jagħtu dritt għalihom (ara, rispettivament, il-punti (m) u (n)) jew il-perijodi ta' projbizzjoni għall-bejgħ tagħhom[21], li huma marbuta mat-tul tad-detenzjoni tal-ishma tal-investituri l-oħra. Dan jiżgura għalhekk li valur miżjud fuq perijodu qasir, li jerġa' jevapora

[20] Ara f'dan is-sens il-punti 132 u 133 tal-Linji Gwida 2013/232 kif ukoll il-punti 134 u 135 tal-Linji Gwida 2016/575.

[21] Ara, f'dan ir-rigward, il-punti 141 u 143 tal-Linji Gwida 2016/575 u l-punti 139 u 141 tal-Linji Gwida 2013/232 sabiex jiġu ġġustifikati l-perijodi ta' projbizzjoni u l-perijodi ta' differiment.

fit-tul tipiku tad-detenzjoni tal-ishma tal-fond ikkonċernat minn investitur, ma jagħtix vantaġġ lill-maniġers ta' fond involuti b'mod antiċipat u għalhekk mhux iġġustifikat (ara wkoll, f'dan ir-rigward, il-punt (h)). Barra minn hekk, jistgħu jsiru korrezzjonijiet xierqa sat-tneħħija tar-remunerazzjoni varjabbli fil-każ ta' prestazzjoni ħażina tal-fondi kkonċernati (iktar 'il quddiem: "internalizzazzjoni tat-telf", ara l-punt (o)).

64. Barra minn hekk, proporzjon raġonevoli bejn ir-remunerazzjoni fissa u dik ibbażata fuq il-prestazzjoni (ara, f'dan ir-rigward, il-punt (j)) jikkontribwixxi, minn naħa, sabiex il-maniġers ta' fond ma jkunux totalment dipendenti mir-remunerazzjoni varjabbli, li tiddependi fil-parti l-kbira mill-iżviluppi tas-suq li ma jistgħux jiġu influwenzati. Minn dan isegwi li, anki fil-każ fejn is-servizzi professjonali pprovduti jkunu suffiċjentement remunerati mir-remunerazzjoni fissa, ir-remunerazzjoni varjabbli tonqos jew tibqa' kompletament ridotta minħabba l-prestazzjoni ħażina tal-fondi amministrati[22]. Min-naħa l-oħra, din hija intiża sabiex tiggarantixxi li l-inċentivi effettivi għall-prestazzjoni jiġu madankollu maħluqa.

65. Il-kwistjoni dwar jekk jeżistux mekkaniżmi bħal dawk deskritti fil-punt 63 fil-kawża prinċipali ma tirriżultax mid-deċiżjoni tar-rinviju. Konkretament, il-qorti tar-rinviju jeħtieġ li tieħu inkunsiderazzjoni, fl-eżami tagħha, liema perijodu huwa previst sabiex jiġi ddeterminat jekk ir-redditu mmirat inqabiżx u, għaldaqstant, tagħti dritt għall-ħlas tal-kummissjoni bbażat fuq il-prestazzjoni lill-kumpannija ta' ġestjoni (ara, f'dan ir-rigward, rispettivament, il-punt (h)) jew jekk ikunu previsti perijodi ta' differiment (ara l-punti (n) u (o)).

66. Fil-fatt, tali mekkaniżmi jistgħu jiżguraw li l-kummissjoni titħallas biss jekk il-prestazzjoni tal-fondi fit-tul tiġġustifika dan. Jekk, min-naħa l-oħra, il-kummissjoni bbażata fuq il-prestazzjoni ssir eżiġibbli minn meta r-redditu mmirat jinqabeż f'ċerta data finali, li jinjora kompletament ir-riżultat tal-fond wara l-iskadenza tal-kuntratt, is-sitwazzjoni ta' interessi ta' investituri tal-fond u tal-impjegati kkonċernati ma hijiex paragunabbli f'dan ir-rigward.

67. Mill-perspettiva tar-rikorrenti fil-kawża prinċipali, ma jistax, fi kwalunkwe każ, jitqies b'mod ġenerali li l-perspettiva ta' ħlas ta' dividendi tinkoraġġixxi lill-impjegati kkonċernati jikkuntrattaw riskji fi żmien qasir jew eċċessivi, sa fejn huma jkollhom interess li jirċievu dividendi fuq livell adegwat fit-tul. Madankollu, kif ġustament jirrileva l-Gvern Ungeriż, is-suċċess ta' mudell bħal dak inkwistjoni fil-kawża prinċipali[23] jiġi kkumpensat unilateralment. Fil-fatt, jekk il-fondi kkonċernati ma jeċċedux ir-redditu mmirat, jew saħansitra ma jġarrbu ebda telf, ma tiġi ddistribwita ebda kummissjoni bbażata fuq il-prestazzjoni lill-kumpannija ta' ġestjoni, li tista', jekk ikun il-każ, tevita l-ħlas ta' dividendi matul is-sena kkonċernata. Madankollu, f'dan il-każ, l-impjegati jżommu dejjem ir-remunerazzjoni fissa tagħhom u, eventwalment, parti mir-remunerazzjoni varjabbli tagħhom. B'mod partikolari, jekk dan huwa l-każ, fatt li għandu jiġi vverifikat mill-qorti tar-rinviju, jista' jkun hemm internalizzazzjoni insuffiċjenti tat-telf f'dan ir-rigward.

68. Barra minn hekk, l-impjegati kkonċernati jkollhom dritt għat-tqassim ta' dividendi mill-kumpannija ta' ġestjoni biss jekk il-fond jeċċedi l-aspettattivi tiegħu. Minn dan isegwi li l-impjegati kkonċernati għandhom *a priori* interess biss fil-profitti partikolarment kbar ta' fondi ta' investiment amministrati, li ġeneralment jippreżentaw riskji għolja ta' telf. Dan il-fatt huwa għalhekk ta' natura li jiffavorixxi t-teħid ta' riskji eċċessivi, b'mod partikolari fl-assenza ta' mekkaniżmi bħal dawk deskritti fil-punti 63 u 65 ta' dawn il-konklużjonijiet.

22 Ara, f'dan ir-rigward, il-punt 94 tal-Linji Gwida 2013/232 u l-punt 96 tal-Linji Gwida 2016/575.

23 Ara l-punt 53 ta' dawn il-konklużjonijiet.

69. Il-MNB jinsisti, barra minn hekk, fuq id-differenza notevoli bejn l-ammont totali tal-ħlas tad-dividendi u l-ammont totali tal-ħlasijiet ikklassifikati bħala remunerazzjoni. Tal-ewwel kien, skont l-indikazzjonijiet li huwa pprovda fl-2017, madwar għaxar darbiet, jew, fl-2016, ftit iktar minn 38 darba ikbar l-ammont totali tar-remunerazzjoni [24].

70. F'dan ir-rigward, il-Linji Gwida tal-ESMA jissuġġerixxu li sproporzjon kbir bejn ir-remunerazzjoni varjabbli u r-remunerazzjoni fissa, jew bejn l-ammont totali tal-ħlas tad-dividendi u dak tar-remunerazzjoni, bħal f'dan il-każ, jista' wkoll ikun kuntrarju fih innifsu għad-dispożizzjonijiet dwar ir-remunerazzjoni. Fil-fatt, dawn iqisu, f'dan ir-rigward, li interess finanzjarju proprju kbir wisq tal-maniġers ta' fond ikkonċernati fil-prestazzjoni tal-fondi amministrati jista' jiffavorixxi t-teħid ta' riskji eċċessivi. B'mod partikolari, dawn jikkunsidraw li hemm konċentrazzjoni eċċessiva tal-proprjetà ta' ishma f'fond amministrat minn wieħed mill-maniġers tiegħu [25]. Madankollu, din l-idea tidher li tista' tiġi trasposta għal sitwazzjoni bħal dik f'dan il-każ fejn l-impjegati kkonċernati jista' jkollhom interess kbir wisq fil-profitti tal-fondi amministrati permezz tas-sehem indirett tagħhom f'dawn il-profitti.

71. Konsegwentement, jekk il-qorti tar-rinviju kellha tikkonkludi, waqt l-eżami taċ-ċirkustanzi kollha msemmija iktar 'il fuq, li l-implimentazzjoni konkreta tal-ħlas tad-dividendi tista' tinkoraġġixxi lill-impjegati kkonċernati sabiex jidħlu f'riskji eċċessivi jew sabiex jaġixxu kontra l-interessi ta' dawn il-fondi u tal-investituri tagħhom, hija jkollha tikkonstata ċirkumvenzjoni tad-dispożizzjonijiet dwar ir-remunerazzjoni.

3. Riżultat intermedju

72. Mill-kunsiderazzjonijiet preċedenti jirriżulta li l-ħlas ta' dividendi lil impjegati maniġerjali ta' kumpannija ta' ġestjoni tal-fondi li jkollhom simultanjament sehem dirett jew indirett fiha għandu jissodisfa d-dispożizzjonijiet dwar politika soda ta' remunerazzjoni meta dan il-ħlas jista' jwassal, fl-effett tiegħu, sabiex dawn id-dispożizzjonijiet jiġu evitati.

73. Dan jippreżumi li l-portata tad-dritt li jinġabru dividendi tkun tant dipendenti fuq il-prestazzjoni tal-fondi amministrati li toħloq inċentivi ta' aġir simili għal dawk ta' remunerazzjoni varjabbli jew ibbażata fuq il-prestazzjoni u li għalhekk il-kumpannija ta' ġestjoni tal-fondi taġixxi biss bħala aġenzija tal-pagamenti. F'każ bħal dan, ikun hemm ċirkumvenzjoni jekk is-sehem tal-kumpannija ta' ġestjoni tal-fondi fil-profitti tal-fondi amministrati jkun fih innifsu kuntrarju għad-dispożizzjonijiet dwar ir-remunerazzjoni. Dan huwa, min-naħa tiegħu, il-każ meta l-implimentazzjoni konkreta ta' dan is-sehem tiffavorixxi t-teħid ta' riskji eċċessivi jew fl-assenza ta' mekkaniżmi li jippermettu li jintlaħaq bilanċ raġonevoli bejn l-interessi fl-inċentivi maħluqa u l-interessi fit-tul tal-kumpannija ta' ġestjoni, tal-fondi li hija tamministra u tal-investituri tagħha.

C. Fuq il-ksur tad-drittijiet ta' azzjonist bl-applikazzjoni tad-dispożizzjonijiet dwar ir-remunerazzjoni għall-ħlas tad-dividendi

74. Ir-rikorrenti tikkontesta din id-deċiżjoni fil-kawża prinċipali peress li l-premessa 28 tad-Direttiva 2011/61 u l-premessa 10 tad-Direttiva 2014/91 jipprovdu li d-dispożizzjonijiet dwar ir-remunerazzjoni ma jippreġudikawx l-eżerċizzju komplet tad-drittijiet fundamentali kif ukoll

[24] Ara l-punt 24 ta' dawn il-konklużjonijiet.

[25] Ara l-punt 135 tal-Linji Gwida 2016/575 u l-punt 133 tal-Linji Gwida 2013/232.

tar-regoli ġuridiċi applikabbli fir-rigward tad-drittijiet tal-azzjonisti. Minn dan hija tiddeduċi li d-dividendi rċevuti mill-impjegati kkonċernati fil-kapaċità tagħhom ta' azzjonisti ma jistgħux ikunu suġġetti għad-dispożizzjonijiet dwar il-politika ta' remunerazzjoni soda.

75. F'dan ir-rigward, għandu jiġi ammess, qabel kollox, li l-applikazzjoni tad-dispożizzjonijiet dwar ir-remunerazzjoni għall-ħlas tad-dividendi tista' twassal għal limitazzjoni tad-drittijiet ta' azzjonist. F'dan ir-rigward, mill-ġurisprudenza tal-Qorti tal-Ġustizzja jirriżulta li kemm il-proprjetà ta' azzjonijiet kif ukoll id-dritt li jiġu rċevuti dividendi li jirriżultaw minnhom huma protetti mill-Artikolu 17(1) tal-Karta tad-Drittijiet Fundamentali tal-Unjoni Ewropea (iktar 'il quddiem il-"Karta") [26]. B'mod partikolari, il-Qorti tal-Ġustizzja diġà ddeċidiet li r-rimbors tardiv jew limitat ta' azzjonijiet f'każ ta' rtirar ta' azzjonist jikkostitwixxi ndħil fid-dritt fundamentali għall-proprjetà [27]. Bl-istess mod, ċerti dispożizzjonijiet dwar ir-remunerazzjoni, bħar-regoli ta' differiment, li jemendaw jew jillimitaw *ratione temporis* id-dritt li jiġu rċevuti dividendi [28], jew il-perijodi ta' projbizzjoni li jipprojbixxu l-ħlas ta' azzjonijiet matul ċertu perijodu [29], għandhom ukoll jitqiesu li jippreġudikaw dan id-dritt fundamentali.

76. Madankollu, f'dan il-każ, il-punt ta' konnessjoni għall-applikazzjoni tad-dispożizzjonijiet dwar ir-remunerazzjoni ma huwiex it-tqassim ta' dividendi iżda l-ħlas minn qabel tal-kummissjoni bbażata fuq il-prestazzjoni lill-kumpannija ta' ġestjoni [30]. Ċertament, dan jikkundizzjona l-portata tad-dividendi; madankollu, id-dritt li jitħallsu dividendi ma huwiex limitat jew emendat bil-fatt li d-dritt għall-kummissjoni bbażata fuq il-prestazzjoni tal-kumpannija ta' ġestjoni huwa suġġett għal ċerti rekwiżiti.

77. Madankollu, anki meta wieħed ikun irid jikkunsidra l-ksur tad-drittijiet tal-azzjonisti, mill-premessa 28 tad-Direttiva 2011/61 u l-premessa 10 tad-Direttiva 2014/91 ma jistax jiġi konkluż li tali ksur ikun ġeneralment inammissibli.

78. Ċertament, ir-rikorrenti fil-kawża prinċipali ġustament tirrileva li l-Linji Gwida jeskludu espressament, f'postijiet differenti, l-applikazzjoni tad-dispożizzjonijiet dwar ir-remunerazzjoni għas-sitwazzjonijiet legali li jirriżultaw mill-funzjoni ta' azzjonist. Il-punt 16 tal-Linji Gwida 2013/232 jippreċiża, pereżempju, li l-ħlas li jsir bil-mezzi taħt il-kumpens għal prestazzjoni ma jaqax taħt id-dispożizzjonijiet dwar il-politiki ta' remunerazzjoni soda meta jirrappreżentaw redditu proporzjonali għall-investimenti tal-impjegati kkonċernati fl-AIF. Madankollu, ir-raġuni hija li, f'każ bħal dan, l-impjegati kkonċernati huma sempliċement investituri tal-fond u, konsegwentement, is-sitwazzjoni tagħhom ta' interessi tikkoinċidi ma' dik tal-investituri l-oħra. Għalhekk ma huwiex neċessarju li jiġu limitati d-drittijiet tagħhom bħala azzjonisti.

79. Madankollu, fil-kawża prinċipali, is-sitwazzjoni hija differenti: ċertament, bħala azzjonisti tal-kumpannija ta' ġestjoni, l-impjegati kkonċernati investew fiha f'xi mument; ir-redditu ttrasferit lill-kumpannija ta' ġestjoni mill-mudell deskritt fil-punt 53 ta' dawn il-konklużjonijiet u mħallsa fil-forma ta' dividendi lill-impjegati kkonċernati ma ġewx iġġenerati minn dan il-kapital. Konsegwentement, ma jistax jiġi eskluż li kunflitt ta' interessi f'dan ir-rigward jista' jinkoraġġixxi lill-impjegati kkonċernati jieħdu riskji ikbar fil-ġestjoni tal-kapital tal-investituri.

[26] Ara f'dan is-sens is-sentenzi tal-20 ta' Settembru 2016, Ledra Advertising *et* vs Il-Kummissjoni u BĊE (C-8/15 P sa C-10/15 P, EU:C:2016:701, punt 73) u tas-16 ta' Lulju 2020, Adusbef u Federconsumatori (C-686/18, EU:C:2020:567, punt 88).

[27] Sentenza tas-16 ta' Lulju 2020, Adusbef u Federconsumatori (C-686/18, EU:C:2020:567, punt 88).

[28] Artikolu 14b(1)(m) tad-Direttiva 2009/65 u l-punt 1(m) tal-Anness II tad-Direttiva 2011/91.

[29] Ara l-punti 140 *et seq*. tal-Linji Gwida 2016/575.

[30] Ara, f'dan ir-rigward, il-punti 54 u 55 kif ukoll 65 ta' dawn il-konklużjonijiet.

80. Madankollu, skont ġurisprudenza stabbilita, meta tali kunflitt ta' interessi jirriskja li jinkoraġġixxi lil maniġer ta' fond jaġixxi kontra l-interessi tal-investituri, tal-istabbiltà finanzjarja jew tal-integrità tas-suq, l-eżerċizzju tad-dritt fundamentali għall-proprjetà jista' jkun suġġett għal restrizzjonijiet. Jeħtieġ ukoll li dawn ir-restrizzjonijiet effettivament jissodisfaw l-għanijiet segwiti u ma jikkostitwixxux, fid-dawl ta' dawn l-għanijiet, intervent sproporzjonat u intollerabbli li jippreġudika s-sustanza stess tad-dritt fundamentali għall-proprjetà [31].

81. Fir-rigward tal-għan li tiġi ggarantita l-istabbiltà tas-swieq finanzjarji, il-Qorti tal-Ġustizzja diġà ddeċidiet li dan għandu interess ġenerali u għalhekk, bħala prinċipju, jista' jiġġustifika restrizzjoni tad-drittijiet ta' azzjonist [32]. L-istess għandu japplika f'dak li jirrigwarda l-għan ta' protezzjoni tal-investituri.

82. Kif ġie spjegat preċedentement, l-applikazzjoni tad-dispożizzjonijiet dwar ir-remunerazzjoni tista' tikkontribwixxi għall-istabbiliment ta' bilanċ tal-interessi bejn, minn naħa, l-inċentivi finanzjarji trażmessi permezz tal-ħlas ta' dividendi u, min-naħa l-oħra, l-interessi fit-tul tal-fond u tal-investituri tiegħu [33]. Għalhekk, l-applikazzjoni ta' dawn id-dispożizzjonijiet tissodisfa oġġettivament l-għan li jikkonsisti fil-promozzjoni ta' ġestjoni solida tar-riskji u li b'hekk tiġi żgurata l-aqwa protezzjoni possibbli tal-investituri kif ukoll l-istabbiltà tas-swieq finanzjarji kollha kemm huma.

83. Fl-aħħar nett, il-limitazzjonijiet għad-drittijiet tal-azzjonisti previsti mid-dispożizzjonijiet dwar ir-remunerazzjonijiet lanqas ma jistgħu jitqiesu li huma sproporzjonati peress li din hija dejjem limitazzjoni *ratione temporis* ta' ċerti drittijiet, bħalma huma r-regoli ta' differiment u l-perijodi ta' projbizzjoni.

84. F'dawn iċ-ċirkustanzi, il-leġiżlatur seta' ġustament iqis li d-drittijiet ta' azzjonist kellhom iċedu f'sitwazzjonijiet fejn jeżisti riskju li jiġu kompromessi l-għanijiet ta' protezzjoni tal-investituri u tal-istabbiltà tas-swieq finanzjarji. Tali riskju ma jinħassx biss fis-sitwazzjonijiet irregolati direttament mid-dispożizzjonijiet dwar ir-remunerazzjonijiet, iżda wkoll fil-każ fejn dawn jiġu evitati. Dan ma jinvolvix ksur tal-Artikolu 17(1) tal-Karta u b'hekk lanqas ma jikkostitwixxi ksur tal-premessa 28 tad-Direttiva 2011/61 u l-prinċipji msemmija fil-premessa 10 tad-Direttiva 2014/91.

VI. Konklużjoni

85. Fid-dawl tal-kunsiderazzjonijiet preċedenti, nipproponi lill-Qorti tal-Ġustizzja tirrispondi kif ġej għad-domanda preliminari magħmula mill-Kúria (il-Qorti Suprema, l-Ungerija):

Il-ħlas ta' dividendi lil impjegati maniġerjali ta' kumpannija ta' ġestjoni ta' fondi, li jkollhom simultanjament sehem dirett jew indirett fiha, jeħtieġ li josserva d-dispożizzjonijiet relatati ma' politika soda ta' remunerazzjoni stabbilita fl-Artikolu 14b tad-Direttiva 2009/65/KE u fl-Artikolu 13 kif ukoll fl-Anness II tad-Direttiva 2011/61/UE, meta dan il-ħlas jista' jkollu l-effett li jevita dawn id-dispożizzjonijiet.

31 Sentenzi tal-20 ta' Settembru 2016, Ledra Advertising *et* vs Il-Kummissjoni u BĊE (C-8/15 P sa C-10/15 P, EU:C:2016:701, punti 69 u 70) u tas-16 ta' Lulju 2020, Adusbef u Federconsumatori (C-686/18, EU:C:2020:567, punt 85). Ara wkoll, f'dan ir-rigward, l-Artikolu 52(1) tal-Karta.

32 Sentenzi tad-19 ta' Lulju 2016, Kotnik *et* (C-526/14, EU:C:2016:570, punti 66, 88 u 91); tat-8 ta' Novembru 2016, Dowling *et* (C-41/15, EU:C:2016:836, punti 51 u 54), u tas-16 ta' Lulju 2020, Adusbef u Federconsumatori (C-686/18, EU:C:2020:567, punt 86).

33 Ara, f'dan ir-rigward, il-punti 63 u 64 ta' dawn il-konklużjonijiet.

Dan jippreżumi li l-portata tad-dritt li jinġabru dividendi tkun tant dipendenti fuq il-prestazzjoni tal-fondi amministrati li toħloq inċentivi ta' aġir simili għal dawk ta' remunerazzjoni varjabbli jew ibbażata fuq il-prestazzjoni u li għalhekk il-kumpannija ta' ġestjoni tal-fondi taġixxi biss bħala aġenzija tal-pagamenti. F'każ bħal dan, ikun hemm ċirkumvenzjoni jekk is-sehem tal-kumpannija ta' ġestjoni tal-fondi fil-profitti tal-fondi amministrati jkun fih innifsu kuntrarju għad-dispożizzjonijiet dwar ir-remunerazzjoni. Dan huwa l-każ meta l-organizzazzjoni konkreta ta' dan is-sehem tiffavorixxi t-teħid eċċessiv ta' riskji. L-istess japplika fl-assenza ta' mekkaniżmi li jippermettu li jiġi żgurat bilanċ raġonevoli tal-interessi bejn l-inċentivi maħluqa u l-interessi fit-tul tal-kumpannija ta' ġestjoni, tal-fondi amministrati minnha u tal-investituri tagħha. Hija l-qorti nazzjonali li għandha tagħmel dan fil-kuntest ta' analiżi globali taċ-ċirkustanzi kollha tal-każ individwali.