



Coletânea da Jurisprudência

CONCLUSÕES DA ADVOGADA-GERAL
JULIANE KOKOTT
apresentadas em 16 de dezembro de 2021¹

Processo C-352/20

HOLD Alapkezelő Befektetési Alapkezelő Zrt.
contra
Magyar Nemzeti Bank

[pedido de decisão prejudicial apresentado pela Kúria (Supremo Tribunal, Hungria)]

«Pedido de decisão prejudicial — Regulamentação do mercado financeiro — Fundos de investimento — Diretivas 2009/65/CE e 2011/61/UE — Políticas de remuneração de sociedades de gestão de capitais e de investimento — Princípios de uma política sã de remunerações — Orientações 2013/232 e 2016/575 da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA) — Distribuição de dividendos a quadros superiores de uma sociedade de gestão de fundos que são simultaneamente acionistas da sociedade — Incentivo a uma excessiva assunção de riscos — Desvio aos princípios das políticas sãs de remunerações»

I. Introdução

1. A estabilidade e a integridade dos mercados financeiros pressupõe a gestão sólida dos riscos por parte das instituições financeiras e das sociedades de investimento. No entanto, a excessiva assunção de riscos por parte de determinados intervenientes no mercado financeiro, tais como consultores de investimentos e gestores de fundos, pode ser incentivada, no entender do legislador europeu, por práticas remuneratórias inadequadas, uma vez que estas podem criar incentivos errados².

¹ Língua original: alemão.

² V. fundamentalmente os primeiro a quinto considerandos da Recomendação 2009/384/CEE da Comissão, de 30 de abril de 2009, relativa às políticas de remuneração no setor dos serviços financeiros (JO 2009, L 120, p. 22), na qual os atos legislativos em causa se baseiam (v. já a seguir notas 3 e 4). A investigação empírica confirma esta ligação, v. designadamente *Bebchuk/Fried*, «Pay without performance», Harvard University Press, Cambridge, 2004; *Kaplan*, «Are U.S. CEOs Overpaid?», *Academy of Management Perspectives*, Vol. 22 (2008), pp. 5-20.

2. Por este motivo, especialmente as Diretivas 2009/65/CE³ e 2011/61/CE⁴ determinam que os Estados-Membros devem exigir ao setor dos fundos de investimento o estabelecimento e a aplicação de políticas de remuneração que incentivem uma gestão sólida e eficaz dos riscos e não encorajem a assunção de riscos incompatíveis com os perfis de risco, o regulamento ou os instrumentos constitutivos dos respetivos fundos de investimento.

3. No processo principal, o Magyar Nemzeti Bank (banco nacional húngaro, a seguir «MNB»), na sua qualidade de autoridade de supervisão dos mercados financeiros, interveio junto de uma sociedade de gestão de fundos que distribuía dividendos a vários membros da sua direção, por estes serem detentores diretos ou indiretos de participações na referida sociedade. No entender do MNB, estes pagamentos de dividendos fazem parte de uma política de remuneração que é suscetível de contrariar a gestão sólida dos riscos. Com efeito, o seu próprio interesse financeiro em maximizar as distribuições de dividendos pode levar os gestores do fundo a assumir, nas suas decisões de investimento, riscos demasiado elevados a curto prazo que podem ter efeitos prejudiciais a longo prazo para os investidores do fundo por si gerido.

4. Neste contexto, o órgão jurisdicional de reenvio questiona o Tribunal de Justiça sobre se os requisitos do direito da União em matéria de políticas de remuneração no setor dos serviços financeiros, num caso como o presente, são sequer aplicáveis, uma vez que os dividendos, formalmente, não constituem uma contrapartida pelos serviços prestados. Conforme se irá demonstrar em seguida, está aqui em causa a questão de saber em que circunstâncias a participação nos lucros de uma sociedade de gestão de fundos, à luz do direito das sociedades pode levar a que os gestores de fundos sejam induzidos a correr riscos semelhantes aos do pagamento de determinadas componentes variáveis da remuneração.

II. Quadro jurídico

5. As disposições do direito da União em matéria de remunerações no setor dos fundos de investimentos, consagradas nas Diretivas 2011/61 (quanto aos fundos de investimento alternativos, a seguir, abreviadamente, «FIA») e 2009/65 (quanto aos denominados organismos de investimento coletivo em valores mobiliários, a seguir, abreviadamente, «OICVM») fazem referência à Recomendação 2009/384/CE da Comissão⁵ e são implementadas, no plano legislativo subordinado, por orientações da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (a seguir «ESMA»).

³ V., em especial, artigos 14.º-A e 14.º-B, da Diretiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de julho de 2009, que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (OICVM) (JO 2009, L 302, p. 32) com a redação introduzida pela Diretiva 2014/91/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de julho de 2014, que altera a Diretiva 2009/65/CE que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (OICVM), no que diz respeito às funções dos depositários, às políticas de remuneração e às sanções (JO 2014, L 257, p. 186) (a seguir «Diretiva 2009/65»).

⁴ V., em especial, artigo 13.º, bem como o anexo II da 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho de 2011, relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos e que altera as Diretivas 2003/41/CE e 2009/65/CE e os Regulamentos (CE) n.º 1060/2009 e (UE) n.º 1095/2010 (JO 2011, L 174, p. 1) (a seguir «Diretiva 2011/61»).

⁵ V. considerando 26 da Diretiva 2011/61 e considerando 5 da Diretiva 2014/91.

1. Recomendação 2009/384 da Comissão

6. Os considerandos 1 a 5 da Recomendação 2009/384 da Comissão contêm os motivos essenciais da política da União em matéria de remunerações no setor dos serviços financeiros:

- «1. A excessiva disponibilidade para assumir riscos no setor dos serviços financeiros, em especial nos bancos e nas sociedades de investimento, contribuiu para o mau desempenho das instituições financeiras e para a ocorrência de problemas sistémicos, tanto a nível dos Estados-Membros como mundialmente. Estes problemas propagaram-se a toda a economia, tendo originado elevados custos para a sociedade.
2. Embora não tenha sido esta a causa principal da crise financeira que eclodiu em 2007 e 2008, existe um consenso generalizado quanto ao facto de a inadequação das práticas remuneratórias no setor dos serviços financeiros também ter induzido essa excessiva disponibilidade para assumir riscos e, assim, contribuído para perdas significativas nas principais instituições financeiras.
3. A política de remuneração praticada em grande parte do setor dos serviços financeiros tem prejudicado a adoção de uma gestão dos riscos sólida e eficaz. Estas práticas tendiam a recompensar os lucros de curto prazo e a incentivar o pessoal a desenvolver atividades demasiado arriscadas que proporcionam um rendimento elevado a curto prazo, mas expõem potencialmente as instituições financeiras a maiores perdas a longo prazo.

[...]

5. A criação de incentivos adequados no próprio sistema de remunerações deveria reduzir o ónus sobre a gestão dos riscos e aumentar a probabilidade de estes sistemas serem eficazes. Assim, afigura-se necessário estabelecer princípios para boas políticas de remuneração.»

2. Diretiva 2011/61

7. Nos termos do seu artigo 1.º, a Diretiva 2011/61 regula a autorização, atividade e transparência dos gestores de fundos de investimento alternativos (GFIA). De acordo com o artigo 4.º, n.º 1, alínea b), desta diretiva, entende-se por «GFIA», uma pessoa coletiva cuja atividade regular seja a gestão de um ou mais FIAs.

8. O considerando 24 da Diretiva 2011/61 dispõe o seguinte:

«A fim de ter em conta o efeito potencialmente nocivo de estruturas de remuneração inadequadamente concebidas para uma gestão sã dos riscos e o controlo de comportamentos de assunção de riscos por parte de indivíduos concretos, os GFIA deverão ser expressamente obrigados a estabelecer e manter, para as categorias de pessoal cujas atividades profissionais tenham um impacto significativo no perfil de risco dos FIAs por eles geridos, políticas e práticas de remuneração consentâneas com uma gestão sã e eficaz dos riscos. Estas categorias de pessoal deverão incluir, pelo menos, a direção e os responsáveis pela assunção de riscos e pelas funções de controlo [...]

9. O artigo 4.º, n.º 1, alínea d), define o conceito de comissão de desempenho («carried interest»):

«“comissão de desempenho” (“carried interest”), uma participação nos lucros do FIA devida ao GFIA a título de compensação pela respetiva gestão, excluindo qualquer participação nos lucros do FIA devidos ao GFIA enquanto retorno de investimentos feitos pelo GFIA no FIA em causa.»

10. Nos termos do artigo 13.º, n.º 1, segundo parágrafo, da Diretiva 2011/61, os GFIA devem fixar as políticas e práticas de remuneração de acordo com o anexo II desta diretiva.

11. O anexo II, da Diretiva 2011/61 dispõe o seguinte:

«1. No estabelecimento e aplicação de políticas de remuneração total, incluindo os salários e benefícios discricionários de pensão, [...] os GFIA devem respeitar os princípios a seguir enunciados de uma forma e na medida adequadas à sua dimensão e organização interna e à natureza, âmbito e complexidade das suas atividades:

[...]

h) A avaliação do desempenho deve processar-se num quadro plurianual adequado ao ciclo de vida dos FIAs geridos pelo GFIA, a fim de assegurar que o processo de avaliação se baseie num desempenho a mais longo prazo e que o pagamento efetivo das componentes da remuneração dependentes do desempenho seja repartido ao longo de um período que tenha em conta a política de reembolso dos FIAs por ele geridos e os respetivos riscos de investimento;

[...]

j) As componentes fixas e variáveis da remuneração total devem estar adequadamente equilibradas; a componente fixa deve representar uma proporção suficientemente elevada da remuneração total para permitir a aplicação de uma política totalmente flexível de componentes variáveis da remuneração, incluindo a possibilidade de não pagamento de qualquer componente variável da remuneração;

[...]

m) Sem prejuízo da estrutura jurídica do FIA, do seu regulamento e dos seus estatutos, uma parte substancial, de pelo menos 50 % de qualquer remuneração variável, deve consistir em unidades de participação ou ações do FIA em causa, interesses de propriedade equivalentes, instrumentos vinculados a ações ou instrumentos equivalentes não expressos em numerário, salvo se a gestão do FIA representar menos de 50 % da carteira total gerida pelo GFIA, caso em que o mínimo de 50 % não se aplica.

Os instrumentos referidos na presente alínea devem estar sujeitos a uma política de retenção adequada, concebida para alinhar os incentivos com os interesses do GFIA e dos FIAs por ele geridos e respetivos investidores. Os Estados-Membros ou as suas autoridades competentes podem impor restrições aos tipos e estruturas destes instrumentos ou proibir certos instrumentos, consoante o mais apropriado. A presente alínea aplica-se tanto à parte da componente variável da remuneração diferida nos termos da alínea n) como à parte da componente variável da remuneração não diferida;

- n) O pagamento de uma parte substancial, correspondente a pelo menos 40 % da componente variável da remuneração, deve ser diferido por um período adequado em função do ciclo de vida e da política de reembolso do FIA em causa e corretamente fixado em função da natureza dos riscos do mesmo FIA.

Esse período deverá ser de pelo menos três a cinco anos, salvo se o ciclo de vida do FIA for mais curto; os direitos à remuneração a pagar em regime diferido devem ser adquiridos numa base estritamente proporcional; no caso de uma componente de remuneração variável de valor particularmente elevado, pelo menos 60 % do respetivo montante deve ser pago em diferido;

- o) A remuneração variável, incluindo a parte diferida dessa remuneração, só deve ser paga ou constituir um direito adquirido se for compatível com a situação financeira geral do GFIA e se se justificar pelo desempenho do departamento empresarial, do FIA e do indivíduo em causa.

A regressão do desempenho, ou o desempenho negativo, do GFIA ou do FIA em causa deve determinar, em regra, uma contração significativa do total da remuneração variável, tendo em conta, quer a compensação habitual, quer as reduções nos desembolsos de montantes ganhos anteriormente, inclusive por meio de regimes de agravamento (“malus”) ou de recuperação (“clawback”);

[...]

- r) A remuneração variável não pode ser paga por intermédio de veículos ou métodos que tornem fácil evitar o cumprimento dos requisitos da presente diretiva.

2. Os princípios estabelecidos no n.º 1 aplicam-se a todos os tipos de remuneração pagos pelo GFIA, a todos os montantes pagos diretamente pelo próprio FIA, incluindo juros transitados, e a todas as transferências de unidades de participação ou ações do FIA em benefício das categorias de pessoal [...] cujas atividades profissionais tenham um impacto significativo no respetivo perfil de risco ou nos perfis de risco dos FIAs que gerem.

[...]»

3. Diretiva 2009/65

12. A Diretiva 2009/65 contém, na sua redação alterada pela Diretiva 2014/91⁶, nos artigos 14.º-A e 14.º-B, disposições relativas às políticas de remuneração que as sociedades gestoras de OICVM devem definir para determinadas categorias de pessoal cujas atividades profissionais tenham um impacto significativo nos perfis de risco dos OICVM por elas geridos. O teor destas disposições corresponde, no essencial, às normas do anexo II, n.º 1, da Diretiva 2011/61.

4. Orientações da ESMA

13. Nos termos do artigo 13.º, n.º 2, da Diretiva 2011/61 e do artigo 14.º-A, n.º 4, da Diretiva 2009/65, a ESMA estabelece orientações relativas à aplicação dos princípios das boas políticas de remuneração. As Orientações 2016/575 dizem respeito às políticas de remuneração das

⁶ V. nota 3 das presentes conclusões.

sociedades gestoras de OICVM e as Orientações 2013/232, aos GFIA (a seguir, também, «Orientações»). Conforme exige o considerando 9 da Diretiva 2014/91, estas orientações têm correspondência com muitos dos pontos relevantes do processo principal.

14. O ponto 10 das Orientações 2013/232 que, no essencial, corresponde ao ponto 11 das Orientações 2016/575, dispõe o seguinte:

«Apenas para efeitos das orientações e do anexo II da DGFIA, a remuneração consiste em

- (i) todas as formas de pagamento ou benefícios pagos pelo GFIA,
- (ii) qualquer montante pago pelo próprio FIA, incluindo comissões de desempenho, e
- (iii) todas as transferências de unidades de participação ou ações do FIA,

em troca da prestação de serviços profissionais pelo *peçoal identificado* do GFIA.

Para efeitos da alínea ii), sempre que os pagamentos, excluindo os reembolsos de custos e despesas, sejam feitos diretamente pelo FIA ao GFIA para atribuição às categorias pertinentes de pessoal do GFIA pela prestação de serviços profissionais, podendo resultar num desvio às regras de remuneração aplicáveis, tais pagamentos devem ser considerados remunerações para efeitos das orientações e do anexo II da DGFIA.»

15. O ponto 15 das Orientações 2013/232, que corresponde ao ponto 14 das Orientações 2016/575, tem o seguinte teor:

«Os GFIA devem garantir que a remuneração variável não será paga por intermédio de veículos nem serão empregues métodos que permitam evitar artificialmente o cumprimento dos requisitos da DGFIA ou das presentes orientações. [...] Nesta perspetiva, as circunstâncias e situações passíveis de representar maiores riscos são: a conversão de partes da remuneração variável em benefícios que normalmente não representam incentivos à assunção de riscos; [...] a criação de estruturas ou métodos de pagamento da remuneração sob a forma de dividendos ou afins (por exemplo, a utilização inadequada de comissões correspondentes a uma percentagem sobre os resultados) e benefícios materiais não monetários atribuídos como incentivos ligados ao desempenho.»

16. O ponto 16 das Orientações 2013/232 prevê o seguinte:

«Os chamados “veículos de comissões de desempenho” são normalmente sociedades de responsabilidade limitada (ou outros tipos de veículos) que também são sócios de responsabilidade limitada do FIA, juntamente com investidores terceiros, e que são utilizados pelos dirigentes superiores do FIA para regulação dos direitos dos executivos às comissões de desempenho em consequência de uma contribuição modesta de capital ou para afetação de capitais que não sejam meramente nominais (ou seja, coinvestimento) em transações conjuntas com o FIA. Se recaírem na definição de comissão de desempenho, os pagamentos efetuados pelo FIA ao pessoal relevante através destes veículos de comissões de desempenho estarão sujeitos às disposições relativas a remunerações constantes das presentes orientações; contudo, se representarem um retorno proporcional do investimento efetuado pelo pessoal (através do veículo de comissões de desempenho) no FIA, não estarão sujeitos a tais disposições.»

17. O ponto 17 das Orientações 2013/232 corresponde ao ponto 15 das Orientações 2016/575:

«Deve ser ainda tida em conta a posição das sociedades e estruturas similares. Os dividendos ou distribuições de lucros que os sócios recebam enquanto proprietários de um GFIA não estão cobertos pelas presentes orientações, a menos que o resultado material do pagamento de tais dividendos configure um desvio às regras de remuneração aplicáveis, sendo a intenção de desvio às regras irrelevante para este efeito.»

18. O ponto 94, das Orientações 2013/232, que corresponde ao ponto 96 das Orientações 2016/575, estabelece o seguinte:

«A aplicação de uma política plenamente flexível relativamente à remuneração variável significa que a componente variável da remuneração deve diminuir em caso de desempenho negativo mas também que, em certos casos, poderá não haver lugar a qualquer pagamento dessa componente. No que diz respeito à sua implementação prática, também significa que a remuneração fixa deve ser suficientemente elevada para remunerar os serviços profissionais prestados, tendo em conta o nível de educação, o grau de antiguidade, o nível de especialização e as competências necessárias, bem como as dificuldades e a experiência profissional, o setor de atividade e a região. Os níveis individuais de remuneração fixa devem ser indiretamente associados ao princípio básico do alinhamento pelo risco.»

19. Os pontos 132 e 133 das Orientações 2013/232 correspondem, no essencial, aos pontos 134 e 135 das Orientações 2016/575 e têm o seguinte teor:

«132. A remuneração sob a forma de *instrumentos* só deve ocorrer se não resultar em conflitos de interesses nem constituir um incentivo à assunção de riscos inconsistentes com os perfis de risco, os regulamentos ou os estatutos dos FIA relevantes. [...]

133. No que diz respeito aos GFIA que gerem vários FIA, por forma a alinhar os interesses do *peçoal identificado* com os interesses dos FIA relevantes, sempre que possível de acordo com a organização do GFIA e com a estrutura jurídica dos FIA geridos, o pessoal identificado deverá receber instrumentos sobretudo relacionados com os FIA integrados nas suas atividades, desde que a detenção dos instrumentos não fique demasiado concentrada (incentivando o *peçoal identificado* a assumir riscos excessivos). [...]

20. Os pontos 139 e 141 das Orientações 2013/232 correspondem aos pontos 141 e 143 das Orientações 2016/575 e preveem o seguinte:

«139. No caso dos *instrumentos* de pagamento imediato, os *períodos de retenção* são os únicos mecanismos disponíveis para destacar a diferença entre pagamentos imediatos em numerário ou sob a forma de *instrumentos* de modo a alinhar os incentivos com os interesses de mais longo prazo do GFIA, dos FIA por este geridos e dos investidores de tais FIA.

141. O *período de retenção* mínimo deve ser suficiente para alinhar os incentivos com os interesses de mais longo prazo do GFIA, dos FIA por este geridos e dos investidores de tais FIA. Vários fatores podem sugerir um período mais longo ou mais curto. Devem ser aplicados *períodos de retenção* mais longos ao pessoal com o impacto mais significativo no perfil de risco do GFIA e dos FIA por este geridos.»

III. Matéria de facto e processo principal

21. A recorrente no processo principal é uma sociedade que gere diversos FIA e OICMV (a seguir «sociedade gestora»).

22. A recorrente desenvolve, desde 2014, uma política de remuneração que abrange componentes fixas e variáveis e que aplica a determinados grupos de funcionários seus. Entre estes funcionários encontram-se quatro pessoas que são todos membros da direção.

23. Para além da sua relação laboral com a sociedade gestora, os funcionários em causa detêm, direta e indiretamente, participações nesta sociedade. Em termos concretos, alguns destes funcionários são, por um lado, diretamente detentores de ações privilegiadas da sociedade gestora associadas a um direito preferencial a dividendos. Por outro lado, alguns deles são sócios únicos de sociedades anónimas unipessoais fechadas que, por seu turno, detêm ações privilegiadas da sociedade gestora associadas a um direito preferencial a dividendos. As respetivas participações (indiretas) dos funcionários em causa ou das sociedades anónimas detidas pelos mesmos, no capital social da sociedade gestora, ascendem, em duas situações, a 2 %, assim como a 4 %, 5 %, 12 % e 25,1 %.

24. A partir dos seus lucros contabilísticos auferidos entre 2015 e 2018, a sociedade gestora distribuiu anualmente dividendos sob a forma de um pagamento único aos funcionários em causa ou às acima referidas sociedades anónimas unipessoais. Em 2016, o valor total dos dividendos distribuídos a estes acionistas foi de cerca de 661 milhões forints (HUF) e em 2017, foi de cerca de 110 milhões de HUF. Os pagamentos aos funcionários em causa identificados como remuneração ascenderam, em 2016, a um valor total de cerca de 17 milhões de HUF e, em 2017, a cerca de 10 milhões de HUF.

25. Por Despacho de 11 de abril de 2019, o MNB ordenou à sociedade gestora que, no prazo de 90 dias, adaptasse a sua política de remuneração às exigências em matéria do direito de supervisão. Além disso, aplicou uma coima à sociedade gestora por violação das disposições nacionais relativas às políticas de remuneração no setor dos serviços financeiros, que transpõem as disposições pertinentes das Diretivas 2009/65 e 2011/61.

26. No entender do MNB, os pagamentos dos dividendos, por natureza, incentivam os funcionários em causa a obter lucros particularmente elevados e de curto prazo para a sociedade gestora. Por conseguinte, também os podem levar a tomar decisões de investimento que acarretem riscos inconsistentes com o perfil de risco do fundo gerido e que tenham, a longo prazo, efeitos prejudiciais para os investidores do referido fundo. Deste modo, pode haver um desvio às normas relativas ao diferimento de componentes da remuneração orientadas para a obtenção de resultados.

27. No âmbito do seu recurso contra este despacho, a sociedade gestora defendeu que os pagamentos dos dividendos não consubstanciavam uma remuneração na aceção do artigo 13.º e do anexo II, da Diretiva 2011/61 ou dos artigos 14.º-A e 14.º-B da Diretiva 2009/65. Com efeito, estes pagamentos não foram recebidos pelos funcionários em causa como contrapartida pelos seus serviços, mas pela disponibilização de capital na sua qualidade de acionistas. Neste sentido, sujeitar o direito aos dividendos dos funcionários em causa às normas relativas à remuneração seria contrário ao princípio da igualdade de tratamento dos acionistas. É incompreensível a razão pela qual se entende que a obtenção de dividendos pode criar um incentivo para a obtenção de

lucros a curto prazo. Pelo contrário, enquanto acionistas majoritários da sociedade gestora, os funcionários em causa terão interesse em que esta sociedade alcance, a longo prazo, os melhores resultados possíveis.

28. O órgão jurisdicional de primeira instância concluiu rejeitando estes argumentos. Aderiu, em especial, ao entendimento do MNB, segundo o qual com os pagamentos de dividendos, haveria um desvio às disposições relativas ao diferimento das componentes variáveis da remuneração, uma vez que existe um desequilíbrio significativo entre o valor total dos pagamentos identificados como remuneração e os pagamentos dos dividendos.

IV. Questão prejudicial e tramitação processual perante o Tribunal de Justiça

29. O recurso interposto pela sociedade gestora contra esta decisão corre termos perante o órgão jurisdicional de reenvio, a Kúria (Supremo Tribunal, Hungria). Este último suspendeu o processo e submeteu ao Tribunal de Justiça, nos termos do artigo 267.º TFUE, a seguinte questão prejudicial:

«Os dividendos distribuídos aos [gestores em causa] estão abrangidos pela política de remuneração dos gestores de fundos de investimento

- a) diretamente na sua qualidade de detentores de ações privilegiadas associadas a um direito preferencial a dividendos no gestor de fundos de investimento, e
- b) por intermédio de sociedades anónimas unipessoais propriedade dos [gestores em causa] que detêm ações privilegiadas associadas a um direito preferencial a dividendos nesse gestor de fundos?»

30. A recorrente no processo principal, o MNB, o Governo polaco, o Governo húngaro, bem como a Comissão Europeia apresentaram observações escritas em relação a esta questão prejudicial. Com vista à preparação da audiência de 28 de outubro de 2021, a ESMA, a pedido do Tribunal de Justiça, nos termos do artigo 24.º, n.º 2, do Estatuto, apresentou esclarecimentos escritos. Os intervenientes na audiência, designadamente, a recorrente no processo principal, o MNB, o Governo húngaro e a Comissão tiveram, no âmbito da mesma, oportunidade de apresentar observações sobre estes esclarecimentos.

V. Apreciação jurídica

31. Com a sua questão, o órgão jurisdicional de reenvio pretende, em suma, saber se ou em que circunstâncias o pagamento de dividendos a quadros dirigentes de uma sociedade gestora de fundos que, simultaneamente, participam direta ou indiretamente nesta sociedade, deve ser configurado de forma a respeitar as exigências das políticas sãs de remuneração dos gestores de fundos, tal como consagradas, em especial, nas Diretivas 2009/65 e 2011/61.

32. Com efeito, no processo principal, o MNB, na qualidade de autoridade de supervisão, ordenou à sociedade gestora recorrente que adaptasse a sua política de remuneração às referidas exigências, tendo em conta estes pagamentos, e aplicou uma coima pela alegada infração.

33. Nos termos do artigo 13.º, n.º 1, da Diretiva 2011/61 (quanto aos FIA) e do artigo 14.º-A, n.º 1, da Diretiva 2009/65 (quanto aos OICVM), os fundos de investimento ou as sociedades gestoras dos mesmos devem desenvolver e aplicar uma política de remuneração de determinados grupos de funcionários, em especial, de membros da direção⁷, que sejam consentâneas com uma gestão sólida e eficaz dos riscos. Tal impõe que a respetiva política de remuneração não encoraje a assunção de riscos incompatíveis com os perfis de risco, o regulamento ou os instrumentos constitutivos dos fundos geridos, nem impeça a sociedade gestora de atuar em defesa dos melhores interesses dos fundos.

34. Assim, as referidas disposições perseguem dois objetivos⁸. Por um lado, pretende-se garantir a estabilidade dos mercados financeiros, pois a assunção de riscos demasiado elevados pode dar origem a bolhas ou à «avaliação errada» de valores mobiliários de elevado risco. Por outro lado, pretende-se proteger os interesses dos investidores que, tendo em vista tanto o risco como também a sustentabilidade das decisões de investimento, podem entrar em conflito com os interesses dos gestores de fundos: este risco pode resultar do facto de estes últimos terem um interesse próprio em valorizações de curto prazo dos fundos por eles geridos, devido à remuneração concebida de forma desproporcional, dependente do desempenho.

35. O anexo II da Diretiva 2011/61 e o artigo 14.º-B, da Diretiva 2009/65 consagram uma série de princípios e critérios concretos que esta política de remuneração deve respeitar, entre os quais se encontram, designadamente, disposições relativas à relação entre componentes fixas da remuneração e as componentes da remuneração dependentes do desempenho [v., respetivamente, alínea j)] e disposições relativas ao diferimento das componentes dependentes do desempenho, bem como aos requisitos materiais do pagamento da mesma [v., por exemplo, respetivamente, alíneas h), n) e o)].

36. Contudo, no entender do órgão jurisdicional de reenvio, estas disposições não podem desde logo ser aplicáveis, uma vez que os dividendos não são pagos aos funcionários em causa como contrapartida dos serviços devidos nos termos do contrato de trabalho, pelo menos, não o são formalmente. Pelo contrário, são pagos aos mesmos por força da sua qualidade de acionistas (privilegiados) da sociedade gestora. Por este motivo, no entender daquele órgão jurisdicional, os pagamentos não podem, à partida, ser abrangidos pelo conceito de «remuneração» na aceção das disposições acima referidas.

A. Quanto ao conceito de «remuneração» na aceção das Diretivas 2009/65 e 2011/61

37. Nem as Diretivas 2009/65 e 2011/61, nem a Recomendação 2009/384 da Comissão, em cujos princípios estas diretivas se baseiam⁹, contêm uma definição legal do conceito de «remuneração». Das mesmas resulta apenas que as políticas e as práticas de remuneração abrangem componentes fixas e variáveis dos salários e benefícios discricionários de pensão¹⁰.

⁷ O órgão jurisdicional de reenvio não põe em causa que os funcionários a que diz respeito o processo principal são abrangidos pelo âmbito de aplicação pessoal das normas relativas a remunerações consagradas nas Diretivas 2009/65 e 2011/61 e também me parece que tal não está em questão. Por este motivo, as presentes conclusões só analisam o âmbito de aplicação material das disposições relativas às políticas sãs de remunerações.

⁸ V. considerandos 1, 2 e 3 da Diretiva 2011/61, bem como artigo 45.º, n.º 8, da mesma.

⁹ V. considerando 26 da Diretiva 2011/61 e considerando 5 da Diretiva 2014/91.

¹⁰ V., designadamente, artigo 14.º-A, n.º 2, da Diretiva 2009/65 e anexo II, n.º 1, da Diretiva 2011/61.

38. As orientações da ESMA¹¹ adotadas com base nas diretivas clarificam o conceito de «remuneração» no sentido de que, em primeiro lugar, abrange todas as formas de pagamentos ou benefícios pagos pela sociedade gestora ou pelo GFIA. Em segundo lugar, o conceito, segundo as mesmas, abrange qualquer montante pago pelos próprios OICVM ou FIA, incluindo comissões de desempenho (*Performance Fees*), pagos direta ou indiretamente aos funcionários em causa, bem como a comissão de desempenho («Carried Interest»)¹². Em terceiro lugar, inclui todas as transmissões de unidades de participação do OICVM ou do FIA. De acordo com estas orientações, todas as componentes da remuneração acima referidas têm em comum o facto de serem concedidas como contrapartida de serviços profissionais prestados pelos funcionários em causa do GFIA ou da sociedade gestora de OICVM¹³.

39. Em face do exposto, parecem efetivamente existir muitos indícios de que os pagamentos de dividendos tal como os pagamentos controvertidos no processo principal não se podem incluir no conceito de «remuneração».

40. No entanto, a este respeito, resulta do ponto 17 das orientações 2013/232 e do ponto 15 das orientações 2016/575 que os dividendos ou distribuições semelhantes que os funcionários em causa recebam enquanto proprietários de uma sociedade gestora não estão cobertos por estas orientações, «a menos que o resultado material do pagamento de tais dividendos configure um desvio às regras de remuneração aplicáveis». O ponto 15 das orientações 2013/232 confirma que os pagamentos de dividendos podem consubstanciar formas de evitar uma política de remuneração adequada e que podem conduzir à utilização abusiva da remuneração dependente do desempenho. No mesmo sentido, o artigo 14.º-B, n.º 1, alínea r), da Diretiva 2009/65 também prevê que a remuneração variável não pode ser paga por intermédio de veículos ou métodos que facilitem a elisão dos requisitos estabelecidos na presente diretiva.

41. Assim, as orientações afirmam que a aplicabilidade das disposições relativas à remuneração depende apenas dos efeitos do pagamento esperado e não da designação do mesmo. Tal chega mesmo a ser obrigatório, tendo em conta o sentido e o objetivo destas disposições. Com efeito, de acordo com os considerandos 1 a 5 da Recomendação 2009/384 da Comissão, a definição de políticas de remuneração consubstancia um código de conduta¹⁴. Consequentemente, as estruturas suscetíveis de criar incentivos financeiros potencialmente prejudiciais e, por conseguinte, inadequados, devem ser configuradas de forma a respeitarem os requisitos de uma gestão de riscos sólida.

42. Em face do exposto, a questão de saber se o pagamento de dividendos deve ser considerado como «remuneração» na aceção destas diretivas não é determinante para a resolução do litígio. Com efeito, este litígio tem por objeto a legalidade do despacho do MNB, mediante o qual este último ordenou que a sociedade gestora recorrente adaptasse a sua política de remuneração às disposições nacionais de transposição das Diretivas 2009/65 e 2011/61, tendo em conta os pagamentos de dividendos. No entanto, em última análise, estas também devem ser respeitadas, se se entender que o pagamento de dividendos à direção da sociedade gestora do fundo de investimento em causa, mediante ações (privilegiadas), deve ser classificado como uma forma de evitar as disposições relativas à remuneração.

¹¹ V. n.º 13 das presentes conclusões.

¹² V. a definição legal do artigo 4.º, n.º 1, alínea d), da Diretiva 2011/61.

¹³ V. ponto 11 das orientações 2016/575 e ponto 10 das orientações 2013/232.

¹⁴ V., desde logo, n.º 1 e nota 2 das presentes conclusões. V., igualmente, considerando 2 da Diretiva 2014/91, segundo o qual mediante a correspondente concessão de estruturas de remuneração se visa «o controlo de comportamentos de assunção de riscos pelos indivíduos».

B. Quanto ao desvio às disposições relativas à remuneração

43. Por seu turno, o ponto de partida da apreciação sobre o momento em que existe um desvio às disposições relativas à remuneração deve ser o sentido e o objetivo destas disposições, tal como o mesmo foi acima exposto nos n.ºs 33 e 34, bem como 41, das presentes conclusões.

44. Por conseguinte, deve entender-se que existe um desvio a estas disposições no caso em que a configuração concreta dos pagamentos que não são formalmente realizados a título de «remuneração» é suscetível de consubstanciar, de igual modo, um incentivo para os funcionários em causa adotarem, no âmbito da gestão do fundo, decisões inconsistentes com perfis de risco, com o regulamento ou com os instrumentos constitutivos ou de os levar a atuar contrariamente aos interesses deste fundo ou dos seus investidores. Um tal incentivo seria incompatível com as disposições relativas à remuneração e, por conseguinte, também não poderia ser criado através de outros pagamentos.

45. A questão de saber se é este o caso só pode ser apreciada à luz do caso concreto, o que compete ao órgão jurisdicional de reenvio. No entanto, para fornecer a este último uma resposta útil para a resolução do litígio, é indicado abordar os critérios que o mesmo deverá analisar para efeitos da referida apreciação¹⁵.

46. No entender do MNB, existe no processo principal o perigo de desvio às disposições relativas à remuneração, uma vez que os funcionários em causa, enquanto detentores (indiretos) de participações na sociedade gestora, têm um interesse financeiro próprio em que esta última realize a curto prazo o máximo de lucros possível, parte dos quais lhes será distribuída sob a forma de dividendos privilegiados. Por conseguinte, estão inclinados a assumir riscos particularmente elevados e a procurar obter lucros de curto prazo na tomada de decisões de investimento relativas ao fundo gerido por esta sociedade.

47. Contudo, as participações (indiretamente) detidas pelos funcionários em causa levam apenas a que estes tenham um interesse financeiro próprio em maximizar os lucros da *sociedade gestora*. Com efeito, estes determinam a medida esperada das distribuições de dividendos.

48. No entanto, os lucros elevados da sociedade gestora não podem ser simplesmente equiparados aos lucros obtidos com o investimento nos *fundos de investimento geridos*. Pelo contrário, podem conceber-se cenários muito diferentes consoante a forma de organização e o modo de funcionamento de cada fundo. Assim, muitas vezes, o fundo de investimento é organizado sob a forma de um fundo especial que é propriedade dos investidores no fundo em causa, na respetiva proporção, e totalmente separado do património da sociedade gestora. Com efeito, tipicamente, uma parte dos rendimentos do fundo especial é depositada de alguma forma no património da sociedade gestora e, deste modo, influencia a medida da distribuição de dividendos pela mesma. Porém, consoante as condições do investimento e a forma de organização, podem ser apenas depositados montantes fixos para cobertura dos custos com pessoal e administrativos que não dependem da evolução do fundo, ou são devidos independentemente da mesma.

¹⁵ V., neste sentido, Acórdãos de 26 de janeiro de 2010, Transportes Urbanos y Servicios Generales (C-118/08, EU:C:2010:39, n.º 23), de 10 de junho de 2010, Fallimento Traghetti del Mediterraneo (C-140/09, EU:C:2010:335, n.º 24), bem como Despacho de 22 de outubro de 2014, Mineralquelle Zurzach (C-139/14, EU:C:2014:2313, n.º 28).

49. Neste sentido, o MNB também afirmou, na audiência, que pode haver situações em que o direito a receber dividendos não constitui um incentivo significativo para decisões de investimento arriscadas relativas ao fundo gerido.

50. Por conseguinte, a perspectiva de pagamentos de dividendos só incentiva o fundo gerido pela sociedade gestora a procurar lucros particularmente elevados e, portanto, eventualmente especialmente arriscados, se estes influenciarem a medida das distribuições de dividendos de forma apreciável.

51. Consequentemente, importa analisar, numa primeira fase, se a distribuição de dividendos pela sociedade gestora é de tal forma dependente do desempenho do fundo gerido que acaba por incentivar comportamentos semelhantes aos de uma remuneração variável ou dependente do desempenho (v., a este respeito, n.º 1, *infra*).

52. Neste caso, para que seja declarado um desvio às disposições relativas à remuneração, já só basta ter em conta a relação entre a sociedade gestora e o fundo em causa. Para tanto, deverá analisar-se, numa segunda fase, se esta relação está configurada em conformidade com os princípios de uma política sã de remuneração (v., a este respeito, n.º 2, *infra*).

1. Quanto à existência de um incentivo relevante

53. No âmbito do presente caso, o Governo húngaro alegou, no processo perante o Tribunal de Justiça, que os rendimentos da sociedade gestora que, em última análise, condicionam a possibilidade de a mesma distribuir dividendos aos funcionários em causa, são compostos por encargos administrativos fixos e uma espécie de comissão de desempenho. Esta comissão de desempenho corresponde à percentagem, previamente determinada, de uma parte do retorno do fundo de investimento em causa, acima do retorno pretendido ou estabelecido nos termos das condições contratuais ou dos respetivos estatutos. A recorrente no processo principal não contestou esta descrição na audiência.

54. Esta configuração, caso descreva corretamente o modo de funcionamento da sociedade gestora recorrente, o que compete ao órgão jurisdicional de reenvio apreciar, assemelha-se ao modelo da comissão de desempenho («Carried-interest») ¹⁶. A diferença parece residir apenas no facto de a proporção do retorno previamente definida não ser paga diretamente pelo fundo gerido aos funcionários em causa, caso em que os pagamentos seriam sem qualquer dúvida abrangidos pelas disposições relativas à remuneração ¹⁷. Pelo contrário, esta proporção do retorno é entregue em primeiro lugar à sociedade gestora e só numa segunda fase distribuída aos funcionários em causa sob a forma de dividendos.

55. Em suma, esta configuração parece, no entanto, à semelhança do modelo da comissão de desempenho, adequada para constituir um incentivo semelhante ao da remuneração dependente do desempenho. Com efeito, assim que a comissão de desempenho passa a fazer parte do património da sociedade gestora, há pelo menos uma parte da mesma é que distribuída aos acionistas, ou seja, aos funcionários em causa, sob a forma de dividendos. Do ponto de vista económico, neste caso, a sociedade gestora é apenas o organismo pagador. O mesmo se dirá em

¹⁶ V. a definição legal no artigo 4.º, n.º 1, alínea d), da Diretiva 2011/61.

¹⁷ V. artigo 14.º-B, n.º 3, da Diretiva 2009/65: «[...] todos os montantes pagos diretamente pelo próprio OICVM, incluindo comissões de desempenho [...]» ou anexo II, n.º 2, da Diretiva 2011/61: «[...] a todos os montantes pagos diretamente pelo próprio FIA, incluindo juros transitados [...]».

relação a qualquer outra sociedade de capitais intermediária. Em consequência, a questão de saber se os dividendos influenciados pelo retorno elevado são pagos aos funcionários em causa diretamente ou indiretamente através de sociedades unipessoais intermediárias não releva para a existência do respetivo incentivo¹⁸.

56. Contrariamente ao que é afirmado pela recorrente no processo principal, a relação entre o desempenho do fundo de investimento gerido e as distribuições de dividendos, nas duas situações, não é demasiado indireta. Assim sucede independentemente da questão de saber se os funcionários em causa ou as sociedades de capital a quem tenha sido confiada a totalidade do património dos mesmos detêm ações da sociedade gestora privilegiadas associadas a um direito preferencial a dividendos ou a ações da sociedade gestora com direito a voto, o que não foi possível esclarecer em definitivo na audiência. Com efeito, na primeira situação, assiste-lhes o direito a uma garantia dos dividendos. Na última situação, os funcionários em causa, uma vez que, aparentemente, detêm conjuntamente mais de 50 % do capital social¹⁹, podem, em todo o caso, deliberar sobre a distribuição de dividendos.

57. No entanto, é demasiado limitativo ver aqui, *per se*, um desvio às disposições relativas à remuneração. Com efeito, no entender do legislador, o próprio interesse financeiro na evolução do fundo gerido não cria necessariamente um incentivo desadequado para os funcionários em causa contratados como gestores do fundo.

58. O artigo 14.º-B, alínea m), da Diretiva 2009/65 e o anexo II, n.º 1, alínea m), da Diretiva 2011/61 preveem expressamente a este respeito que pelo menos 50 % da componente variável da remuneração, *deve* ser constituída por unidades de participação no FIA ou no OICVM em causa ou por outros instrumentos com incentivos de efeito idêntico. Tal tem por base o raciocínio segundo o qual o próprio interesse financeiro no desenvolvimento do fundo, que é expresso pelo direito pessoal a uma participação económica na rentabilidade, em princípio, constitui um incentivo desejável. No entanto, só assim é se os interesses em jogo dos funcionários em causa forem, nessa medida, semelhantes aos dos investidores do fundo²⁰.

59. Em face do exposto, importa analisar em separado, numa segunda fase, se a configuração concreta do pagamento cria um incentivo adequado.

2. Quanto à adequação do incentivo

60. Uma vez, e na medida em que, a sociedade gestora é apenas o organismo pagador, esta análise deve ter em consideração as condições em que a sociedade gestora adquire o direito à distribuição da comissão de desempenho descrita no n.º 53. Com efeito, a distribuição dos dividendos aos funcionários em causa é apenas a consequência deste direito.

61. O considerando 7 da Diretiva 2014/91 prevê, a este respeito, expressamente, que os princípios relativos às políticas de remuneração sãs deverão ser também aplicáveis aos pagamentos efetuados pelo OICVM às sociedades gestoras ou às sociedades de investimento. Tal deve-se ao facto de, caso contrário, as disposições relativas à remuneração poderem ser contornadas pela mera interferência de uma sociedade de capitais.

¹⁸ V. quanto à estrutura acionista da sociedade gestora, desde logo, n.º 23 das presentes conclusões.

¹⁹ V., a este respeito, igualmente, n.º 23 das presentes conclusões.

²⁰ V. pontos 132 e 133 das Orientações 2013/232, bem como pontos 134 e 135 das Orientações 2016/575.

62. A análise dos princípios e dos critérios constantes do artigo 14.º-B, da Diretiva 2009/65 e do anexo II, n.º 1, da Diretiva 2011/61, relativos à configuração da remuneração variável ou dependente do desempenho revela que estes visam, precisamente, aproximar os interesses dos funcionários intervenientes aos dos investidores e assegurar-se de que os funcionários em causa também são afetados por prejuízos que eventualmente possam ocorrer e não se limitam a participar nos lucros. Com efeito, caso contrário, do ponto de vista do respetivo funcionário, o risco de prejuízo que uma decisão de investimento possa acarretar não tem qualquer influência direta no valor da sua remuneração. Tal esconde o perigo de estes funcionários tomarem decisões incompatíveis com os perfis de risco, com as condições contratuais ou com os estatutos do fundo gerido, ou contrárias aos interesses dos investidores.

63. Mais concretamente, o alinhamento dos interesses em conformidade com estas disposições pode eventualmente ser alcançado através de períodos adequados de diferimento dos pagamentos, permitidos por estes instrumentos [v., respetivamente, alíneas m) e n)] ou de períodos de proibição da alienação dos mesmos²¹, que se orientam em função do período de detenção das participações dos outros investidores. Deste modo, garante-se que uma valorização a curto prazo que se torne a dissipar dentro do período típico de detenção das participações no fundo em causa por um investidor, não implique uma vantagem prematura e, por conseguinte, injusta para os gestores do fundo intervenientes [v., neste sentido, respetivamente, alínea h)]. Acresce que o mesmo pode ser alcançado através das respetivas correções até à abolição da remuneração variável em caso de má evolução do valor do respetivo fundo [internalização do prejuízo, v., respetivamente, alínea o)].

64. Além disso, a relação adequada entre remuneração fixa e dependente do desempenho [v., a este respeito, alínea j)], contribui, por um lado, para que os gestores do fundo não dependam exclusivamente da remuneração variável que, em grande parte, depende de evoluções incontrolláveis do mercado. Consequentemente, a remuneração fixa também deve remunerar os serviços profissionais prestados, no caso em que a remuneração variável diminui ou deixa totalmente de existir devido a uma evolução desfavorável do valor do fundo gerido²². Por outro lado, desta forma deverá garantir-se que ainda assim são implementados incentivos eficazes.

65. Não é possível concluir com base na decisão de reenvio se existem mecanismos da natureza dos acima descritos no n.º 63. Com efeito, em concreto, o órgão jurisdicional de reenvio, no âmbito da sua análise, deve ter em conta o período que é considerado, a fim de poder concluir se o rendimento esperado foi ultrapassado e se, por conseguinte, se constituiu o direito da sociedade gestora ao pagamento da comissão de desempenho [v., neste sentido, respetivamente, alínea h)] ou se estão previstos períodos de diferimento [v., neste sentido, respetivamente, alíneas n) e o)].

66. Com efeito, estes mecanismos podem garantir que a comissão só é paga se a valorização a longo prazo do fundo o justificar. Em contrapartida, se a comissão de desempenho do fundo se vencer logo que o rendimento esperado for ultrapassado, numa determinada data que desconsidere totalmente o resultado do fundo no termo do período contratualmente acordado, os interesses dos investidores do fundo e do funcionário em causa não estarão alinhados quanto a este aspeto.

²¹ V., a este respeito, pontos 141 e 143 das Orientações 2016/575 e pontos 139 e 141 das Orientações 2013/232 quanto à justificação dos períodos de retenção e dos períodos de diferimento.

²² V., a este respeito, ponto 94 das Orientações 2013/232 e ponto 96 das Orientações 2016/575.

67. No entender da recorrente no processo principal, não se pode presumir, pelo menos, em termos globais, que a perspectiva dos pagamentos dos dividendos tenha induzido os funcionários em causa a assumir riscos de curto prazo ou excessivos, por os mesmos terem interesse em manter, em permanência, distribuições de dividendos num valor adequado. No entanto, o Governo húngaro salienta, com razão, que no caso de um modelo como o do processo principal²³, o desempenho é premiado unilateralmente. Com efeito, se os fundos em causa não ultrapassarem os rendimentos esperados ou sofrerem, inclusivamente, prejuízos, só não é distribuída nenhuma comissão de desempenho à sociedade gestora o que, eventualmente, também poderá impedir o pagamento de dividendos no ano em causa. Contudo, neste caso, os funcionários continuam a manter a sua remuneração fixa e, possivelmente, também uma parte da sua remuneração variável. Em especial, se for este o caso, o que cabe ao órgão jurisdicional de reenvio apreciar, poderá haver aqui uma má internalização dos prejuízos.

68. Além disso, os funcionários em causa só adquirem o direito à distribuição de dividendos pela sociedade gestora se o fundo superar as suas expectativas. Consequentemente, à partida, só têm interesse para os funcionários em causa os lucros particularmente elevados do fundo de investimento gerido que, tipicamente, também apresentam maiores riscos de prejuízos. Por conseguinte, esta circunstância pode incentivar a assunção de riscos excessivos, em especial, se faltarem os mecanismos como os descritos nos n.ºs 63 e 65 das presentes conclusões.

69. Aliás, o MNB salienta a manifesta discrepância entre o valor total dos pagamentos dos dividendos e o valor total dos pagamentos identificados como remuneração. Segundo informou, o primeiro correspondia, em 2017, a cerca de dez vezes o valor total da remuneração e, em 2016, chegou a ser quase 38 vezes o valor total da remuneração²⁴.

70. A este respeito, as Orientações da ESMA sugerem que o acentuado desequilíbrio entre remuneração fixa e variável, ou entre o valor total dos pagamentos dos dividendos e o da remuneração, conforme sucede no presente caso, também pode, por si só, infringir as disposições relativas à remuneração. Com efeito, a este respeito, as mesmas presumem que um interesse financeiro próprio demasiado forte dos gestores do fundo em causa na valorização do fundo gerido pode incentivar a assunção de riscos excessivos. Estas orientações consideram que tal sucede, em especial, quando existe uma concentração excessiva da titularidade de participações de um fundo gerido, por parte de um dos seus gestores²⁵. Contudo, este raciocínio parece poder transpor-se para uma situação como a presente, em que os funcionários em causa, dada a dimensão da sua participação indireta nos lucros do fundo gerido, podem ter um interesse demasiado forte no mesmo.

71. Assim, se o órgão jurisdicional de reenvio, depois de apreciar todas as circunstâncias acima referidas, concluir que a configuração concreta dos pagamentos dos dividendos pode levar os funcionários em causa a assumir riscos excessivos ou a atuar contra os interesses deste fundo e dos seus investidores, deverá concluir pela existência de um desvio às disposições relativas à remuneração.

²³ V. n.º 53 das presentes conclusões.

²⁴ V. n.º 24 das presentes conclusões.

²⁵ V. ponto 135 das Orientações 2016/575 e ponto 133 das Orientações 2013/232.

3. Conclusão intermédia

72. Resulta das considerações acima expostas que o pagamento de dividendos a quadros superiores de uma sociedade gestora de fundos que, ao mesmo tempo, detenham, direta ou indiretamente, participações na mesma, deve respeitar as disposições relativas a uma política sã de remunerações, se os efeitos deste pagamento forem suscetíveis de conduzir a um desvio a estas disposições.

73. Tal pressupõe que o alcance do direito a receber dividendos tem uma dependência tal da valorização do fundo gerido que torna os seus incentivos semelhantes aos da remuneração variável ou dependente do desempenho e, por conseguinte, a sociedade gestora do fundo não é mais do que o organismo pagador. Em tal caso, existe um desvio, se a participação da sociedade gestora do fundo nos lucros do fundo gerido, por sua vez, infringir as disposições relativas à remuneração. Por seu turno, tal sucede quando a configuração concreta desta participação incentiva a assunção de riscos excessivos ou quando faltam os mecanismos que podem criar um justo equilíbrio entre os incentivos criados com os interesses de longo prazo da sociedade gestora, dos fundos por ela geridos e dos seus investidores.

C. Quanto à ingerência nos direitos dos acionistas pela aplicação aos pagamentos de dividendos das disposições relativas à remuneração

74. A recorrente no processo principal contesta esta conclusão, alegando que o considerando 28 da Diretiva 2011/61 e o considerando 10 da Diretiva 2014/91 preveem que as disposições relativas à remuneração não afetam o pleno gozo dos direitos fundamentais nem as normas jurídicas em vigor relativas aos direitos dos acionistas. Daqui conclui a recorrente que os pagamentos dos dividendos que os funcionários em causa recebem devido à sua qualidade de acionistas não podem ser sujeitos às disposições relativas às políticas sãs de remuneração.

75. Há que admitir relativamente a este argumento que a aplicação das disposições relativas à remuneração aos pagamentos de dividendos pode levar à restrição dos direitos dos acionistas. A este respeito, resulta da jurisprudência do Tribunal de Justiça que tanto a titularidade de ações como também o direito a receber dividendos, resultante da mesma, são protegidos pelo artigo 17.º, n.º 1, da Carta²⁶. Em especial, o Tribunal de Justiça já declarou que o reembolso diferido ou limitado das ações em caso de exoneração de um sócio afeta o direito de propriedade²⁷. Neste sentido, algumas disposições relativas à remuneração, que modificam ou limitam temporariamente o direito a receber dividendos²⁸ ou algumas proibições temporárias de alienação de ações durante um determinado período²⁹, também devem ser consideradas como uma ingerência neste direito fundamental.

²⁶ V., neste sentido, Acórdãos de 20 de setembro de 2016, Ledra Advertising e o./Comissão e BCE (C-8/15 P a C-10/15 P, EU:C:2016:701, n.º 73), e de 16 de julho de 2020, Adusbef e Federconsumatori (C-686/18, EU:C:2020:567, n.º 88).

²⁷ Acórdão de 16 de julho de 2020, Adusbef e Federconsumatori (C-686/18, EU:C:2020:567, n.º 88).

²⁸ Artigo 14.º-B, alínea m), da Diretiva 2009/65 e anexo II, n.º 1, alínea m), da Diretiva 2011/91.

²⁹ V. pontos 140 e segs. das Orientações 2016/575.

76. No entanto, o elemento de conexão para a aplicação das disposições relativas à remuneração no presente caso não é a distribuição de dividendos, mas o pagamento que a antecede, da comissão de desempenho à sociedade gestora³⁰. Este condiciona a dimensão dos dividendos, embora o direito a receber dividendos não seja limitado ou modificado pelo facto de o direito da sociedade gestora à comissão de desempenho estar sujeito a determinados requisitos.

77. No entanto, ainda que se entendesse que tal circunstância poderá constituir uma ingerência nos direitos dos acionistas, não é possível concluir a partir do considerando 28 da Diretiva 2011/61 e do considerando 10 da Diretiva 2014/91 que a mesma seria inadmissível em termos gerais.

78. Com efeito, a recorrente no processo principal salienta, corretamente, que as orientações excluem expressamente, em diversos pontos, a aplicação das disposições relativas à remuneração a posições jurídicas que resultem da qualidade de acionista. O ponto 16 das Orientações 2013/232 determina que os pagamentos através de instrumentos de comissão de desempenho não estão sujeitos às disposições relativas às políticas sãs de remuneração, se representarem uma remuneração proporcional do investimento dos funcionários em causa no FIA. No entanto, tal deve-se ao facto de os funcionários em causa, nesse caso, serem meros investidores do fundo e, por conseguinte, os seus interesses coincidirem com os dos outros investidores. Por conseguinte, não é necessário limitar os seus direitos enquanto acionistas.

79. Contudo, a situação no processo principal é diferente: os funcionários em causa investiram, a dada altura, na qualidade de acionistas da sociedade gestora, mas os rendimentos auferidos através do modelo descrito no n.º 53 das presentes conclusões e distribuídos aos funcionários em causa sob a forma de dividendos não foram obtidos com aquele capital. Consequentemente, não é de excluir que seja criado um conflito de interesses a este respeito, suscetível de levar os funcionários em causa a assumir riscos mais elevados na gestão do capital dos investidores.

80. Porém, segundo jurisprudência constante, se por força de um conflito de interesses existir o perigo de um gestor de um fundo poder ser induzido a atuar contra os interesses dos investidores, da estabilidade financeira ou da integridade do mercado, podem ser impostas restrições ao gozo do direito de propriedade, na condição de essas restrições corresponderem efetivamente aos objetivos prosseguidos e não constituírem, relativamente à finalidade prosseguida, uma intervenção excessiva e intolerável que atente contra a própria substância do direito de propriedade³¹.

81. No que diz respeito ao objetivo da garantia da estabilidade dos mercados financeiros, o Tribunal de Justiça já declarou que este constitui um objetivo de interesse geral e, por conseguinte, é, em princípio, suscetível de justificar a limitação dos direitos dos acionistas³². O mesmo deverá verificar-se em relação ao objetivo da proteção dos investidores.

82. Conforme acima exposto, a aplicação das disposições relativas à remuneração pode contribuir para criar um equilíbrio de interesses entre os incentivos financeiros criados pelos pagamentos de dividendos, por um lado, e os interesses de longo prazo do fundo e dos seus investidores, por

³⁰ V., a este respeito, n.ºs 54, 55 e 65 das presentes conclusões.

³¹ Acórdãos de 20 de setembro de 2016, *Ledra Advertising e o./Comissão e BCE* (C-8/15 P a C-10/15 P, EU:C:2016:701, n.ºs 69 e 70), e de 16 de julho de 2020, *Adusbef e Federconsumatori* (C-686/18, EU:C:2020:567, n.º 85). V., neste sentido, igualmente, artigo 52.º, n.º 1, da Carta.

³² Acórdãos de 19 de julho de 2016, *Kotnik e o.* (C-526/14, EU:C:2016:570, n.ºs 66, 88 e 91), de 8 de novembro de 2016, *Dowling e o.* (C-41/15, EU:C:2016:836, n.ºs 51 e 54), e de 16 de julho de 2020, *Adusbef e Federconsumatori* (C-686/18, EU:C:2020:567, n.º 86).

outro³³. Deste modo, a aplicação destas disposições corresponde, em termos objetivos, ao objetivo de incentivar uma gestão de riscos sólida e, por conseguinte, assegurar globalmente a proteção máxima dos investidores, assim como a estabilidade dos mercados financeiros.

83. Por último, as limitações dos direitos dos acionistas impostas pelas disposições relativas à remuneração também não devem ser consideradas desproporcionais, uma vez que continua a estar apenas em causa a limitação temporária de determinados direitos, como sucede por exemplo no caso de normas relativas a diferimentos e a períodos de proibição.

84. Neste contexto, o legislador podia partir do princípio de que os direitos dos acionistas deveriam ser excluídos em situações em que existisse uma ameaça que pusesse em risco os objetivos da proteção dos investidores e da estabilidade do mercado financeiro. Essa ameaça não existe apenas nas situações diretamente reguladas pelas disposições relativas à remuneração, mas também nos casos em que existe um desvio às mesmas. Tal não constituiu uma infração ao artigo 17.º, n.º 1, da Carta nem, por conseguinte, aos princípios consagrados no considerando 28 da Diretiva 2011/61 e no considerando 10 da Diretiva 2014/91.

VI. Conclusão

85. Com base nas considerações precedentes, proponho que o Tribunal de Justiça responda da seguinte forma à questão prejudicial da Kúria (Supremo Tribunal, Hungria):

O pagamento de dividendos a quadros superiores de uma sociedade de gestão de fundos que detenham, direta ou indiretamente, participações na mesma, deve respeitar as disposições relativas a uma política sã de remunerações estabelecidas no artigo 14.º-B, da Diretiva 2009/65/CE e no artigo 13.º, bem como no anexo II, da Diretiva 2011/61/UE, se os efeitos deste pagamento forem suscetíveis de conduzir a um desvio a estas disposições.

Tal pressupõe que o alcance do direito a receber dividendos seja de tal forma dependente da valorização do fundo gerido que crie incentivos semelhantes aos decorrentes da remuneração variável ou dependente do desempenho e que, por conseguinte, a sociedade gestora do fundo seja apenas um organismo pagador. Nesse caso, existe um desvio quando a participação da sociedade gestora do fundo nos lucros do fundo gerido infringe, por seu turno, as disposições relativas à remuneração. É este o caso quando a configuração concreta desta participação encoraja a assunção de riscos excessivos. O mesmo se verifica quando faltam mecanismos que possam fornecer um equilíbrio de interesses razoável entre os incentivos criados com os interesses de longo prazo da sociedade gestora, dos fundos por ela geridos e dos seus investidores, o que compete ao órgão jurisdicional analisar no âmbito de uma apreciação global de todas as circunstâncias do caso concreto.

³³ V., a este respeito, n.ºs 63 e 64 das presentes conclusões.