



# Zbiór Orzeczeń

OPINIA RZECZNIK GENERALNEJ  
JULIANE KOKOTT  
przedstawiona w dniu 16 grudnia 2021 r.<sup>1</sup>

**Sprawa C-352/20**

**HOLD Alapkezelő Befektetési Alapkezelő Zrt.  
przeciwko  
Magyar Nemzeti Bank**

[wniosek o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym złożony przez Kúria (sąd najwyższy, Węgry)]

Odesłanie prejudycjalne – Regulacja rynków finansowych – Fundusze inwestycyjne – Dyrektywy 2009/65/WE i 2011/61/UE – Polityka wynagrodzeń spółek zarządzania kapitałem i spółek inwestycyjnych – Zasady prawidłowej polityki wynagrodzeń – Wytyczne 2013/232 i 2016/575 Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) – Wypłata dywidendy na rzecz pracowników kierowniczego szczebla spółki zarządzającej funduszami, będących jednocześnie akcjonariuszami tej spółki – Zachęta do podejmowania nadmiernego ryzyka – Obejście zasad prawidłowych polityk wynagrodzeń

## I. Wprowadzenie

1. Stabilność i integralność rynków finansowych wymaga prawidłowego zarządzania ryzykiem przez instytucje finansowe i firmy inwestycyjne. Zdaniem prawodawcy europejskiego podejmowanie nadmiernego ryzyka przez niektórych uczestników rynku finansowego, takich jak doradcy inwestyjni i osoby zarządzające funduszami, może być jednak wspierane przez niewłaściwe praktyki w zakresie wynagrodzeń, ponieważ mogą one stwarzać niewłaściwe zachęty w tym zakresie<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Język oryginału: niemiecki.

<sup>2</sup> Zobacz zasadniczo motywy 1–5 zalecenia Komisji 2009/384/WE z dnia 30 kwietnia 2009 r. w sprawie polityki wynagrodzeń w sektorze usług finansowych (Dz.U. 2009, L 120, s. 22), na którym opierają się odpowiednie akty prawne (zob. także przypisy 3 i 4). Badania empiryczne potwierdzają ten związek, zob. np. Bebchuk, Fried, *Pay without performance*, Cambridge, Harvard University Press, 2004; Kaplan, *Are U.S. CEOs Overpaid?*, *Academy of Management Perspectives*, Vol. 22 (2008), s. 5–20.

2. Z tego względu w szczególności dyrektywy 2009/65/WE<sup>3</sup> i 2011/61/UE<sup>4</sup> stanowią, że państwa członkowskie wymagają od sektora funduszy inwestycyjnych ustanowienia i stosowania polityk wynagrodzeń, które wspierają prawidłowe i skuteczne zarządzanie ryzykiem i nie zachęcają do podejmowania ryzyka niezgodnego z odpowiednimi profilami ryzyka, regulaminami i dokumentami założycielskimi właściwych funduszy inwestycyjnych.

3. W postępowaniu głównym Magyar Nemzeti Bank (narodowy bank Węgier, zwany dalej „MNB”), działając jako organ nadzoru nad rynkiem finansowym, podjął interwencję wobec spółki zarządzającej funduszami, która wypłaca dywidendy różnym członkom jej zarządu z uwagi na to, że posiadają oni bezpośrednio lub pośrednio akcje tej spółki. W opinii MNB powyższe wypłaty dywidend stanowią część polityki wynagrodzeń, która może stać na przeszkodzie prawidłowemu zarządzaniu ryzykiem. Wynika to z faktu, że własny interes finansowy osób zarządzających funduszami w otrzymywaniu jak najwyższych wypłat dywidend mógłby skłaniać te osoby do podejmowania w krótkim okresie zbyt dużego ryzyka poprzez swoje decyzje inwestycyjne, co w dłuższej perspektywie mogłoby być szkodliwe dla inwestorów zarządzanych funduszy.

4. W tym kontekście sąd odsyłający zwrócił się do Trybunału z pytaniem, czy wymogi prawa Unii dotyczące polityk wynagrodzeń w sektorze usług finansowych mają w ogóle zastosowanie do takiej sytuacji, ponieważ dywidendy nie stanowią formalnie wynagrodzenia za świadczone usługi. Jak zostanie pokazane poniżej, w pytaniu tym chodzi o to, kiedy wynikający z prawa spółek udział w zyskach spółki zarządzającej funduszami może skłaniać osoby zarządzające funduszami do podejmowania ryzyka podobnego do tego, jakie może występować w przypadku wypłaty niektórych zmiennych składników wynagrodzenia.

## II. Ramy prawne

5. Unijne przepisy dotyczące wynagrodzeń w sektorze funduszy inwestycyjnych, zawarte w dyrektywie 2011/61 (w sprawie alternatywnych funduszy inwestycyjnych, zwanych dalej w skrócie „AFI”) i w dyrektywie 2009/65 (w sprawie tzw. przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe, zwanych dalej w skrócie „UCITS”), opierają się na zaleceniu Komisji 2009/384<sup>5</sup> i są określone na poziomie przepisów wykonawczych w wytycznych wydanych przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (zwany dalej „ESMA”).

<sup>3</sup> Zobacz w szczególności art. 14a i 14b dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (Dz.U. 2009, L 302, s. 32), zmienionej dyrektywą Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/91/UE z dnia 23 lipca 2014 r. zmieniającą dyrektywę 2009/65/WE w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) w zakresie funkcji depozytariusza, polityki wynagrodzeń i sankcji (Dz.U. 2014, L 257, s. 186) (zwanej dalej „dyrektywą 2009/65”).

<sup>4</sup> Zobacz w szczególności art. 13 i załącznik II do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektywy 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 (Dz.U. 2011, L 174, s. 1) (zwanej dalej „dyrektywą 2011/61”).

<sup>5</sup> Zobacz motyw 26 dyrektywy 2011/61 i motyw 5 dyrektywy 2014/91.

## **1. Zalecenie Komisji 2009/384**

6. W motywach 1, 2, 3 i 5 zalecenia Komisji 2009/384 przedstawiono główne założenia polityki Unii w zakresie wynagrodzeń w sektorze usług finansowych:

- „(1) Podejmowanie nadmiernego ryzyka w branży usług finansowych, a w szczególności w bankach i przedsiębiorstwach inwestycyjnych, przyczyniło się do bankructw przedsiębiorstw finansowych i do problemów systemowych w państwach członkowskich oraz na poziomie ogólnoświatowym. Problemy te rozprzestrzeniły się na resztę gospodarki, obciążając społeczeństwo wysokimi kosztami.
- (2) Mimo iż niewłaściwe praktyki w zakresie wynagrodzeń w branży usług finansowych nie były główną przyczyną kryzysu finansowego, do którego doszło w latach 2007–2008, istnieje powszechna zgoda co do tego, że nakłaniały one również do podejmowania nadmiernego ryzyka, a tym samym przyczyniły się do znacznych strat wiodących przedsiębiorstw finansowych.
- (3) Praktyki w zakresie wynagrodzeń pozostawały w dużej części branży usług finansowych w sprzeczności z zasadami efektywnego i rozsądnego zarządzania ryzykiem. Skłaniały one do wynagradzania zysków krótkoterminowych i motywowały pracowników do podejmowania działań obarczonych nieuzasadnionym ryzykiem, które zapewniały wyższe dochody w krótkim okresie, narażając jednocześnie przedsiębiorstwa finansowe na potencjalnie wyższe straty w perspektywie długoterminowej.

[...]

- (5) Stworzenie odpowiednich zachęt w ramach samego systemu wynagrodzeń powinno zmniejszyć obciążenia systemu zarządzania ryzykiem i zwiększyć prawdopodobieństwo, że systemy te staną się efektywne. Istnieje zatem potrzeba ustanowienia zasad rozsądnej polityki wynagrodzeń”.

## **2. Dyrektywa 2011/61**

7. Dyrektywa 2011/61 w art. 1 reguluje kwestię zezwoleń, bieżącej działalności i przejrzystości zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (alternative investment fund managers – ZAFI). Zgodnie z art. 4 ust. 1 lit. b) tej dyrektywy ZAFI oznacza osoby prawne, których stała działalność polega na zarządzaniu jednym lub większą liczbą AFI.

8. Motyw 24 dyrektywy 2011/61 brzmi następująco:

„W celu zapobieżenia ewentualnemu niekorzystnemu wpływowi źle zaprojektowanych struktur wynagrodzeń na rozsądne zarządzanie ryzykiem i kontrolę podejmowania ryzyka przez osoby fizyczne, należy wyraźnie zobowiązać ZAFI, aby w odniesieniu do kategorii pracowników, których działalność zawodowa ma istotny wpływ na profil ryzyka AFI, którymi zarządzają, ustanowili i stosowali politykę i praktyki w zakresie wynagrodzeń, które są zgodne z rozsądnym i skutecznym zarządzaniem ryzykiem. Te kategorie pracowników powinny obejmować przynajmniej kadre kierowniczą wyższego szczebla, osoby podejmujące decyzje obciążone ryzykiem, osoby pełniące funkcje kontrolne [...]”.

9. W art. 4 ust. 1 lit. d) zdefiniowano pojęcie „wynagrodzenia dodatkowego”:

„»wynagrodzenie dodatkowe« oznacza udział w zyskach AFI przypadających ZAFI jako wynagrodzenie za zarządzanie AFI z wykluczeniem jakiegokolwiek udziału w zyskach AFI przypadających ZAFI z tytułu jakiegokolwiek inwestycji dokonanej przez ZAFI w AFI”.

10. Zgodnie z art. 13 ust. 1 akapit drugi dyrektywy 2011/61 ZAFI określają politykę i praktyki w zakresie wynagrodzeń zgodnie z załącznikiem II do tej dyrektywy.

11. Załącznik II do dyrektywy 2011/61 stanowi:

„1. Ustanawiając i stosując politykę całkowitych wynagrodzeń, obejmującą wynagrodzenia i nieokreślone z góry świadczenia emerytalne, dla tych kategorii pracowników, [...] ZAFI przestrzegają następujących zasad, w taki sposób i w takim zakresie, który odpowiada ich wielkości, wewnętrznej organizacji oraz charakterowi, zakresowi i złożoności ich działalności:

[...]

h) ocena osiągnięć jest rozpatrywana w wieloletnich ramach właściwych dla cyklu życia AFI zarządzanego przez ZAFI w celu zapewnienia, aby proces oceny był oparty na osiągnięciach w dłuższym okresie i rzeczywistą wypłatę składników wynagrodzenia zależących od osiągnięć rozłożoną w czasie uwzględniającym politykę umorzeń AFI zarządzanego przez ten ZAFI i jego ryzyko inwestycyjne;

[...]

j) proporcja stałych i zmiennych składników łącznego wynagrodzenia jest odpowiednio wyważona, a stałe składniki stanowią na tyle dużą część łącznego wynagrodzenia, aby możliwe było prowadzenie całkowicie elastycznej polityki dotyczącej zmiennych składników wynagrodzenia, w tym niewypłacanie zmiennych składników wynagrodzenia;

[...]

m) w zależności od struktury prawnej AFI oraz jego regulaminu lub dokumentów założycielskich, znaczna część, a w każdym razie co najmniej 50% jakiegokolwiek zmiennego wynagrodzenia składa się z jednostek uczestnictwa lub udziałów danego AFI lub odpowiadających im tytułów własności, lub instrumentów z nimi związanych, lub odpowiadających im instrumentów niepieniężnych, chyba że zarządzanie AFI stanowi poniżej 50% całkowitego portfela zarządzanego przez ZAFI, w którym to przypadku minimalny próg 50% nie ma zastosowania.

Instrumenty, o których mowa w niniejszej literze, podlegają właściwej polityce wstrzymywania służącej dostosowaniu zachęt do interesów ZAFI i AFI, którym on zarządza, oraz inwestorów tych AFI. [...] Niniejsza litera ma zastosowanie zarówno do części odroczonego składnika wynagrodzenia zmiennego zgodnie z lit. n), jak i do części nieodroczonego wynagrodzenia zmiennego;

n) znaczna część, a w każdym razie przynajmniej 40% zmiennych składników wynagrodzenia, jest rozłożona we właściwym czasie z uwagi na cykl życia i politykę umorzeń danego AFI i jest właściwie dostosowana do charakteru ryzyka danego AFI.

Okres, o którym mowa w niniejszej literze, wynosi co najmniej trzy do [pięciu] lat, chyba że cykl życia danego AFI jest krótszy; wynagrodzenie płatne w ramach uzgodnień o odroczeniu wypłaty przysługuje nie wcześniej, niż wynika to z zasady proporcjonalności; w przypadku wyjątkowo wysokich zmiennych składników wynagrodzenia przynajmniej 60% kwoty wypłacane jest w ramach uzgodnień o odroczeniu wypłaty;

- o) zmienne wynagrodzenie, w tym część wypłacana w ramach uzgodnień o odroczeniu wypłaty, jest wypłacane jedynie wówczas, jeśli jest to właściwe w sytuacji finansowej ZAFI jako całości i uzasadnione osiągnięciami jednostki spółki, AFI i danej osoby.

Całkowite zmienne wynagrodzenie jest znacznie obniżane, gdy wyniki finansowe ZAFI lub danego AFI są niższe od oczekiwanych lub ujemne, z uwzględnieniem zarówno obecnych premii, jak i zmniejszenia wypłat kwot zarobionych wcześniej, między innymi poprzez system kar lub wycofanie aktywów;

[...]

- r) wynagrodzenie zmienne nie jest wypłacane przy pomocy kanałów bądź metod ułatwiających niewypełnienie wymogów niniejszej dyrektywy.

2. Zasady określone w ust. 1 mają zastosowanie do wszelkich typów wynagrodzeń wypłacanych przez ZAFI, do wszelkich kwot wypłacanych bezpośrednio przez sam AFI, w tym wynagrodzenia dodatkowego, oraz do każdego przekazania jednostek uczestnictwa lub udziałów AFI, dokonanych na korzyść tych kategorii personelu, [...] których działalność zawodowa ma istotny wpływ na ich profil ryzyka lub profile ryzyka AFI, którymi zarządzają.

[...]”.

### **3. Dyrektywa 2009/65**

12. Dyrektywa 2009/65, zmieniona dyrektywą 2014/91, zawiera<sup>6</sup> w art. 14a i 14b przepisy dotyczące polityk wynagrodzeń, które spółki zarządzające UCITS muszą ustanowić dla niektórych kategorii personelu, których działalność zawodowa ma istotny wpływ na profile ryzyka UCITS, którymi zarządzają. Przepisy te odpowiadają zasadniczo regulacjom zawartym w pkt 1 załącznika II do dyrektywy 2011/61.

### **4. Wytyczne ESMA**

13. Zgodnie z art. 13 ust. 2 dyrektywy 2011/61 i art. 14a ust. 4 dyrektywy 2009/65 ESMA wydaje wytyczne w sprawie stosowania zasad prawidłowych polityk wynagrodzeń. W odniesieniu do polityk wynagrodzeń spółek zarządzających UCITS są to wytyczne 2016/575, a w odniesieniu do ZAFI – wytyczne 2013/232 (zwane dalej również „wytycznymi”). Jak wymaga tego motyw 9 dyrektywy 2014/91, wytyczne te są identyczne w wielu aspektach istotnych dla postępowania głównego.

<sup>6</sup> Zobacz przypis 3 niniejszej opinii.

14. Punkt 10 wytycznych 2013/232, który zasadniczo odpowiada pkt 11 wytycznych 2016/575, stanowi:

„Wyłącznie do celów wytycznych i załącznika II do dyrektywy w sprawie ZAFI wynagrodzenie składa się z:

- (i) wszelkich form płatności lub świadczeń wypłacanych przez ZAFI;
- (ii) wszelkich kwot wypłacanych przez sam AFI, w tym *wynagrodzenia dodatkowego*; oraz
- (iii) wszelkich przekazanych jednostek uczestnictwa lub udziałów w AFI;

w zamian za profesjonalne usługi świadczone przez *określony personel* ZAFI.

Do celów ppkt (ii) niniejszego punktu, w każdym przypadku gdy płatności (z wyjątkiem zwrotu kosztów i wydatków) są przekazywane ZAFI bezpośrednio przez AFI na rzecz odpowiednich kategorii pracowników ZAFI w zamian za świadczone profesjonalne usługi, co w przeciwnym wypadku mogłoby skutkować obejściem odpowiednich zasad dotyczących wynagrodzenia, należy je uznać za wynagrodzenie do celów wytycznych i załącznika II do dyrektywy w sprawie ZAFI”.

15. Punkt 15 wytycznych 2013/232, który odpowiada pkt 14 wytycznych 2016/575, brzmi:

„ZAFI powinni dopilnować, aby wynagrodzenie zmienne nie było wypłacane z wykorzystaniem kanałów lub metod służących obejściu przepisów dyrektywy w sprawie ZAFI i niniejszych wytycznych. [...] Okoliczności i sytuacje, które mogą stwarzać znaczne zagrożenie pod tym względem, to: przekształcenie części wynagrodzenia zmiennego w świadczenia, które zazwyczaj nie stanowią zachęty do podejmowania ryzyka; [...] tworzenie struktur lub metod, z wykorzystaniem których wynagrodzenie jest wypłacane w formie dywidend lub podobnej (np. niewłaściwe wykorzystanie opłat za wyniki) oraz niepieniężne korzyści majątkowe przyznawane w ramach mechanizmów motywacyjnych związanych z wynikami”.

16. Punkt 16 wytycznych 2013/232 przewiduje, co następuje:

„Tak zwane »kanały *wynagrodzenia dodatkowego*« są zazwyczaj spółkami komandytowymi (lub innymi podmiotami), które same pełnią w AFI funkcję komandytariuszy wraz z inwestorami zewnętrznymi i są wykorzystywane przez kadrę kierowniczą wyższego szczebla AFI do celów podziału *wynagrodzenia dodatkowego* między tę kadrę w wyniku wniesienia niewielkiego kapitału bądź do celów zaangażowania kapitału większego niż nominalny (tj. współinwestycji) w transakcje dokonywane wspólnie z AFI. Jeżeli płatności dokonywane przez AFI na rzecz odpowiednich pracowników za pośrednictwem takich kanałów *wynagrodzenia dodatkowego* są objęte definicją *wynagrodzenia dodatkowego*, powinny one podlegać przepisom dotyczącym wynagrodzeń określonym w niniejszych wytycznych, natomiast jeżeli stanowią proporcjonalny zysk z jakichkolwiek inwestycji dokonanych przez tych pracowników w AFI (za pośrednictwem kanałów *wynagrodzenia dodatkowego*), nie powinny one podlegać takim przepisom”.

17. Punkt 17 wytycznych 2013/232 odpowiada pkt 15 wytycznych 2016/575:

„Należy także uwzględnić pozycję spółek osobowych i podobnych struktur. Dywidendy lub podobne wypłaty, które wspólnicy otrzymują jako właściciele ZAFI, nie są objęte niniejszymi wytycznymi, chyba że rzeczywistym rezultatem wypłaty takich dywidend jest obejście odpowiednich przepisów dotyczących wynagrodzeń, przy czym jakkolwiek zamiar obejścia takich przepisów nie ma znaczenia”.

18. Zgodnie z pkt 94 wytycznych 2013/232, który odpowiada pkt 96 wytycznych 2016/575, obowiązują następujące zasady:

„W pełni elastyczna polityka dotycząca zmiennych składników wynagrodzenia oznacza zarówno, że złe wyniki powinny skutkować obniżeniem wynagrodzenia zmiennego, ale także, iż w niektórych przypadkach może ono zostać zredukowane do zera. W ujęciu praktycznym oznacza to również, że składnik stały powinien być wystarczająco wysoki, aby stanowić wynagrodzenie za świadczenie profesjonalnych usług zgodnie z wykształceniem, stażem pracy, wymaganym poziomem wiedzy i umiejętności, ograniczeniami i doświadczeniem zawodowym, sektorem działalności oraz regionem. Podstawowa zasada dostosowania ryzyka powinna mieć pośredni wpływ na poziom wynagrodzenia stałego otrzymywanego przez poszczególne osoby”.

19. Punkty 132 i 133 wytycznych 2013/232 odpowiadają zasadniczo pkt 134 i 135 wytycznych 2016/575 i brzmią następująco:

„132. Pracownicy powinni otrzymywać wynagrodzenie w formie instrumentów tylko wtedy, jeżeli nie skutkuje to niedostosowaniem interesów ani nie zachęca do podejmowania ryzyka niezgodnego z profilami ryzyka, regulaminami lub dokumentami założycielskimi właściwych AFI. [...]”

133. W przypadku ZAFI zarządzających większą liczbą AFI w celu zapewnienia zgodności interesów *określonego personelu* z interesami danych AFI, gdy jest to możliwe ze względu na organizację ZAFI i strukturę prawną zarządzanych AFI, *określony personel* powinien otrzymywać instrumenty związane głównie z tymi AFI, w odniesieniu do których prowadzi działalność, pod warunkiem że nie nastąpi nadmierna koncentracja posiadanych instrumentów, która mogłaby sprzyjać podejmowaniu nadmiernego ryzyka przez *określony personel*. [...]”.

20. Punkty 139 i 141 wytycznych 2013/232 odpowiadają punktom 141 i 143 wytycznych 2016/575 i stanowią, co następuje:

„139. W przypadku instrumentów przyznawanych z góry okresy zatrzymania są jedynym dostępnym mechanizmem podkreślającym różnicę między gotówką wypłacaną z góry a instrumentami przyznawanymi z góry w celu dostosowania zachęt do długoterminowych interesów ZAFI i AFI, którymi on zarządza, oraz inwestorów tych AFI.

141. Minimalny okres zatrzymania powinien być wystarczająco długi, aby dostosować zachęty do długoterminowych interesów ZAFI, AFI, którymi on zarządza, i ich inwestorów. Różne czynniki mogą sugerować potrzebę wydłużenia lub skrócenia tego terminu. Dłuższe okresy zatrzymania należy stosować wobec pracowników mających największy wpływ na profil ryzyka ZAFI i AFI, którymi on zarządza”.

### III. Stan faktyczny i postępowanie główne

21. Strona skarżąca w postępowaniu głównym jest spółką zarządzającą różnymi AFI i UCITS (zwaną dalej „spółką zarządzającą”).

22. Spółka zarządzająca wprowadziła od 2014 r. politykę wynagrodzeń obejmującą stałe i zmienne składniki i mającą zastosowanie do określonych kategorii jej pracowników. Do tych pracowników należą cztery osoby będące członkami zarządu.

23. Pracownicy ci są związani ze spółką zarządzającą nie tylko poprzez stosunek pracy, lecz również dlatego, że posiadają oni zarówno bezpośredni, jak i pośredni udział w tej spółce. W szczególności niektórzy z tych pracowników są bezpośrednimi posiadaczami akcji uprzywilejowanych, z którymi wiąże się prawo pierwszeństwa do dywidendy w spółce zarządzającej. Ponadto niektórzy z nich są jedynymi akcjonariuszami zamkniętych jednoosobowych spółek akcyjnych, posiadających z kolei akcje uprzywilejowane spółki zarządzającej, z którymi wiąże się prawo pierwszeństwa do dywidendy. Odpowiednie (pośrednie) udziały danych pracowników, względnie posiadanych przez nich spółek akcyjnych w kapitale zakładowym spółki zarządzającej, wynoszą w dwóch przypadkach 2%, a także 4%, 5%, 12% i 25,1%.

24. Spółka zarządzająca wypłacała corocznie jednorazowo dywidendę z tytułu zysków osiągniętych za lata obrotowe w okresie 2015–2018 na rzecz danych pracowników lub wyżej wymienionych jednoosobowych spółek akcyjnych. W roku 2016 łączna kwota dywidend wypłaconych tym akcjonariuszom wyniosła ok. 661 mln HUF (forintów węgierskich), a w roku 2017 – ok. 110 mln HUF. Płatności określone jako wynagrodzenia dla danych pracowników wyniosły łącznie około 17 mln HUF w roku 2016 i około 10 mln HUF w roku 2017.

25. Decyzją z dnia 11 kwietnia 2019 r., MNB wezwał spółkę zarządzającą do dostosowania w terminie 90 dni jej polityki wynagrodzeń do wymogów regulacyjnych. Nałożył on również karę pieniężną na spółkę zarządzającą za naruszenie krajowych przepisów dotyczących polityk wynagrodzeń w sektorze usług finansowych, które wdrażają odpowiednie przepisy dyrektyw 2009/65 i 2011/61.

26. W opinii MNB wypłaty dywidend ze względu na swój charakter stanowią zachętę dla danych pracowników do generowania szczególnie wysokich i krótkoterminowych zysków dla spółki zarządzającej. Mogłyby one zatem skłaniać tych pracowników do podejmowania – przy decyzjach inwestycyjnych – ryzyka, które nie jest zgodne z profilem ryzyka zarządzanych funduszy, i mogłyby w perspektywie długoterminowej oddziaływać negatywnie na inwestorów tych funduszy. W rezultacie doszłoby w ten sposób – zdaniem MNB – do obejścia przepisów o odroczeniu wypłaty składników wynagrodzenia zależnych od wyników.

27. W skardze na tę decyzję spółka zarządzająca przedstawiła stanowisko, że wypłaty dywidend nie stanowią w ogóle wynagrodzenia w rozumieniu art. 13 i załącznika II do dyrektywy 2011/61 względnie w rozumieniu art. 14a i art. 14b dyrektywy 2009/65. Wynika to z faktu, że dani pracownicy nie otrzymali tych płatności jako wynagrodzenia za swoje usługi, lecz w zamian za wniesienie kapitału jako akcjonariusze. W tym względzie podporządkowanie wypłaty dywidend przez danych pracowników zasadom wynagradzania byłoby sprzeczne z zasadą równego traktowania akcjonariuszy. W każdym razie zdaniem spółki zarządzającej nie jest oczywiste, dlaczego wypłata dywidend miałyby stanowić zachętę do generowania zysków w krótkim okresie. Wręcz przeciwnie, dani pracownicy, jako akcjonariusze większościowi spółki zarządzającej, mają interes w tym, by spółka ta osiągnęła jak najlepsze wyniki w perspektywie długoterminowej.



28. Sąd pierwszej instancji ostatecznie odrzucił te argumenty. Sąd zgodził się w szczególności z opinią MNB, że wypłaty dywidend stanowiły obejście przepisów dotyczących odroczenia wypłaty zmiennych składników wynagrodzenia, ponieważ istniała znaczna dysproporcja między łączną kwotą płatności określonych jako wynagrodzenie a płatnościami z tytułu dywidend.

#### IV. Pytanie prejudycjalne i postępowanie przed Trybunałem

29. Odwołanie spółki zarządzającej od tego wyroku jest rozpatrywane przez sąd odsyłający, Kúria (sąd najwyższy, Węgry). Ten ostatni postanowił zawiesić postępowanie i zwrócić się do Trybunału, na podstawie art. 267 TFUE, z następującym pytaniem prejudycjalnym:

„Czy w zakres polityki wynagrodzeń zarządzających funduszami inwestycyjnymi wchodzi dywidendy wypłacane danym członkom kadry kierowniczej:

- a) bezpośrednio, ze względu na to, że posiadają w zarządzającym funduszami inwestycyjnymi akcje uprzywilejowane, z którymi wiąże się prawo pierwszeństwa do dywidendy; oraz
- b) za pośrednictwem jednoosobowych spółek akcyjnych będących własnością danych członków kadry kierowniczej, posiadających w tych jednoosobowych spółkach akcje uprzywilejowane, z którymi wiąże się prawo do dywidendy?”.

30. Skarżąca w postępowaniu głównym, MNB, rządy polski, węgierski i Komisja Europejska przedstawiły uwagi na piśmie dotyczące tego pytania prejudycjalnego. W ramach przygotowań do rozprawy w dniu 28 października 2021 r. ESMA przedstawiła na wezwanie Trybunału uwagi na piśmie zgodnie z art. 24 akapit drugi statutu Trybunału Unii Europejskiej. Uczestnicy rozprawy, a mianowicie skarżąca w postępowaniu głównym, MNB, rząd węgierski i Komisja, mieli możliwość ustosunkowania się na rozprawie do tych uwag.

#### V. Ocena prawna

31. Poprzez pytanie prejudycjalne sąd odsyłający zmierza zasadniczo do ustalenia, czy, względnie w jakich okolicznościach, wypłata dywidend pracownikom kierowniczego szczebla zatrudnionym w spółce zarządzającej funduszami, którzy jednocześnie posiadają bezpośredni lub pośredni udział w tej spółce, powinna być zorganizowana w taki sposób, aby spełniać wymogi dotyczące prawidłowych polityk wynagrodzeń osób zarządzających funduszami, określone w szczególności w dyrektywach 2009/65 i 2011/61.

32. W postępowaniu głównym MNB, działając jako organ nadzoru, nakazał bowiem skarżącej spółce zarządzającej dostosowanie jej polityki wynagrodzeń w zakresie takich płatności do tych wymogów i nałożył karę pieniężną za rzekome naruszenie.

33. Zgodnie z art. 13 ust. 1 dyrektywy 2011/61 (dotyczącej AFI) oraz art. 14a ust. 1 dyrektywy 2009/65 (dotyczącej UCITS) fundusze inwestycyjne, względnie spółki nimi zarządzające, muszą opracować i stosować politykę wynagrodzeń dla niektórych kategorii pracowników, w szczególności członków zarządu<sup>7</sup>, która jest zgodna z prawidłowym i skutecznym

<sup>7</sup> Okoliczność, że rozpatrywani pracownicy są w postępowaniu głównym objęci podmiotowym zakresem stosowania przepisów dotyczących wynagrodzeń zawartych w dyrektywach 2009/65 i 2011/61, nie budzi wątpliwości sądu odsyłającego i mnie również wydaje się bezsporna. Z tego powodu w niniejszej opinii został zbadany jedynie przedmiotowy zakres postanowień dotyczących prawidłowych polityk wynagrodzeń.

zarządzaniem ryzykiem i sprzyja takiemu zarządzaniu. Wymaga to, aby odpowiednia polityka wynagrodzeń nie zachęcała do podejmowania ryzyka niezgodnego z profilami ryzyka, regulaminami lub dokumentami założycielskimi zarządzanych funduszy ani nie utrudniała spółce zarządzającej działania w najlepszym interesie funduszy.

34. Cel tych przepisów jest przy tym dwojaki<sup>8</sup>. Z jednej strony należy zapewnić stabilność rynków finansowych, ponieważ podejmowanie zbyt dużego ryzyka może prowadzić do powstawania baniek lub „błędnej wyceny” papierów wartościowych o wysokim ryzyku. Z drugiej strony należy chronić interesy inwestorów, z którymi w sprzeczności stać mogą interesy osób zarządzających funduszami w odniesieniu zarówno do ryzyka, jak i stabilności decyzji inwestycyjnych: niebezpieczeństwo to może wynikać z faktu, że ci ostatni mają – za sprawą niewłaściwie skonstruowanych wynagrodzeń uzależnionych od wyników – interes w krótkoterminowym wzroście wartości funduszy, którymi zarządzają.

35. Załącznik II do dyrektywy 2011/61 i art. 14b dyrektywy 2009/65 zawierają szereg zasad i konkretnych kryteriów, które musi spełniać ta polityka wynagrodzeń. Należą do nich między innymi przepisy dotyczące stosunku stałych składników wynagrodzenia do składników zależnych od wyników [zob. w każdym przypadku lit. j)] oraz postanowienia dotyczące odroczenia wypłaty składników zależnych od wyników, jak również materialnych warunków ich wypłaty [zob. np. w każdym przypadku lit. h), n) i o)].

36. Zdaniem sądu odsyłającego przepisy te w ogóle nie mogą jednak mieć zastosowania w postępowaniu głównym, ponieważ dywidendy nie są w tych przypadkach – przynajmniej formalnie – wypłacane danym pracownikom jako wynagrodzenie za czynności, do których są oni zobowiązani na podstawie umowy o pracę. Są im one raczej przyznawane jako (uprzywilejowanym) akcjonariuszom spółki zarządzającej. Z tego powodu, w ocenie tego sądu, płatności te nie mogą a priori mieścić się w pojęciu „wynagrodzenia” w rozumieniu powołanych przepisów.

#### **A. W przedmiocie pojęcia „wynagrodzenia” w rozumieniu dyrektyw 2009/65 i 2011/61**

37. Ani dyrektywy 2009/65 i 2011/61, ani zalecenie Komisji 2009/384, na którego zasadach opierają się te dyrektywy<sup>9</sup>, nie zawierają legalnej definicji pojęcia „wynagrodzenia”. Stwierdzają one jedynie, że polityka i praktyki w zakresie wynagrodzeń obejmują stałe i zmienne składniki wynagrodzenia oraz uznaniowe świadczenia emerytalne<sup>10</sup>.

38. W wytycznych EMSA<sup>11</sup> wydanych na podstawie dyrektyw wyjaśniono, że pojęcie „wynagrodzenia” obejmuje, po pierwsze, wszelkie formy płatności i świadczeń wypłacanych przez spółkę zarządzającą lub ZAFI. Po drugie, zgodnie z tymi wytycznymi obejmuje ono wszelkie kwoty wypłacane przez UCITS lub AFI, w tym każdy udział w opłatach za wyniki (*performance fees*) wypłacanych bezpośrednio lub pośrednio na rzecz danych pracowników, a także wynagrodzenie dodatkowe<sup>12</sup>. Po trzecie, obejmuje ono wszelkie przekazane jednostki uczestnictwa w UCITS lub

<sup>8</sup> Zobacz motywy 1, 2 i 3 dyrektywy 2011/61 oraz jej art. 45 ust. 8.

<sup>9</sup> Zobacz motyw 26 dyrektywy 2011/61 i motyw 5 dyrektywy 2014/91.

<sup>10</sup> Zobacz np. art. 14a ust. 2 dyrektywy 2009/65 i pkt 1 załącznika II do dyrektywy 2011/61.

<sup>11</sup> Zobacz pkt 13 niniejszej opinii.

<sup>12</sup> Zobacz definicję legalną w art. 4 ust. 1 lit. d) dyrektywy 2011/61.

AFI. Zgodnie z tymi wytycznymi wszystkie powyższe składniki wynagrodzenia mają tę wspólną cechę, że są przyznawane w zamian za profesjonalne usługi świadczone przez odpowiednich pracowników ZAFI lub spółki zarządzającej UCITS<sup>13</sup>.

39. W tym kontekście wydaje się, że wiele przemawia za tym, iż wypłaty dywidend, takie jak te będące przedmiotem postępowania głównego, nie mogą być objęte pojęciem „wynagrodzenia”.

40. W tym względzie z pkt 17 wytycznych 2013/232 względnie z pkt 15 wytycznych 2016/575 wynika jednak, że dywidendy lub podobne wypłaty otrzymane przez odpowiednich pracowników jako właścicieli spółki zarządzającej nie są objęte tymi wytycznymi, „chyba że rzeczywistym rezultatem wypłaty takich dywidend jest obejście odpowiednich przepisów dotyczących wynagrodzeń”. Punkt 15 wytycznych 2013/232 potwierdza, że wypłaty dywidend mogą stanowić formę obejścia odpowiedniej polityki wynagrodzeń i mogą prowadzić do niewłaściwego wykorzystania wynagrodzenia opartego na wynikach. W związku z tym art. 14b ust. 1 lit. r) dyrektywy 2009/65 również przewiduje, że wynagrodzenie zmienne nie jest wypłacane przy pomocy instrumentów bądź metod ułatwiających unikanie wypełnienia wymogów określonych w dyrektywie.

41. Z wytycznych wynika zatem, że zastosowanie przepisów dotyczących wynagrodzenia zależy jedynie od skutków oczekiwanej płatności, a nie od jej nazwania. Jest to wręcz konieczne ze względu na cel tych postanowień. Zgodnie z motywami 1–5 zalecenia Komisji 2009/384 przy ustalaniu polityk wynagrodzeń chodzi bowiem o kształtowanie zachowań<sup>14</sup>. W związku z tym wszelkie struktury, które mogą tworzyć potencjalnie szkodliwe i tym samym niewłaściwe zachęty finansowe, muszą być ukształtowane w taki sposób, aby spełniały wymogi prawidłowego zarządzania ryzykiem.

42. Dla rozstrzygnięcia sporu w postępowaniu głównym nie ma zatem decydującego znaczenia, czy wypłatę dywidendy należy uznać za „wynagrodzenie” w rozumieniu tych dyrektyw. Spór ten dotyczy bowiem zgodności z prawem decyzji MNB, w której MNB nakazał skarżącej spółce zarządzającej dostosowanie jej polityki wynagrodzeń w zakresie wypłaty dywidendy do przepisów krajowych wdrażających dyrektywy 2009/65 i 2011/61. Należy ich jednak ostatecznie przestrzegać również wtedy, gdy wypłata dywidendy za pomocą akcji (uprzywilejowanych) na rzecz zarządu spółki zarządzającej danymi funduszami inwestycyjnymi zostanie uznana za obejście przepisów dotyczących wynagrodzeń.

## ***B. W przedmiocie obejścia przepisów dotyczących wynagrodzeń***

43. Jak wyjaśniono już w szczególności w pkt 33 i 34 oraz 41 powyżej, punktem wyjścia dla oceny, kiedy dochodzi do obejścia przepisów dotyczących wynagrodzeń, musi być z kolei ratio legis tych przepisów.

44. W związku z tym należy założyć obejście tych przepisów, jeżeli konkretne ukształtowanie płatności, które formalnie nie są uiszczane jako „wynagrodzenie”, może również stanowić dla danych pracowników zachętę do podejmowania w ramach zarządzania funduszami decyzji niezgodnych z profilami ryzyka, regulaminami lub dokumentami założycielskimi, lub może

<sup>13</sup> Zobacz pkt 11 wytycznych 2016/575 i pkt 10 wytycznych 2013/232.

<sup>14</sup> Zobacz choćby pkt 1 i przypis 2 niniejszej opinii. Zobacz również motyw 2 dyrektywy 2014/91, zgodnie z którym odpowiednie ukształtowanie struktur wynagrodzeń ma na celu zapewnienie „kontrolni podejmowania ryzyka przez osoby fizyczne”.

skłaniać ich do działania wbrew interesom tych funduszy lub ich inwestorów. Taka zachęta byłaby niezgodna z zasadami wynagradzania i dlatego nie może być także tworzona poprzez obejście zakazu przy zastosowaniu innych płatności.

45. Ocena, czy tak jest w istocie, może być dokonana wyłącznie na podstawie konkretnego przypadku, co jest zadaniem sądu odsyłającego. Jednakże, aby udzielić sądowi odsyłającemu użytecznej odpowiedzi w celu rozstrzygnięcia zawisłego przed nim sporu, wskazane jest przeanalizowanie kryteriów, które sąd ten powinien zbadać w ramach tej oceny<sup>15</sup>.

46. Zdaniem MNB w postępowaniu głównym mamy do czynienia z ryzykiem obejścia przepisów dotyczących wynagrodzeń, ponieważ pracownicy, o których mowa, jako (pośredni) akcjonariusze spółki zarządzającej, mają własny interes finansowy w tym, aby spółka zarządzająca osiągnęła w krótkim okresie możliwie jak największe zyski, z których część zostałaby im następnie wypłacona w formie uprzywilejowanych dywidend. W związku z tym są oni skłonni do godzenia się na szczególnie wysokie ryzyko przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych dotyczących funduszy zarządzanych przez tę spółkę oraz do nastawienia się na krótkoterminowe zyski.

47. Jednakże udziały (pośrednio) posiadane przez tych pracowników początkowo prowadzą jedynie do tego, że mają oni własny interes finansowy w możliwie jak największych zyskach *spółki zarządzającej*. Zyski te określają bowiem zakres oczekiwanych wypłat dywidend.

48. Wysokie zyski spółki zarządzającej nie mogą być jednak stawiane po prostu na równi z zyskami generowanymi przez inwestycje w *zarządzane fundusze inwestycyjne*. W zależności od formy organizacyjnej i sposobu działania poszczególnych funduszy można sobie raczej wyobrazić w tym wypadku całkiem różne konstelacje. Na przykład często zdarza się, że fundusz inwestycyjny jest zorganizowany jako majątek odrębny, który jest współwłasnością w częściach ułamkowych inwestorów danego funduszu i jest całkowicie oddzielony od aktywów spółki zarządzającej. Wprawdzie zazwyczaj część dochodów z majątku odrębnego jest w jakiś sposób przypisywana do aktywów spółki zarządzającej i w ten sposób wpływa na zakres wypłaty dywidendy przez tę ostatnią. W zależności od warunków inwestycji i formy organizacyjnej spółce zarządzającej mogą być jednak równie dobrze przekazywane wyłącznie stałe kwoty na pokrycie kosztów osobowych i administracyjnych, które nie zależą od wzrostu wartości funduszy względnie są należne niezależnie od nich.

49. W związku z tym MNB przyznał również na rozprawie, że mogą istnieć przypadki, w których prawo do dywidendy nie stanowi znaczącej zachęty do podejmowania ryzykownych decyzji inwestycyjnych dotyczących zarządzanych funduszy.

50. Perspektywa wypłat dywidend stanowi zatem zachętę do osiągnięcia szczególnie wysokich – a tym samym potencjalnie szczególnie ryzykownych – zysków w odniesieniu do funduszy zarządzanych przez spółkę zarządzającą tylko wtedy, gdy zyski te w znacznym stopniu determinują wysokość wypłat dywidend.

51. W związku z tym w pierwszej kolejności należy zbadać, czy wypłata dywidendy przez spółkę zarządzającą jest do tego stopnia uzależniona od wzrostu wartości zarządzanych funduszy, że w rezultacie tworzy to podobne zachęty do określonego zachowania jak w przypadku wynagrodzenia zmiennego lub uzależnionego od wyników (zob. śródtytuł 1 poniżej).

<sup>15</sup> Zobacz podobnie wyroki: z dnia 26 stycznia 2010 r., Transportes Urbanos y Servicios Generales (C-118/08, EU:C:2010:39, pkt 23); z dnia 10 czerwca 2010 r., Fallimento Traghetti del Mediterraneo (C-140/09, EU:C:2010:335, pkt 24) oraz postanowienie z dnia 22 października 2014 r., Mineralquelle Zursach (C-139/14, EU:C:2014:2313, pkt 28).

52. W tym przypadku jedynie relacja spółki zarządzającej do danych funduszy ma znaczenie dla stwierdzenia obejścia przepisów dotyczących wynagrodzeń. Należy przy tym zbadać w kolejnym kroku, czy relacja ta jest ukształtowana zgodnie z zasadami prawidłowej polityki wynagrodzeń (zob. śródtytuł 2 poniżej).

*1. W przedmiocie istnienia zachęty do określonego zachowania*

53. W niniejszej sprawie rząd węgierski podniósł w postępowaniu przed Trybunałem, że dochody spółki zarządzającej – które w rezultacie decydują o jej zdolności do wypłaty dywidend danym pracownikom – składają się ze stałych opłat za zarządzanie i pewnej formy prowizji za wyniki. Prowizja ta odpowiada z góry określonemu procentowi zysku z danego funduszu inwestycyjnego, która przekracza zysk planowany lub ustalony na podstawie umowy lub odpowiednich dokumentów założycielskich spółki. Skarżąca w postępowaniu głównym nie zaprzeczyła na rozprawie tym twierdzeniom.

54. Taki schemat – o ile trafnie opisuje funkcjonowanie skarżącej spółki zarządzającej, czego ocena należy do sądu odsyłającego – przypomina model *wynagrodzenia dodatkowego*<sup>16</sup>. Wydaje się, że jedyna różnica polega na tym, że wcześniej ustalony udział w zysku nie jest wypłacany bezpośrednio przez zarządzane fundusze danym pracownikom – w takim przypadku płatności byłyby bezsprzecznie objęte przepisami dotyczącymi wynagrodzeń<sup>17</sup>. Ta część zysku jest raczej najpierw wypłacana spółce zarządzającej, a dopiero w drugiej kolejności przekazywana danym pracownikom w formie dywidend.

55. W rezultacie jednak taki schemat – podobnie jak model wynagrodzenia dodatkowego – wydaje się odpowiedni do zapewnienia porównywalnej zachęty co wynagrodzenie oparte na wynikach. Gdy tylko prowizja za wyniki znajdzie się w majątku spółki zarządzającej, przynajmniej jej część jest bowiem przekazywana akcjonariuszom – tj. danym pracownikom – w formie dywidend. Z ekonomicznego punktu widzenia spółka zarządzająca pełni tu jedynie rolę podmiotu wypłacającego. To samo dotyczy każdej innej zaangażowanej w schemat spółki kapitałowej. W związku z tym dla istnienia odpowiedniej zachęty do określonego zachowania nie ma znaczenia, czy dywidenda wynikająca ze zwiększonego zysku jest wypłacana danym pracownikom bezpośrednio czy pośrednio przez włączone w schemat jednoosobowe spółki akcyjne<sup>18</sup>.

56. Wbrew temu, co twierdziła strona skarżąca w postępowaniu głównym, związek między wzrostem wartości zarządzanych funduszy inwestycyjnych a wypłatami dywidend nie jest w żadnym z tych przypadków zbyt pośredni. Ma to zastosowanie niezależnie od tego, czy to ci pracownicy, czy też w pełni przypisane do ich aktywów spółki kapitałowe posiadają akcje, z którymi wiąże się prawo pierwszeństwa do dywidendy lub akcje uprzywilejowane w zakresie prawa głosu w spółce zarządzającej, co nie mogło zostać jednoznacznie wyjaśnione w trakcie rozprawy. W pierwszym przypadku mają oni bowiem gwarancję otrzymania dywidendy. W drugim przypadku dani pracownicy mogą, jako że najwyraźniej posiadają<sup>19</sup> łącznie ponad 50% kapitału zakładowego, decydować w każdym razie o wypłacie dywidendy.

<sup>16</sup> Zobacz definicję legalną w art. 4 ust. 1 lit. d) dyrektywy 2011/61.

<sup>17</sup> Zobacz art. 14b ust. 3 dyrektywy 2009/65: „[...] do każdej kwoty wypłacanej bezpośrednio przez samo UCITS, w tym opłat za wyniki [...]”, względnie pkt 2 załącznika II do dyrektywy 2011/61: „[...] do wszelkich kwot wypłacanych bezpośrednio przez sam AFI, w tym wynagrodzenia dodatkowego [...]”.

<sup>18</sup> Zobacz w kwestii struktury akcjonariuszy spółki zarządzającej choćby pkt 23 niniejszej opinii.

<sup>19</sup> Zobacz w tej kwestii również pkt 23 niniejszej opinii.

57. Jednak zbyt dużym uproszczeniem jest postrzeganie tego jako obejścia przepisów dotyczących wynagrodzeń *per se*. W opinii ustawodawcy własny interes finansowy we wzroście wartości zarządzanych funduszy nie musi stanowić niewłaściwej zachęty do określonego zachowania danych pracowników zarządzających funduszami.

58. W tym względzie art. 14b ust. 1 lit. m) dyrektywy 2009/65 i pkt 1 lit. m) załącznika II do dyrektywy 2011/61 wyraźnie stanowią, że co najmniej 50% zmiennego wynagrodzenia *powinno* składać się z jednostek uczestnictwa danego AFI lub UCITS bądź innych instrumentów stwarzających równie skuteczne zachęty. Stoi za tym przekonanie, że finansowy interes własny we wzroście wartości funduszu, wykreowany dzięki osobistemu uprawnieniu do ekonomicznego udziału w zysku, zasadniczo tworzy pożądaną zachętę. Ma to jednak zastosowanie tylko wtedy, gdy sytuacja danych pracowników w zakresie ich interesów jest pod tym względem porównywalna z sytuacją inwestorów funduszy<sup>20</sup>.

59. To, czy konkretny schemat płatności stanowi odpowiednią zachętę do określonego zachowania, należy zatem zbadać osobno w drugim etapie.

## 2. W przedmiocie odpowiedniości zachęty do określonego zachowania

60. Ze względu na to i o ile spółka zarządzająca działa jedynie jako podmiot wypłacający, niniejsze badanie musi uwzględniać warunki, na jakich spółka zarządzająca staje się uprawniona do wypłaty prowizji za wyniki opisanej w pkt 53. Wypłata dywidend danym pracownikom jest bowiem jedynie tego konsekwencją.

61. W tym względzie motyw 7 dyrektywy 2014/91 wyraźnie stanowi, że zasady rozsądnej polityki wynagrodzeń mają także zastosowanie do płatności dokonywanych z UCITS na rzecz spółek zarządzających lub spółek inwestycyjnych. Powodem tego jest właśnie fakt, że w przeciwnym razie można by obejść przepisy dotyczące wynagrodzeń poprzez zwykłe włączenie spółki kapitałowej.

62. Analiza zasad i kryteriów zawartych w art. 14b dyrektywy 2009/65 oraz w pkt 1 załącznika II do dyrektywy 2011/61, które dotyczą schematu wynagrodzenia zmiennego lub zależnego od wyników, pokazuje, że ich celem jest właśnie zbliżenie interesów zaangażowanych pracowników oraz interesów inwestorów oraz zapewnienie, aby dani pracownicy również ponosili ewentualnie występujące straty, a nie tylko uczestniczyli w zyskach. W przeciwnym razie, z perspektywy danego pracownika, ryzyko utraty związane z decyzją inwestycyjną nie wpływa bezpośrednio na wysokość jego wynagrodzenia. Wiąże się to z niebezpieczeństwem podejmowania przez tych pracowników decyzji niezgodnych z profilami ryzyka, regulaminami i dokumentami założycielskimi zarządzanych funduszy lub sprzecznych z interesami inwestorów.

63. W szczególności, zrównanie interesów na podstawie tych postanowień może być osiągnięte na przykład, przez odpowiednie okresy odroczenia płatności, do których uprawniają te instrumenty [zob. odpowiednio lit. m) i n)] lub okresy zatrzymania dotyczące ich zbycia<sup>21</sup>, które odpowiadają okresowi posiadania jednostek uczestnictwa przez innych inwestorów. Gwarantuje to, że krótkoterminowy wzrost wartości, który znika ponownie w trakcie typowego okresu posiadania jednostek uczestnictwa w danym funduszu przez inwestora, nie przynosi

<sup>20</sup> Zobacz pkt 132 i 133 wytycznych 2013/232 oraz pkt 134 i 135 wytycznych 2016/575.

<sup>21</sup> Zobacz w tej kwestii pkt 141 i 143 wytycznych 2016/575 oraz pkt 139 i 141 wytycznych 2013/232 w sprawie uzasadnienia okresów zatrzymania i odroczenia.

przedwcześnie, a tym samym w sposób nieuzasadniony, korzyści zaangażowanym osobom zarządzającym funduszami [zob. podobnie w tym względzie lit. h)]. Ponadto można to osiągnąć poprzez odpowiednie korekty aż do eliminacji wynagrodzenia zmiennego w przypadku słabych wyników danych funduszy [co zwane jest „internalizacją strat”, zob. podobnie w tym względzie lit. o)].

64. Ponadto odpowiednia proporcja między wynagrodzeniem stałym a zależnym od wyników [zob. lit. j)] z jednej strony przyczynia się do tego, że osoby zarządzające funduszami nie są całkowicie zdane na wynagrodzenie zmienne, które w dużej mierze zależy od pozostającego poza ich wpływem rozwoju sytuacji na rynku. Wynika z tego, że stałe wynagrodzenie powinno również wystarczająco wynagradzać świadczenie profesjonalnych usług, w przypadku gdy wynagrodzenie zmienne jest niższe lub w ogóle nie jest wypłacane z powodu słabych wyników zarządzanych funduszy<sup>22</sup>. Z drugiej strony powinno się przy tym zapewnić, by mimo wszystko zostały ustalone skuteczne zachęty do osiągnięcia wyników.

65. Z postanowienia odsyłającego nie można wywnioskować, czy mechanizmy takie jak te opisane w pkt 63 występują w postępowaniu głównym. W szczególności sąd odsyłający powinien uwzględnić w swojej analizie na przykład, jaki okres jest brany pod uwagę w celu ustalenia, czy docelowa stopa zwrotu została przekroczona i czy w związku z tym powstaje uprawnienie spółki zarządzającej do otrzymania prowizji za wyniki [zob. w tym względzie lit. h)] lub czy przewidziane są okresy odroczenia [zob. lit. n) i o)].

66. Takie mechanizmy mogą rzeczywiście zapewnić, że prowizja jest wypłacana tylko wtedy, gdy uzasadnia ją długoterminowy wzrost wartości funduszy. Jeśli natomiast prowizja za wyniki jest należna już przy przekroczeniu docelowej stopy zwrotu w określonym dniu odniesienia, co całkowicie pomija wynik funduszu po upływie uzgodnionego umownie terminu, sytuacja inwestorów funduszu i danych pracowników w zakresie ich interesów nie jest pod tym względem porównywalna.

67. Z punktu widzenia skarżącej w postępowaniu głównym nie można w każdym razie przyjąć ogólnie, że dani pracownicy zostali skłonieni do podejmowania krótkoterminowego lub nadmiernego ryzyka, mając perspektywę wypłaty dywidend, ponieważ mają oni interes w otrzymywaniu w sposób ciągły wypłat dywidend w odpowiedniej wysokości. Rząd węgierski słusznie jednak zauważa, że w modelu takim jak w postępowaniu głównym<sup>23</sup> nagroda za sukces jest jednostronna. Jeśli bowiem dane fundusze nie przekroczą docelowej stopy zwrotu lub nawet poniosą straty, to spółka zarządzająca jedynie nie otrzyma prowizji za wyniki, co może również ewentualnie oznaczać, że w danym roku nie zostaną wypłacone dywidendy. W takim przypadku pracownicy zachowują jednak zawsze swoje stałe wynagrodzenie i, o ile to możliwe, część wynagrodzenia zmiennego. W szczególności w tym ostatnim przypadku, który powinien zostać zbadany przez sąd odsyłający, internalizacja strat mogłaby być w tym względzie niewystarczająca.

68. Ponadto dla danych pracowników roszczenie o wypłatę dywidendy przez spółkę zarządzającą w ogóle powstaje tylko wtedy, gdy fundusz przekracza swoje oczekiwania. W związku z tym odpowiedni pracownicy od początku są zainteresowani jedynie szczególnie wysokimi zyskami zarządzanych funduszy inwestycyjnych, które zazwyczaj są również obciążone wysokim ryzykiem straty. Okoliczność ta – zwłaszcza przy braku mechanizmów takich jak te opisane w pkt 63 i 65 niniejszej opinii – może w konsekwencji zachęcać do podejmowania nadmiernego ryzyka.

<sup>22</sup> Zobacz w tej kwestii pkt 94 wytycznych 2013/232 i pkt 96 wytycznych 2016/575.

<sup>23</sup> Zobacz pkt 53 niniejszej opinii.

69. MNB zwraca ponadto uwagę na uderzającą rozbieżność między całkowitą kwotą wypłat dywidend a całkowitą kwotą płatności określonych jako wynagrodzenie. Jak podaje MNB, ta pierwsza kwota stanowiła mniej więcej dziesięciokrotność łącznej kwoty wynagrodzeń w 2017 r. i aż prawie 38-krotność łącznej kwoty wynagrodzeń w 2016 r.<sup>24</sup>

70. W tym względzie wytyczne ESMA sugerują, że silna dysproporcja między zmiennym a stałym wynagrodzeniem – lub między łączną kwotą wypłat dywidend a kwotą wynagrodzenia, jak w niniejszym przypadku – może również sama w sobie stanowić naruszenie przepisów dotyczących wynagrodzeń. W wytycznych zakłada się bowiem w tym względzie, że zbyt duży finansowy interes własny danych osób zarządzających funduszami we wzroście wartości zarządzanych funduszy może zachęcać do podejmowania nadmiernego ryzyka. W szczególności zgodnie z wytycznymi ma to miejsce w przypadku nadmiernej koncentracji własności jednostek uczestnictwa w jednym z zarządzanych funduszy przez jednego z jego zarządzających<sup>25</sup>. Wydaje się jednak, że koncepcję tę można przenieść na sytuację taką jak obecna, w której dani pracownicy mogą być zbyt mocno zainteresowani zyskami zarządzanych funduszy ze względu na zakres ich pośredniego udziału w nich.

71. W konsekwencji, gdyby sąd odsyłający, po zbadaniu wszystkich powyższych okoliczności, doszedł do wniosku, że konkretny schemat wypłat dywidend mógł skłonić danych pracowników do podejmowania nadmiernego ryzyka lub do działania wbrew interesom tych funduszy i ich inwestorów, musiałby stwierdzić obojętnie przepisów dotyczących wynagrodzeń.

### *3. Wstępne wnioski*

72. Z powyższych rozważań wynika, że wypłata dywidend pracownikom kierowniczego szczebla w spółce zarządzającej funduszami, którzy jednocześnie mają w niej bezpośredni lub pośredni udział, musi być zgodna z postanowieniami dotyczącymi prawidłowej polityki wynagrodzeń, jeżeli taka wypłata może skutkować obejściem tych postanowień.

73. Zakłada to, że zakres prawa do otrzymywania dywidendy jest do tego stopnia uzależniony od wzrostu wartości zarządzanych funduszy, że tworzy to podobne zachęty do określonego zachowania jak w przypadku wynagrodzenia zmiennego lub zależnego od wyników, a spółka zarządzająca funduszami działa w związku z tym jedynie jako podmiot wypłacający. W takim przypadku mamy do czynienia z obejściem prawa, jeżeli udział spółki zarządzającej funduszami w zyskach zarządzanych funduszy naruszałby z kolei zasady wynagradzania. Dzieje się tak z kolei, w przypadku gdy konkretny schemat tego udziału sprzyja podejmowaniu nadmiernego ryzyka lub gdy brakuje mechanizmów mogących zapewnić odpowiednią równowagę interesów między stworzonymi zachętami a długoterminowymi interesami spółki zarządzającej, funduszy, którymi zarządza, i ich inwestorów.

### ***C. W przedmiocie ingerencji w prawa akcjonariuszy poprzez stosowanie przepisów dotyczących wynagrodzeń do wypłaty dywidend***

74. Wbrew temu wnioskowi skarżąca w postępowaniu głównym podnosi, że motyw 28 dyrektywy 2011/61 i motyw 10 dyrektywy 2014/91 stanowią, że przepisy dotyczące wynagrodzeń pozostają bez uszczerbku dla pełnego wykonywania praw podstawowych i mających zastosowanie

<sup>24</sup> Zobacz pkt 24 niniejszej opinii.

<sup>25</sup> Zobacz pkt 135 wytycznych 2016/575 i pkt 133 wytycznych 2013/232.



przepisów dotyczących praw akcjonariuszy. Skarżąca wnioskuję z tego, że wypłaty dywidend otrzymywane przez danych pracowników z tytułu posiadania przez nich statusu akcjonariusza nie powinny podlegać przepisom dotyczącym prawidłowych polityk wynagrodzeń.

75. W pierwszej kolejności należy zgodzić się z argumentacją, że zastosowanie przepisów dotyczących wynagrodzeń do wypłaty dywidend może prowadzić do ograniczenia praw akcjonariuszy. W tym kontekście z orzecznictwa Trybunału wynika, że zarówno własność akcji, jak i wynikające z niej prawo do otrzymywania dywidendy są chronione przez art. 17 ust. 1 karty<sup>26</sup>. W szczególności Trybunał orzekł już, że opóźniony lub ograniczony wykup akcji w przypadku wystąpienia akcjonariusza stanowi ingerencję w podstawowe prawo własności<sup>27</sup>. W związku z tym również niektóre przepisy dotyczące wynagradzania, takie jak regulacje w zakresie odraczania, które zmieniają lub ograniczają<sup>28</sup> prawo do otrzymywania dywidendy w czasie, lub okresy zatrzymania, które zakazują sprzedaży akcji w danym okresie<sup>29</sup>, należy uznać za ingerencję w to prawo podstawowe.

76. Czynnikiem uzasadniającym zastosowanie przepisów dotyczących wynagrodzeń w niniejszym przypadku nie jest jednak wypłata dywidendy, lecz poprzedzająca ją wypłata prowizji za wyniki na rzecz spółki zarządzającej<sup>30</sup>. Warunkuje to wprawdzie wielkość dywidendy, jednak prawo do otrzymywania dywidendy nie jest ograniczone ani zmodyfikowane poprzez uzależnienie roszczenia spółki zarządzającej do prowizji za wyniki od spełnienia określonych wymogów.

77. Ale nawet gdyby chcieć uznać to za ingerencję w prawa akcjonariuszy, nie można z motywu 28 dyrektywy 2011/61 i motywu 10 dyrektywy 2014/91 wnioskować, że taka ingerencja byłaby generalnie niedopuszczalna.

78. Skarżąca niewątpliwie słusznie wskazuje w postępowaniu głównym, że wytyczne w wielu miejscach wyraźnie wykluczają stosowanie przepisów dotyczących wynagradzania do sytuacji prawnych wynikających z posiadania statusu akcjonariusza. Na przykład pkt 16 wytycznych 2013/232 stanowi, że płatności dokonywane za pośrednictwem kanałów *wynagrodzenia dodatkowego* nie podlegają przepisom dotyczącym prawidłowych polityk wynagrodzeń, jeżeli stanowią one proporcjonalny zysk z inwestycji dokonanych przez odpowiednich pracowników w AFI. Wynika to jednak z faktu, że w takim przypadku ci pracownicy są po prostu inwestorami funduszu, a ich interesy są w konsekwencji takie same jak interesy innych inwestorów. Dlatego nie jest konieczne ograniczanie ich praw jako akcjonariuszy.

79. W postępowaniu głównym sytuacja wygląda jednak inaczej: dani pracownicy, jako akcjonariusze spółki zarządzającej, wprawdzie w pewnym momencie zainwestowali w tę spółkę; jednakże zysk, który poprzez model opisany w pkt 53 powyżej przypada spółce zarządzającej i jest wypłacany danym pracownikom w formie dywidend, nie został wcale wygenerowany z tego kapitału. W związku z tym nie można wykluczyć, że w tym zakresie wystąpi konflikt interesów, który mógłby skłonić danych pracowników do podejmowania zwiększonego ryzyka przy zarządzaniu kapitałem inwestorów.

<sup>26</sup> Zobacz podobnie wyroki: z dnia 20 września 2016 r., Ledra Advertising i in./Komisja i EBC (od C-8/15 P do C-10/15 P, EU:C:2016:701, pkt 73); z dnia 16 lipca 2020 r., Adusbef i Federconsumatori (C-686/18, EU:C:2020:567, pkt 88).

<sup>27</sup> Wyrok z dnia 16 lipca 2020 r., Adusbef i Federconsumatori (C-686/18, EU:C:2020:567, pkt 88).

<sup>28</sup> Artykuł 14b ust. 1 lit. m) dyrektywy 2009/65 i pkt 1 lit. m) załącznika II do dyrektywy 2011/91.

<sup>29</sup> Zobacz pkt 140 i nast. wytycznych 2016/575.

<sup>30</sup> Zobacz w tej kwestii pkt 54, 55 i 65 niniejszej opinii.

80. Jeżeli jednak z powodu takiego konfliktu interesów istnieje ryzyko, że osoby zarządzające funduszami mogłyby zostać skłonione do działania sprzecznego z interesami inwestorów, stabilnością finansową lub integralnością rynku, korzystanie z podstawowego prawa własności może, zgodnie z utrwalonym orzecznictwem, być przedmiotem ograniczeń. Warunkiem tego jest, aby ograniczenia te rzeczywiście odpowiadały zamierzonym celom i nie stanowiły nieproporcjonalnej i niedopuszczalnej ingerencji naruszającej samą istotę podstawowego prawa własności<sup>31</sup>.

81. W odniesieniu do celu, jakim jest zapewnienie stabilności systemu finansowego, Trybunał orzekł już, że służy on interesowi ogólnemu i w związku z tym zasadniczo może on uzasadniać ograniczenia praw akcjonariuszy<sup>32</sup>. To samo musi dotyczyć celu ochrony inwestorów.

82. Jak wyjaśniono powyżej, stosowanie przepisów dotyczących wynagrodzeń może pomóc w stworzeniu równowagi interesów między zachętami finansowymi związanymi z wypłatą dywidend z jednej strony, a długoterminowymi interesami funduszu i jego inwestorów z drugiej strony<sup>33</sup>. W ten sposób stosowanie tych przepisów obiektywnie odpowiada celowi wspierania prawidłowego zarządzania ryzykiem i zapewnienia w ten sposób możliwie największej ochrony inwestorów, jak również stabilności rynków finansowych jako całości.

83. Wreszcie ograniczenia praw akcjonariuszy przewidziane w przepisach dotyczących wynagrodzeń również nie mogą być postrzegane jako nieproporcjonalne, ponieważ – na przykład w przypadku regulacji dotyczących odroczenia i okresów zatrzymania – chodzi zawsze tylko o czasowe ograniczenie określonych praw.

84. W tym kontekście ustawodawca miał prawo przyjąć, że prawa akcjonariuszy muszą ustąpić miejsca w sytuacjach, w których istnieje niebezpieczeństwo zagrożenia celów ochrony inwestorów i stabilności rynku finansowego. Takie niebezpieczeństwo grozi nie tylko w sytuacjach bezpośrednio regulowanych przepisami dotyczącymi wynagrodzeń, ale także w przypadku ich obejścia. Nie stanowi to naruszenia art. 17 ust. 1 karty, a tym samym również naruszenia zasad określonych w motywie 28 dyrektywy 2011/61 i w motywie 10 dyrektywy 2014/91.

## VI. Wnioski

85. Na podstawie powyższych rozważań proponuję, aby Trybunał udzielił odpowiedzi na pytanie prejudycjalne zadane przez Kúria (sąd najwyższy, Węgry) w następujący sposób:

Wypłata dywidend pracownikom kierowniczego szczebla w spółce zarządzającej funduszami, którzy jednocześnie mają w niej bezpośredni lub pośredni udział, musi być zgodna z postanowieniami dotyczącymi prawidłowej polityki wynagrodzeń, określonymi w art. 14b dyrektywy 2009/65/WE oraz w art. 13, a także w załączniku II do dyrektywy 2011/61/UE, jeżeli taka wypłata może skutkować obejściem tych postanowień.

<sup>31</sup> Wyroki: z dnia 20 września 2016 r., Ledra Advertising i in./Komisja i EBC (od C-8/15 P do C-10/15 P, EU:C:2016:701, pkt 69, 70); z dnia 16 lipca 2020 r., Adusbef i Federconsumatori (C-686/18, EU:C:2020:567, pkt 85). Zobacz również odpowiednio art. 52 ust. 1 karty.

<sup>32</sup> Wyroki: z dnia 19 lipca 2016 r., Kotnik i in. (C-526/14, EU:C:2016:570, pkt 66, 88, 91); z dnia 8 listopada 2016 r., Dowling i in. (C-41/15, EU:C:2016:836, pkt 51, 54); z dnia 16 lipca 2020 r., Adusbef i Federconsumatori (C-686/18, EU:C:2020:567, pkt 86).

<sup>33</sup> Zobacz w tej kwestii pkt 63 i 64 niniejszej opinii.

Zakłada to, że zakres prawa do otrzymywania dywidendy jest do tego stopnia uzależniony od wzrostu wartości zarządzanych funduszy, że tworzy to podobne zachęty do określonego zachowania jak w przypadku wynagrodzenia zmiennego lub uzależnionego od wyników, a spółka zarządzająca funduszami działa w związku z tym jedynie jako podmiot wypłacający. W takim przypadku mamy do czynienia z obejściem prawa, jeżeli udział spółki zarządzającej funduszami w zyskach zarządzanych funduszy naruszałby z kolei zasady wynagradzania. Dzieje się tak, w przypadku gdy konkretny schemat tego udziału sprzyja podejmowaniu nadmiernego ryzyka. To samo dotyczy sytuacji, w której brakuje mechanizmów mogących zapewnić odpowiednią równowagę interesów między stworzonymi zachętami a długoterminowymi interesami spółki zarządzającej, funduszy, którymi zarządza i inwestorów. Zadaniem sądu krajowego jest ustalenie tego w ramach ogólnej oceny wszystkich okoliczności danego przypadku.