



Zbiór Orzeczeń

OPINIA RZECZNIKA GENERALNEGO
ANTHONY'EGO MICHAELA COLLINSA
przedstawiona w dniu 31 marca 2022 r.¹

Sprawa C-473/20

Invest Fund Management przeciwko Komisia za finansov nadzor

[wniosek o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym złożony przez Sofijski rayonen sad (sąd rejonowy w Sofii, Bułgaria)]

Odesłanie prejudycjalne – Rynki instrumentów finansowych – Dyrektywa 2009/65/WE w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) – Artykuł 72 – Zasadnicze elementy prospektu emisyjnego, które muszą być aktualizowane – Artykuł 99a lit. r) – Sankcje pieniężne

I. Wprowadzenie

1. W drodze niniejszego odesłania prejudycjalnego do Trybunału zwrócono się o zbadanie jednego z aspektów dyrektywy 2009/65/WE² odnoszących się do równowagi ustanowionej między celem polegającym na zapewnieniu ochrony inwestorów a wolą ułatwienia swobodnego przepływu w Unii Europejskiej jednostek uczestnictwa przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS)³. W szczególności sąd odsyłający wnosi o udzielenie wskazówek w przedmiocie tego, czy tożsamość członków organów administracyjnych, zarządzających i nadzorczych spółek inwestycyjnych i spółek zarządzających stanowi zasadniczy element prospektu emisyjnego, który musi być aktualizowany zgodnie z art. 72 dyrektywy 2009/65.

2. Potrzeba wystąpienia z odesłaniem powstała w okolicznościach, które zreferowano poniżej. Spółka Invest Fund Management AD zarządza pięcioma funduszami inwestycyjnymi. Jej działalność reguluje i nadzoruje Komisja za finansov nadzor (komisja nadzoru finansowego, Bułgaria, zwana dalej „KFN”). W dniu 28 sierpnia 2019 r. w odpowiednim krajowym rejestrze handlowym odnotowano, że dwóch nowych członków niewykonawczych dołączyło do rady dyrektorów spółki Invest Fund Management. Zdaniem KFN spółka Invest Fund Management

¹ Język oryginału: angielski.

² 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. (Dz.U. 2014, L 257, s. 186).

³ Motyw 3 dyrektywy 2009/65.

była zobowiązana do zaktualizowania w terminie 14 dni prospektów emisyjnych każdego z pięciu zarządzanych przez siebie funduszy inwestycyjnych. Termin ten upłynął w dniu 11 września 2019 r. Spółka Invest Fund Management zaktualizowała prospekty emisyjne w dniu 17 października 2019 r.

3. W dniu 15 kwietnia 2020 r. KFN przyjęła pięć decyzji, w których stwierdzono popełnienie naruszenia administracyjnego, i wydała pięć zawiadomień o nałożeniu sankcji na spółkę Invest Fund Management. Spółka Invest Fund Management zaskarżyła owe decyzje i zawiadomienia o nałożeniu sankcji do Sofijski rayonen sad (sądu rejonowego w Sofii, Bułgaria), który postanowił z urzędu zwrócić się do Trybunału z czterema pytaniami prejudycjalnymi w przedmiocie wykładni odnośnych przepisów prawa Unii. Pytania te można podzielić na dwie kategorie. Pierwsze trzy pytania dotyczą znaczenia pojęcia „zasadniczych elementów prospektu emisyjnego”, a konkretnie tego, czy fakt powołania nowych dyrektorów niebędących członkami wykonawczymi do rady dyrektorów spółki zarządzającej stanowi tego rodzaju zasadniczy element, co skutkowałoby nałożeniem na tę spółkę, zgodnie z art. 72 dyrektywy 2009/65, obowiązku zaktualizowania prospektów emisyjnych zarządzanych przez nią funduszy. Przedmiotem pytania czwartego jest przysługujące KFN uprawnienie do nakładania sankcji w przypadku nieprzestrzegania tego domniemanego obowiązku.

II. Ramy prawne

A. Prawo Unii

4. W motywie 3 dyrektywy 2009/65 przewidziano, że koordynuje ona ustawodawstwa krajowe regulujące przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w celu zbliżenia warunków konkurencji między tymi przedsiębiorstwami w Unii, zapewniając jednocześnie bardziej skuteczną i bardziej jednolitą ochronę posiadaczy jednostek uczestnictwa. Koordynacja taka ułatwi usunięcie ograniczeń swobodnego przepływu jednostek uczestnictwa UCITS.

5. Rozdział IX, zatytułowany „Obowiązki dotyczące informacji, jakie mają być udostępniane inwestorom”, określa wymogi w zakresie obowiązkowego przekazywania informacji, które odnoszą się do jednej z trzech kategorii, mianowicie do prospektu emisyjnego i sprawozdań okresowych (art. 68–75), innych informacji (art. 76, 77) oraz kluczowych informacji dla inwestorów (art. 78–82).

6. Artykuł 68 stanowi:

„1. Spółka inwestycyjna oraz – w odniesieniu do każdego z funduszy wspólnych, którymi zarządza – spółka zarządzająca publikują następujące dokumenty:

a) prospekt emisyjny;

[...]”.

7. Zgodnie z art. 69:

„1. Prospekt emisyjny zawiera informacje niezbędne inwestorom w celu wyrobienia sobie poglądu na temat proponowanych im inwestycji i, w szczególności, ryzyka z nimi związanego.

Prospekt zawiera, niezależnie od instrumentów, w które dokonywane są inwestycje, jasne i zrozumiałe wyjaśnienie profilu ryzyka funduszu.

Prospekt emisyjny zawiera:

- a) szczegółowe informacje na temat dotychczasowej polityki wynagrodzeń, w tym – choć nie tylko – opis sposobu obliczania wynagrodzeń i świadczeń, dane dotyczące tożsamości osób odpowiedzialnych za przyznawanie wynagrodzeń i świadczeń, w tym skład komitetu ds. wynagrodzeń, w przypadku gdy taki komitet istnieje; albo
- b) skrótkowe przedstawienie polityki wynagrodzeń oraz oświadczenie wskazujące, że szczegółowe informacje na temat dotychczasowej polityki wynagrodzeń, w tym – choć nie tylko – opis sposobu obliczania wynagrodzeń i świadczeń, dane dotyczące tożsamości osób odpowiedzialnych za przyznawanie wynagrodzeń i świadczeń, w tym skład komitetu ds. wynagrodzeń, w przypadku gdy taki komitet istnieje, są dostępne na stronie internetowej, wraz z odniesieniem do takiej strony internetowej, oraz że egzemplarz papierowy zostanie udostępniony bezpłatnie na żądanie.

2. Prospekt emisyjny zawiera przynajmniej informacje przewidziane w załączniku I tabela A, o ile informacje te nie pojawiają się wcześniej w regulaminie funduszu lub dokumentach założycielskich, załączonych do prospektu emisyjnego zgodnie z art. 71 ust. 1.

[...]”.

8. W pkt 1.8 tabeli A, która znajduje się w załączniku I do dyrektywy 2009/65, wskazano „[n]azwiska i stanowiska zajmowane w spółce przez członków organów administracyjnych, zarządzających i nadzorczych [spółki zarządzającej i spółki inwestycyjnej]. Szczegóły dotyczące ich głównej działalności poza spółką, w przypadku gdy mają one znaczenie dla spółki”.

9. Artykuł 70 dyrektywy 2009/65 ma następujące brzmienie:

„1. Prospekt emisyjny wskazuje, w które kategorie aktywów UCITS jest uprawniony do inwestowania. Prospekt podaje, czy transakcje w finansowe instrumenty pochodne są dozwolone; w takim przypadku zawiera wyraźne oświadczenie wskazujące, czy te czynności mogą być prowadzone w celu zabezpieczenia lub w celu osiągnięcia celów inwestycji, oraz możliwy wpływ wykorzystania finansowych instrumentów pochodnych na profil ryzyka.

2. Jeśli UCITS inwestuje zasadniczo w jakąkolwiek kategorię aktywów określonych w art. 50, inną niż zbywalne papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego, lub gdy UCITS odzwierciedla indeks giełdowy lub papierów dłużnych zgodnie z art. 53, jego prospekt emisyjny oraz, w stosownych przypadkach, informacje reklamowe zawierają wyraźne stwierdzenie zwracające uwagę na politykę inwestycyjną.

3. Jeśli wartość aktywów netto UCITS może wykazywać wysoką niestabilność ze względu na skład jego portfela lub techniki zarządzania portfelem, które mogą być stosowane, prospekt emisyjny oraz, w stosownych przypadkach, informacje reklamowe zawierają wyraźne stwierdzenie zwracające uwagę na tę cechę.

[...]”.

10. Artykuł 71 stanowi:

„1. Regulamin funduszu lub dokumenty założycielskie spółek inwestycyjnych stanowią integralną część prospektu emisyjnego i są do niego załączane.

[...]”.

11. Zgodnie z art. 72:

„Zasadnicze elementy prospektu emisyjnego są aktualizowane”.

12. Artykuł 99 ust. 1 dyrektywy 2009/65 ma następujące brzmienie:

„Bez uszczerbku dla uprawnień nadzorczych właściwych organów, o których mowa w art. 98, oraz prawa państw członkowskich do wprowadzania i nakładania sankcji karnych, państwa członkowskie ustanawiają przepisy dotyczące sankcji administracyjnych i innych środków administracyjnych nakładanych na spółki i osoby w odniesieniu do naruszeń przepisów krajowych transponujących niniejszą dyrektywę oraz podejmują wszystkie niezbędne środki, aby zapewnić wykonanie tych przepisów.

W przypadku podjęcia przez państwa członkowskie decyzji o niewprowadzaniu przepisów dotyczących sankcji administracyjnych w przypadku naruszeń, które podlegają krajowemu prawu karnemu, informują one Komisję o odpowiednich przepisach prawa karnego.

Sankcje administracyjne i inne środki administracyjne muszą być skuteczne, proporcjonalne i odstrasżające.

[...]”.

13. Artykuł 99a dyrektywy 2009/65 stanowi:

„Państwa członkowskie zapewniają, aby ich przepisy ustawowe, wykonawcze lub administracyjne transponujące niniejszą dyrektywę przewidywały sankcje, w szczególności gdy:

[...]

r) spółka inwestycyjna lub, dla każdego zarządzanego przez nią funduszu wspólnego, spółka zarządzająca wielokrotnie nie przestrzega obowiązków dotyczących przekazywania informacji inwestorom, nałożonych zgodnie z przepisami krajowymi transponującymi art. 68–82;

[...]”.

B. Prawo bułgarskie

14. Artykuł 1 Zakon za deynostta na kolektivnite investitsionni shemi i na drugi predpriyatiya za kolektivno investirane (ustawy o podmiotach zbiorowego inwestowania i innych przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania, DV nr 77 z dnia 4 października 2011 r., zwanej dalej „ZDKISDPKI”) stanowi, że ustawa ta reguluje w szczególności działalność podmiotów zbiorowego inwestowania i spółek zarządzających oraz państwowy nadzór mający na celu zapewnienie przestrzegania jej przepisów.

15. Artykuł 3 tej ustawy ma następujące brzmienie:

„Za regulowanie działalności podmiotów, o których mowa w art. 1 niniejszej ustawy, oraz za nadzór nad tą działalnością odpowiada Komisja za finansov nadzor (komisja nadzoru finansowego, zwana dalej »Komisja«, a także wiceprezes Komisja odpowiedzialny za zarządzanie działem »Nadzor na investitsionnata deynost« (nadzoru nad działalnością inwestycyjną), zwany dalej »wiceprezesem«”.

16. Artykuł 56 ust. 1 ZDKISDPKI (zmieniony DV nr 15/2018, obowiązujący od dnia 16 lutego 2018 r.) stanowi:

„W wypadku każdej zmiany zasadniczych elementów prospektu emisyjnego podmiotu zbiorowego inwestowania w 14-dniowym terminie od zaistnienia tej zmiany dokonuje się aktualizacji prospektu i w tym samym terminie przedstawia się go Komisja”.

17. Artykuł 273 ust. 1 ZDKISDPKI (dawny art. 204, DV nr 109/2013, obowiązujący od dnia 20 grudnia 2013 r.) stanowi:

„1. Kto narusza lub dopuszcza do popełnienia naruszenia:

10) [nowy, DV nr 76/2016, obowiązujący od dnia 30 września 2016 r., dawny pkt 9, zmieniony i uzupełniony, DV nr 102/2019] [...] art. 56 ust. 1, [...] podlega karze grzywny w wysokości od 4000 do 5 000 000 BGN (lewów bułgarskich);

[...]

5. Za popełnienie naruszeń określonych w ust. 1 osoby prawne i przedsiębiorcy indywidualni podlegają sankcji pieniężnej w następującej wysokości:

[...]

10) [nowy, DV nr 76/2016 r., obowiązujący od dnia 30 września 2016 r., dawny pkt 9, zmieniony DV nr 102/2019 r.] Za popełnienie naruszeń określonych w ust. 1 pkt 10 – od 10 000 do 5 000 000 BGN, a w wypadku systematycznego naruszenia – od 20 000 do 10 000 000 BGN”.

18. W ust. 1 przepisów uzupełniających do ZDKISDPKI wskazano, że w rozumieniu tej ustawy:

„[...]”

»Systematyczne naruszenie« istnieje, gdy w okresie jednego roku dopuszczono się co najmniej trzech naruszeń administracyjnych niniejszej ustawy lub aktów wykonawczych do niniejszej ustawy”.

19. 21. Zgodnie z ust. 2 przepisów uzupełniających ZDKISDPKI transponuje wymogi dyrektywy 2009/65.

III. Spór w postępowaniu głównym i pytania prejudycjalne

20. Spółka Invest Fund Management jest spółką wpisaną do bułgarskiego rejestru handlowego i rejestru osób prawnych o celu niezarobkowym. Zarządza ona pięcioma funduszami inwestycyjnymi – „Invest Aktiv”, „Invest Klassik”, „Global Opportunities”, „Invest Konservativen Fond” i „Invest Obligatsii”. Jej działalność reguluje i nadzoruje KFN.

21. W ramach przeprowadzonej zdalnie kontroli działalności spółki Invest Fund Management KFN ustaliła, że w dniu 28 sierpnia 2019 r. w odpowiednim rejestrze handlowym odnotowano, iż do rady dyrektorów spółki Invest Fund Management dołączyło dwóch nowych członków, którzy nie byli członkami wykonawczymi i którym nie powierzono funkcji zarządzania. KFN uznała, że spółka Invest Fund Management powinna była zaktualizować prospekty emisyjne w odniesieniu do każdego z pięciu zarządzanych przez nią funduszy inwestycyjnych w określonym w ustawie 14-dniowym terminie, który upływał w dniu 11 września 2019 r. Spółka Invest Fund Management uczyniła to jednak dopiero w dniu 17 października 2019 r.

22. Wskutek niepodjęcia wymaganych czynności w wyznaczonym terminie KFN przyjęła pięć odrębnych decyzji. W każdej z nich ustalono popełnienie naruszenia administracyjnego w odniesieniu do każdego z funduszy inwestycyjnych. Wiceprezes KFN wydał następnie pięć odrębnych zawiadomień o nałożeniu sankcji i w każdym z nich nałożył na spółkę Invest Fund Management sankcję pieniężną w wysokości 10 000 BGN zgodnie z art. 273 ust. 5 pkt 10 w związku z art. 273 ust. 1 pkt 10 ZDKISDPKI, ponieważ spółka Invest Fund Management nie wykonała spoczywającego na niej obowiązku prawnego wynikającego z art. 56 ust. 1 ZDKISDPKI.

23. Spółka Invest Fund Management zaskarżyła te decyzje oraz nałożone na ich podstawie sankcje do Sofijski rayonen sad (sądu rejonowego w Sofii). Zawiadomienie o nałożeniu sankcji z dnia 15 kwietnia 2020 r., zakwestionowane w postępowaniu głównym, wydano w związku z niedochowaniem przez spółkę Invest Fund Management obowiązku terminowego zaktualizowania prospektu emisyjnego funduszu inwestycyjnego „Invest Obligatsii”.

24. W toku tego postępowania sąd odsyłający stwierdził z urzędu, że w celu rozstrzygnięcia zawisłego przed nim sporu zwróci się do Trybunału z następującymi pytaniami prejudycjalnymi na podstawie art. 267 akapit drugi TFUE:

- „1) Jakie jest nadane przez prawodawcę znaczenie pojęcia »zasadniczych elementów« prospektów, wskazanego w art. 72 [dyrektywy 2009/65]?
- 2) Czy art. 69 ust. 2 [dyrektywy 2009/65] należy interpretować w ten sposób, że każda zmiana minimalnych wymaganych informacji w prospektach, przewidzianych w załączniku I tabela A, zawsze jest objęta pojęciem »zasadniczych elementów«, określonym w art. 72 tej dyrektywy, co wymaga aktualizacji tych informacji we właściwym czasie?
- 3) Na wypadek udzielenia odpowiedzi przeczącej na pytanie drugie, czy należy przyjąć, że informacja dotycząca zmiany składu osobowego członków rady dyrektorów danej spółki zarządzającej, którzy nie są członkami wykonawczymi i którym nie powierzono funkcji zarządzania, jest objęta zakresem pojęcia »zasadniczych elementów«, wskazanego w art. 72 [dyrektywy 2009/65]?

- 4) Czy art. 99a lit. r) [dyrektywy 2009/65] należy interpretować w ten sposób, że nałożenie sankcji na spółkę zarządzającą – w odniesieniu do każdego z zarządzanych przez nią funduszy inwestycyjnych – jest dopuszczalne jedynie w wypadkach systematycznego nieprzestrzegania obowiązków związanych z udzielanymi inwestorom informacjami, nałożonych zgodnie z krajowymi przepisami mającymi na celu transpozycję art. 68–82 [dyrektywy 2009/65]?”.

IV. Postępowanie przed Trybunałem

25. Uwagi na piśmie przedstawiły spółka Invest Fund Management, KFN, rządy niemiecki, włoski, luksemburski i polski oraz Komisja.

26. Na podstawie art. 24 akapit drugi statutu Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej Trybunał zwrócił się do Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (zwanego dalej „ESMA”) o udzielenie odpowiedzi na piśmie na pewne pytania i o uczestnictwo w rozprawie.

27. Spółka Invest Fund Management, KFN, rząd luksemburski, Komisja i ESMA przedstawiły uwagi na tej rozprawie, która odbyła się w dniu 26 stycznia 2022 r.

V. Ocena prawna

A. W przedmiocie pytań dotyczących wykładni pojęcia „zasadniczych elementów”

28. Poprzez dwa pierwsze pytania sąd odsyłający zmierza w istocie do ustalenia, czy informacje przewidziane w tabeli A załącznika I do dyrektywy 2009/65, które muszą znajdować się w prospekcie emisyjnym, stanowią część „zasadniczych elementów prospektu emisyjnego” w rozumieniu art. 72 owej dyrektywy, w związku z czym muszą one być aktualizowane.

29. Nie ulega wątpliwości, że pojęcie „zasadniczych elementów prospektu emisyjnego” nie zostało zdefiniowane w mających zastosowanie przepisach prawa Unii lub prawa krajowego. Warto również zauważyć, że w odpowiedzi na pytania wystosowane przez Trybunał ESMA wskazała, iż nie zwracano się do niej o wydanie wytycznych w przedmiocie stosowania lub wprowadzania w życie tego pojęcia, zaś ona sama nie wydała żadnych takich wytycznych.

30. W myśl utrwalonego orzecznictwa Trybunału zarówno względy jednolitego stosowania prawa Unii, jak i zasada równości wskazują na to, że przepisowi prawa Unii, który nie zawiera wyraźnego odesłania do prawa państw członkowskich dla określenia jego znaczenia i zakresu, należy zwykle nadać w całej Unii autonomiczną i jednolitą wykładnię, którą należy ustalić, uwzględniając kontekst przepisu i cel danego uregulowania⁴.

31. W tych okolicznościach pojęcie „zasadniczych elementów prospektu emisyjnego”, które znajduje się w art. 72 dyrektywy 2009/65, powinno w całej Unii podlegać autonomicznej i jednolitej wykładni. Co więcej, to podejście pozwala zapewnić zgodność z celem dyrektywy, którym jest koordynacja ustawodawstw krajowych regulujących przedsiębiorstwa zbiorowego

⁴ Wyrok z dnia 11 września 2014 r., Gruslin, C-88/13, EU:C:2014:2205, pkt 32 i przytoczone tam orzecznictwo.

inwestowania z myślą o zbliżeniu warunków konkurencji, a więc, innymi słowy, z myślą o stworzeniu równych warunków działania, przy jednoczesnym zapewnieniu skutecznej i bardziej jednolitej ochrony inwestorów⁵.

32. Zgodnie z utrwalonym orzecznictwem przy dokonywaniu wykładni przepisu prawa Unii należy uwzględniać nie tylko jego brzmienie (w tym przypadku chodzi o zawarte w art. 72 dyrektywy 2009/65 sformułowanie „zasadnicze elementy prospektu emisyjnego”), lecz także jego kontekst oraz cele regulacji, której część on stanowi⁶.

33. Słowo „zasadnicze” można zastąpić chociażby słowem „kluczowe”, „istotne” lub „niezbędne”. „Element” oznacza „część” lub „część składową”. Wyrażenie „zasadnicze elementy” znajduje się w sekcji rozdziału IX dyrektywy 2009/65 zatytułowanej „Publikacja prospektu emisyjnego i sprawozdań okresowych”. Pojawia się ono bezpośrednio po przepisach przewidujących informacje, które należy umieścić w prospekcie emisyjnym⁷. Wydaje mi się, że jeżeli prawodawca wymaga, aby pewne informacje zostały wskazane w prospekcie emisyjnym, to takie informacje z definicji stanowią istotną lub niezbędną część składową tego dokumentu. W związku z tym zgodne z dosłownym znaczeniem tego pojęcia jest założenie, że owe informacje stanowią „zasadnicze elementy” prospektu emisyjnego, które – zgodnie z art. 72 dyrektywy 2009/65 – muszą być aktualizowane.

34. W sposób szczególnie wyraźny świadczy o tym art. 69 ust. 2 dyrektywy 2009/65, który stanowi, że „[p]rospekt emisyjny zawiera przynajmniej informacje przewidziane w załączniku I tabela A [...]”. Wyrażenie „zawiera przynajmniej” wskazuje, że informacje przewidziane w tej tabeli stanowią niezbędną i istotną część prospektu emisyjnego, co oznacza, iż prawodawca uznał je za jego zasadniczy element, który musi zostać zaktualizowany w chwili, gdy dochodzi do jego zmiany.

35. Jak wyjaśnia ESMA, z treści art. 69 ust. 1 dyrektywy 2009/65 wynika, że prospekt emisyjny zawiera informacje „niezbędne” do tego, by umożliwić inwestorom wyrobienie sobie poglądu. Z uwagi na fakt, że informacje przewidziane w załączniku I tabela A do tej dyrektywy, o których mowa w art. 69 ust. 2, stanowią minimalną obowiązkową treść prospektu emisyjnego, owe informacje należy logicznie uznać za „niezbędne” w rozumieniu art. 69 ust. 1 dyrektywy 2009/65. Ponieważ prospekty emisyjne UCITS są niezgodne z dyrektywą 2009/65, jeśli nie zawierają przynajmniej wszystkich informacji przewidzianych w załączniku I tabela A, pojęcie „zasadniczych elementów prospektu emisyjnego”, którym posługuje się art. 72 tej dyrektywy, należy rozumieć w ten sposób, iż obejmuje ono przynajmniej wszystkie te informacje.

36. Za przyjęciem takiej literalnej i kontekstowej wykładni art. 72 dyrektywy 2009/65 przemawia również zastosowane z myślą o jego interpretacji podejście celowościowe. Zgodnie z art. 69 ust. 1 akapit pierwszy celem prospektu emisyjnego jest umożliwienie inwestorom wyrobienia sobie poglądu na temat proponowanych im inwestycji i związanego z nimi ryzyka. Artykuł 69 ust. 2 dyrektywy 2009/65 w związku z załącznikiem I tabela A pkt 1.8 stanowi, że prospekt emisyjny musi zawierać nazwiska i stanowiska zajmowane w spółce przez członków organów administracyjnych, zarządzających i nadzorczych, a także szczegóły dotyczące ich głównej działalności poza spółką, w przypadku gdy mają one znaczenie dla spółki⁸. Bezsporne jest, że

⁵ Motyw 3 dyrektywy 2009/65.

⁶ Wyrok z dnia 28 lutego 2019 r., Meyn, C-9/18, EU:C:2019:148, pkt 26 i przytoczone tam orzecznictwo.

⁷ Artykuł 69 ust. 1 i 2, art. 70 ust. 1–3, art. 71 dyrektywy 2009/65.

⁸ Warto zauważyć, że w pkt 1.8 tabeli A załącznika I do dyrektywy 2009/65 nie wprowadzono rozróżnienia między dyrektorami będącymi członkami wykonawczymi a dyrektorami niebędącymi członkami wykonawczymi.

dyrektorzy niebędący członkami wykonawczymi są „członkami organów administracyjnych, zarządzających i nadzorczych” spółki. Na rozprawie KFN, ESMA i Komisja zauważyły, że choć dyrektorzy niebędący członkami wykonawczymi nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje dotyczące bieżącego zarządzania, to jednak są oni włączeni w proces podejmowania decyzji inwestycyjnych na szczeblu rady nadzorczej. Inwestowanie polega na dokonywaniu wyborów. Jakość tych wyborów zależy w dużej mierze od kompetencji i uczciwości osób, którym powierzono odpowiedzialność w tym zakresie. Wynika stąd, że tożsamość decydentów może mieć znaczenie dla potencjalnych inwestorów. Ponadto zidentyfikowanie w odpowiednim czasie osób podejmujących decyzje o lokowaniu środków finansowych umożliwi inwestorom między innymi ustalenie, czy mogą zaistnieć konflikty interesów. Jeżeli zawarte w prospekcie emisyjnym informacje dotyczące tej kwestii nie są aktualizowane, możliwość wyrobienia sobie przez inwestorów poglądu na temat proponowanych im inwestycji jest ograniczona.

37. W uwagach na piśmie rząd niemiecki, którego stanowisko podzieliły na rozprawie spółka Invest Fund Management i rząd luksemburski, podniósł, że podlegające obowiązkowi aktualizacji zasadnicze elementy prospektu emisyjnego ograniczają się do tych elementów, które należy zamieścić w dokumencie „kluczowe informacje dla inwestorów” wymaganym na podstawie rozdziału IX sekcja 3 dyrektywy 2009/65.

38. Artykuł 78 ust. 1 dyrektywy 2009/65 stanowi, że państwa członkowskie wymagają, aby spółka inwestycyjna oraz, w odniesieniu do każdego z funduszy wspólnych, którymi zarządza, spółka zarządzająca sporządzały krótki dokument zawierający kluczowe informacje z punktu widzenia inwestorów, który to dokument jest określany jako „kluczowe informacje dla inwestorów”. Zgodnie z art. 78 ust. 2 tej dyrektywy „kluczowe informacje dla inwestorów” muszą zawierać odpowiednie informacje o podstawowych cechach danego UCITS, które są przedstawiane inwestorom, tak aby mogli oni zrozumieć charakter oraz ryzyko związane z oferowanym im produktem inwestycyjnym oraz, w konsekwencji, podjąć świadome decyzje inwestycyjne. Jak stanowi art. 78 ust. 3 wspomnianej dyrektywy, w „kluczowych informacjach dla inwestorów” należy zidentyfikować UCITS, zawrzeć krótki opis jego polityki inwestycyjnej i celów inwestycyjnych, przedstawić dotychczasowe wyniki lub, w stosownych przypadkach, scenariusze wyników oraz koszty i odnośne opłaty oraz wskazać profil ryzyka/zysku inwestycji, w tym stosowne wskazówki dotyczące ryzyka związanego z inwestycjami w UCITS oraz odpowiednie ostrzeżenie.

39. Rząd niemiecki zwraca uwagę, że w angielskiej i francuskiej wersji językowej art. 78 ust. 3 dyrektywy 2009/65 jest mowa odpowiednio o „the essential elements” i „les éléments essentiels” [podstawowych cechach], na temat których należy dostarczyć informacje. Jego zdaniem „zasadnicze elementy prospektu emisyjnego”, które muszą być aktualizowane w myśl art. 72, stanowią „podstawow[e] cech[y] w odniesieniu do danego UCITS”, na temat których należy dostarczyć informacje w kluczowych informacjach dla inwestorów, zgodnie z art. 78 ust. 3 lit. a)–e). Artykuł 69 ust. 1 dyrektywy 2009/65 przewiduje, że prospekt emisyjny musi zawierać informacje niezbędne inwestorom w celu wyrobienia sobie poglądu na temat proponowanych im inwestycji, a w szczególności ryzyka z nimi związanego. Prospekt emisyjny, który zawiera takie aktualne kluczowe informacje dla inwestorów, umożliwi inwestorom wyrobienie sobie takiego poglądu.

40. Zdaniem rządu niemieckiego taka wykładnia przyczynia się do osiągnięcia celów dyrektywy 2009/65, ponieważ celem zarówno dokumentu „kluczowe informacje dla inwestorów”, który musi być zgodny z odpowiednimi częściami prospektu emisyjnego, jak i samego prospektu, jest sprawienie, aby inwestorzy mogli zrozumieć ryzyko związane z inwestycjami oraz wyrobić sobie pogląd na jego temat.

41. Tytułem odpowiedzi pragnę, po pierwsze, wskazać, że art. 78 dyrektywy 2009/65 znajduje się w rozdziale IX sekcja 3 dyrektywy 2009/65, która to sekcja jest zatytułowana „Kluczowe informacje dla inwestorów”, podczas gdy art. 72 znajduje się w jej rozdziale IX sekcja 1, która to sekcja jest zatytułowana „Publikacja prospektu emisyjnego i sprawozdań okresowych”. Brak wzajemnego odniesienia do tych przepisów, a także fakt, że nie posłużono się w nich tym samym, wyraźnie zdefiniowanym, pojęciem, zdają się przemawiać przeciwko wykładni językowej, za którą optuje rząd niemiecki. Ponadto słuszności takiej wykładni badanych przepisów nie potwierdzają raczej również inne wersje językowe dyrektywy 2009/65⁹.

42. Po drugie, i co zapewne bardziej istotne, prospekt emisyjny ma się charakteryzować o wiele wyższym stopniem szczegółowości niż dokument „kluczowe informacje dla inwestorów”. O ile cele obu tych dokumentów mogą być zbieżne, jeśli chodzi o umożliwienie inwestorom zrozumienia ryzyka związanego z inwestycjami i wyrobienie sobie poglądu na ich temat, o tyle różnią się one pod względem zakresu informacji, jakie zawierają. Jak podczas rozprawy wyjaśniły KFN, Komisja i ESMA, dokument „kluczowe informacje dla inwestorów” został pomyślany jako bardzo krótki dokument o zestandaryzowanej treści, który ułatwia porównanie ze sobą różnych propozycji inwestycyjnych, w szczególności przez inwestorów prywatnych. Prospekt emisyjny jest znacznie dłuższy i zawiera bardziej szczegółowe informacje, dzięki czemu może być bardziej przydatny przede wszystkim dla inwestorów instytucjonalnych. Z tej perspektywy nie istnieje żaden powód, dla którego obowiązek aktualizowania informacji w prospekcie emisyjnym miałby nie być szerszy niż obowiązek mający zastosowanie w odniesieniu do dokumentu „kluczowe informacje dla inwestorów”. Sprzeczne z celami dyrektywy 2009/65 nie jest także ustanowienie w niej dwóch odrębnych systemów przekazywania informacji potencjalnym inwestorom.

43. Z tych względów nie jestem zatem przekonany o prawidłowości proponowanego przez rząd niemiecki podejścia do wykładni badanych przepisów dyrektywy 2009/65.

44. Spółka Invest Fund Management podnosi, że skoro powołanie do rady dyrektorów nowych dyrektorów niebędących członkami wykonawczymi musi być zatwierdzone przez KFN oraz odnotowane w odpowiednim krajowym rejestrze handlowym, to informacja na ten temat jest dostępna publicznie od chwili dokonania odnośnego wpisu do takiego rejestru. Z racji tego, że inwestorzy i potencjalni inwestorzy mają dostęp do krajowego rejestru handlowego, uzasadniona jest taka wykładnia art. 72 dyrektywy 2009/65, w myśl której nie nakłada on obowiązku aktualizowania tej informacji w prospekcie emisyjnym.

45. Jeżeli prawodawca rzeczywiście dążył do tego, aby inwestorzy opierali się na dostępnych publicznie informacjach zawartych w krajowych rejestrach handlowych w celu zidentyfikowania członków odpowiednich organów administracyjnych, zarządzających i nadzorczych, to trudno jest zrozumieć, dlaczego informacja ta została przewidziana w tabeli A, która znajduje się w załączniku I do dyrektywy 2009/65 i w której wymieniono obowiązkowe minimalne

⁹ Zobacz na przykład wersja niderlandzka i niemiecka dyrektywy 2009/65. W art. 72 niderlandzkiej wersji językowej jest mowa o „de essentiële informatie in het prospectus”, podczas gdy w art. 78 ust. 3 – o „de volgende essentiële elementen van de icbe” (podkreślenie moje). Z kolei art. 72 niemieckiej wersji językowej posługuje się sformułowaniem „die Angaben von wesentlicher Bedeutung im Prospekt”, natomiast jej art. 78 ust. 3 – sformułowaniem „Angaben zu folgenden wesentlichen Elementen des betreffenden OGAW” (podkreślenie moje).

informacje, jakie musi zawierać prospekt emisyjny. Konsekwencją powyższego jest to, że według prawodawcy nie wystarcza, aby takie aktualne informacje były przekazywane za pośrednictwem krajowych rejestrów handlowych. Można się też zastanawiać, dlaczego inwestorzy mieliby sprawdzać krajowe rejestry handlowe w celu ustalenia, czy informacje zawarte w prospekcie emisyjnym są aktualne.

46. Wypada moim zdaniem również zauważyć, że sama spółka Invest Fund Management najwyraźniej jest zdania, iż informacje znajdujące się w prospektach emisyjnych należy zaktualizować w następstwie powołania nowych dyrektorów niebędących członkami wykonawczymi. Sankcja będąca przedmiotem postępowania przed sądem odsyłającym została nałożona dlatego, że spółka Invest Fund Management zaktualizowała prospekty emisyjne po odnotowaniu zmiany w odpowiednim rejestrze handlowym, lecz nie dochowała wyznaczonego w tym celu terminu, a nie dlatego, że w ogóle nie zaktualizowała tych prospektów.

47. Rząd luksemburski jest zdania, że w braku precyzyjnej definicji pojęcia „zasadniczych elementów prospektu emisyjnego” zawartego w art. 72 dyrektywy 2009/65 ustalenie jego treści należy do właściwych organów państw członkowskich. Dokonując tego, owe organy powinny rozważyć, czy aktualizacja prospektu emisyjnego jest niezbędna w celu odzwierciedlenia istotnych zmian mogących wpływać na interesy inwestorów. Taką ocenę należy przeprowadzać dla każdego przypadku z osobna oraz z poszanowaniem zasady proporcjonalności, tak aby pogodzić ze sobą interesy inwestorów oraz spółek zarządzających w kontekście celów przyświecających rzeczonyj dyrektywie.

48. Dyrektywa 2009/65 nie zawiera żadnych wskazówek świadczących o tym, że prawodawca zamierzał pozostawić zdefiniowanie znajdującego się w jej art. 72 pojęcia „zasadniczych elementów prospektu emisyjnego” państwom członkowskim, czy też uznaniu ich właściwych organów. Jak wyjaśniono w pkt 30 niniejszej opinii, w takich okolicznościach owemu sformułowaniu należy nadać autonomiczną i jednolitą wykładnię na gruncie prawa Unii.

49. Spółka Invest Fund Management i rząd luksemburski podnoszą, że niektóre zmiany informacji zawartych w prospekcie emisyjnym mogą być tak niewielkie lub nieistotne, iż są one pozbawione znaczenia dla inwestorów, w którym to przypadku art. 72 dyrektywy 2009/65 nie wymaga aktualizacji prospektu emisyjnego. W tym kontekście art. 56 ust. 1 ZDKISDPKI przewiduje, że w wypadku „każdej zmiany” zasadniczych elementów prospektu emisyjnego podmiotu zbiorowego inwestowania dokonuje się aktualizacji prospektu. Ten przepis może stanowić odzwierciedlenie przyświecającej ustawodawcy bułgarskiemu woli ustanowienia przepisów bardziej restrykcyjnych niż przepisy ustanowione w dyrektywie 2009/65 w odniesieniu do aktualizacji treści prospektu emisyjnego, na co ów akt prawny zezwala¹⁰. W każdym razie w świetle uwag poczynionych przeze mnie w pkt 36 niniejszej opinii sądzę, że zmiany, o której mowa w niniejszej sprawie, nie można uznać za nieistotną lub minimalną.

50. Rząd polski zauważa, że zarówno zwykłe znaczenie słowa „zasadnicze”, jak i wykładnia celowościowa art. 72 dyrektywy 2009/65 przemawiają za przyjęciem wniosku, iż zasadnicze elementy prospektu emisyjnego zostały wskazane w art. 69 ust. 1 akapit drugi tej dyrektywy; stanowi je mianowicie „jasne i zrozumiałe wyjaśnienie profilu ryzyka funduszu”. Należy wykluczyć wykładnię alternatywną, zgodnie z którą zasadniczymi elementami prospektu

¹⁰ Motyw 15 dyrektywy 2009/65 przewiduje: „Zgodnie z ogólnie przyjętą zasadą, macierzyste państwo członkowskie powinno mieć możliwość ustanowienia przepisów bardziej restrykcyjnych niż przepisy ustanowione w niniejszej dyrektywie, w szczególności w odniesieniu do warunków uzyskania zezwolenia, wymogów ostrożnościowych i przepisów dotyczących sprawozdawczości i prospektu emisyjnego”.

emisyjnego są informacje, o których mowa w jej art. 69 ust. 2, ponieważ nakładałaby ona na spółki zarządzające i inwestycyjne zbyt daleko idące obowiązki, które nie polepszyłyby w istotny sposób ochrony inwestorów. Zdaniem rządu polskiego przykładem informacji, które muszą być zawarte w prospekcie emisyjnym, ale które nie stanowią „zasadniczego elementu” podlegającego obowiązkowi aktualizacji zgodnie z art. 72 dyrektywy 2009/65, są informacje analizowane w okolicznościach postępowania głównego. Niemniej jednak rząd ten potwierdza, że państwo członkowskie może przyjąć w tym względzie bardziej restrykcyjne wymogi.

51. Stanowisko prezentowane przez rząd polski nie przekonuje mnie z dwóch powodów. Po pierwsze, jak wyjaśniono w pkt 33–35 niniejszej opinii, zgodne ze zwykłym znaczeniem słowa „zasadnicze” jest założenie, że swoim zakresem obejmuje ono „przynajmniej informacje przewidziane w załączniku I tabela A”, ponieważ w art. 69 ust. 2 dyrektywy 2009/65 wskazano, iż to są właśnie minimalne wymagane informacje. Można zatem zasadnie stwierdzić w braku przeciwnych wskazówek, że „zasadnicze” w kontekście prospektu emisyjnego są takie informacje, które należy aktualizować w przypadku ich zmiany. Po drugie, ani rząd polski, ani żaden z uczestników, którzy utrzymywali wobec Trybunału, że przyjęcie takiej wykładni wiązałoby się z nadmiernymi trudnościami, nie uzasadnił tych twierdzeń, w szczególności przez odniesienie do szacunkowych kosztów aktualizacji prospektu emisyjnego. W braku takich dowodów trudno jest zrozumieć, dlaczego niewątpliwe interesy inwestorów związane z dostępem do prawidłowych i aktualnych informacji nie powinny przeważać w okolicznościach niniejszej sprawy.

52. Z powyższego wynika moim zdaniem, że informacje przewidziane w tabeli A załącznika I do dyrektywy 2009/65, które znajdują się w prospekcie emisyjnym, stanowią część „zasadniczych elementów prospektu emisyjnego” w rozumieniu art. 72 owej dyrektywy, a zatem podlegają obowiązkowi aktualizacji. Mając na względzie tę proponowaną odpowiedź, wydaje się, że Trybunał nie musi odpowiadać na pytanie trzecie. W związku z tym proponuję nie przystępować do jego badania.

B. W przedmiocie pytania dotyczącego sankcji w przypadku nieprzestrzegania przepisów

53. Pytanie czwarte dotyczy zakresu przysługującego KFN uprawnienia do nakładania sankcji w przypadku nieprzestrzegania obowiązku aktualizacji prospektu emisyjnego. Jak wyjaśniono w pkt 22 niniejszej opinii, niezaktualizowanie przez spółkę Invest Fund Management prospektów emisyjnych każdego z pięciu zarządzanych przez nią funduszy doprowadziło do wydania pięciu odrębnych zawiadomień o nałożeniu sankcji. Sąd odsyłający zastanawia się, czy art. 99a lit. r) dyrektywy 2009/65 uprawniał KFN do nałożenia tych sankcji¹¹.

54. Spółka Invest Fund Management uważa, że podejście przyjęte przez KFN jest niezgodne z przepisami dyrektywy 2009/65. Jej zdaniem brak aktualizacji prospektów emisyjnych pięciu zarządzanych przez nią funduszy stanowi jeden przypadek nieprzestrzegania przepisów, ponieważ odnosi się on do tego samego zbioru okoliczności, mianowicie do powołania w skład rady dyrektorów nowych dyrektorów niebędących członkami zarządzającymi. Podejście przyjęte przez KFN jest niezgodne z art. 99a lit. r) dyrektywy 2009/65, który – jak utrzymuje ta spółka – zezwala na nakładanie sankcji tylko w przypadku wielokrotnego nieprzestrzegania przepisów art. 68–82 tej dyrektywy. Ponadto stosowana przez KFN praktyka nakładania sankcji za

¹¹ Z postanowienia odsyłającego wynika, że uregulowanie obowiązujące w Bułgarii przewiduje nakładanie odrębnych sankcji za każdy przypadek niedopełnienia przez spółkę zarządzającą spoczywającego na niej obowiązku aktualizacji zasadniczych elementów.

nieprzestrzeganie przepisów w odniesieniu do każdego z funduszy zarządzanych przez spółkę Invest Fund Management jest nieproporcjonalna ze względu na jej niezgodność z art. 99a lit. r) dyrektywy 2009/65.

55. Nie przekonuje mnie przytoczony przez spółkę Invest Fund Management argument, jakoby sąd odsyłający miał do czynienia z jednym przypadkiem nieprzestrzegania przepisów. Artykuł 68 dyrektywy 2009/65 nakłada na spółki zarządzające obowiązek publikowania prospektu emisyjnego „w odniesieniu do każdego z funduszy wspólnych, którymi zarządza”. Brak aktualizacji prospektów emisyjnych w odniesieniu do każdego z tych funduszy oznacza, że sformułowany w art. 72 owej dyrektywy obowiązek aktualizacji prospektu emisyjnego nie zostaje dochowany względem każdego z tych funduszy, niezależnie od powoływanych w tym zakresie wyjaśnień. W tym świetle należy uznać, że zaistniało pięć przypadków nieprzestrzegania przepisów, przy czym każdy z nich dotyczył innego funduszu i stanowił pojedynczy przypadek nieprzestrzegania przepisów w odniesieniu do każdego zarządzanego funduszu.

56. W uwagach przedstawionych Trybunałowi KFN, rząd polski i Komisja odniosły się do pytania czwartego. Wszyscy ci uczestnicy zwracają, moim zdaniem słusznie, uwagę na fakt, że dyrektywa 2009/65 nie ma na celu pełnej harmonizacji ustawodawstw państw członkowskich. Jak wskazano w motywie 15 tej dyrektywy, zgodnie z ogólnie przyjętą zasadą państwa członkowskie powinny mieć możliwość ustanowienia przepisów bardziej restrykcyjnych niż ustanowione w niej przepisy, w szczególności w odniesieniu do warunków uzyskania zezwolenia, wymogów ostrożnościowych i przepisów dotyczących sprawozdawczości oraz treści prospektu emisyjnego. Artykuł 99a wspomnianej dyrektywy zawiera wyraźne odesłanie do przepisów ustawowych, wykonawczych lub administracyjnych państw członkowskich. W art. 99a zdanie wprowadzające doprecyzowano również, że dyrektywa 2009/65 nie zawiera wyczerpującego katalogu niezgodnych z prawem czynów, które muszą podlegać karze; przepis ten przewiduje natomiast, iż zagrożone karą są „w szczególności” pewne niezgodne z prawem czyny. Zgodnie z utrwalonym orzecznictwem Trybunału w braku harmonizacji przepisów Unii w dziedzinie sankcji z tytułu niedochowania warunków przewidzianych w ramach systemu wprowadzonego przez te przepisy państwa członkowskie są uprawnione do wyboru sankcji, które uznają za odpowiednie¹².

57. Z powyższego wynika, że dyrektywa 2009/65 zezwala państwom członkowskim na przyjmowanie przepisów wykonawczych, które przewidują w przypadku nieprzestrzegania art. 72 tej dyrektywy sankcje surowsze aniżeli te ustanowione w art. 99a lit. r), przy czym takie sankcje nie mogą nigdy być nieproporcjonalne¹³. Nie przekonuje mnie lakoniczne stwierdzenie spółki Invest Fund Management, jakoby podejście przyjęte przez KFN w sprawie rozpatrywanej przez sąd odsyłający miało prowadzić do nałożenia nieproporcjonalnie dużych sankcji. Wręcz przeciwnie – spółka Invest Fund Management ma względem faktycznych i potencjalnych inwestorów inwestujących w każdy z zarządzanych przez nią funduszy obowiązek zapewnienia, że zasadnicze elementy odpowiedniego prospektu emisyjnego są aktualizowane. Nałożenie sankcji za niezaktualizowanie każdego prospektu emisyjnego nie jest więc samo w sobie nieproporcjonalne.

¹² Zobacz na przykład wyrok z dnia 22 marca 2017 r., Euro-Team i Spirál-Gép, C-497/15 i C-498/15, EU:C:2017:229, pkt 39, 40 i przytoczone tam orzecznictwo.

¹³ Artykuł 99c dyrektywy 2009/65; orzecznictwo przytoczone w pkt 56 niniejszej opinii.

VI. Wnioski

58. Proponuję zatem Trybunałowi, by na pytania przedstawione przez Sofijski rayonen sad (sąd rejonowy w Sofii, Bułgaria) odpowiedział następująco:

- 1) Informacje przewidziane w tabeli A załącznika I do 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), zmienionej dyrektywą 2014/91/UE, które znajdują się w prospekcie emisyjnym, stanowią część „zasadniczych elementów prospektu emisyjnego” w rozumieniu art. 72 owej dyrektywy, a zatem podlegają obowiązkowi aktualizacji.
- 2) Artykuł 99a lit. r) dyrektywy 2009/65/WE należy interpretować w ten sposób, że w razie zaistnienia pojedynczego przypadku nieprzestrzegania obowiązków dotyczących przekazywania informacji inwestorom, nałożonych zgodnie z przepisami krajowymi transponującymi art. 68–82 dyrektywy 2009/65/WE, krajowe przepisy wykonawcze mogą przewidywać nałożenie na spółkę zarządzającą sankcji w odniesieniu do każdego z zarządzanych przez nią funduszy inwestycyjnych.