Samling af Afgørelser

FORSLAG TIL AFGØRELSE FRA GENERALADVOKAT
A.M. COLLINS
fremsat den 31. marts 2022 [1]

Sag C-473/20

INVEST FUND MANAGEMENT
mod
Komisia za finansov nadzor

(anmodning om præjudiciel afgørelse indgivet af Sofijski rajonen sad (kredsdomstolen i Sofia, Bulgarien))

»Præjudiciel forelæggelse – markeder for finansielle instrumenter – direktiv 2009/65/EF om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter) – artikel 72 – de væsentlige dele af et prospekt, som skal holdes ajour – artikel 99a, litra r) – økonomiske sanktioner«

I. Indledning

1. I denne anmodning om præjudiciel afgørelse anmodes Domstolen om at tage stilling til et af de punkter, hvor direktiv 2009/65/EF [2] søger at skabe en balance imellem at sikre investorbeskyttelsen og lette den frie bevægelighed af andele i institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter) inden for Den Europæiske Union [3]. Der søges navnlig vejledning om, hvorvidt identiteten af medlemmer af administrations-, ledelses- og tilsynsorganer i investeringsselskaber og administrationsselskaber er en væsentlig del af prospektet, som skal holdes ajour i henhold til artikel 72 i direktiv 2009/65.

2. Baggrunden for anmodningen er følgende. Invest Fund Management AD administrerer fem investeringsfonde. Selskabet er underlagt regulering og tilsyn af Komisia za finansov nadzor (finanstilsynet, Bulgarien, herefter »finanstilsynet«). Den 28. august 2019 blev det i det relevante nationale handelsregister registreret, at to nye menige bestyrelsesmedlemmer var indtrådt i bestyrelsen for Invest Fund Management. Ifølge finanstilsynet var Invest Fund Management forpligtet til at ajourføre prospektet for hver af de fem investeringsfonde, som selskabet forvaltede, inden for en frist på 14 dage. Denne frist udløb den 11. september 2019. Invest Fund Management opdaterede prospekterne den 17. oktober 2019.

[1] – Originalsprog: engelsk.

[2] – Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/65/EF af 13.7.2009 om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter) (EUT 2009, L 302, s. 32), som ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/91/EU af 23.7.2014 (EUT 2014, L 257, s. 186).

[3] – Tredje betragtning til direktiv 2009/65.

3. Den 15. april 2020 traf finanstilsynet fem afgørelser om, at der forelå en administrativ forseelse, og udstedte fem bødeforelæg til Invest Fund Management. Sidstnævnte anfægtede disse afgørelser og sanktioner ved Sofijski rajonen sad (kredsdomstolen i Sofia, Bulgarien), som ex officio har besluttet at forelægge Domstolen fire præjudicielle spørgsmål vedrørende fortolkningen af de relevante EU-retlige bestemmelser. Spørgsmålene falder i to kategorier. De tre første spørgsmål vedrører betydningen af begrebet »væsentlige dele af prospektet« og nærmere bestemt spørgsmålet om, hvorvidt udpegelsen af nye menige bestyrelsesmedlemmer til bestyrelsen i et administrationsselskab udgør et sådant væsentligt element, som i henhold til artikel 72 i direktiv 2009/65 pålægger dette selskab en forpligtelse til at ajourføre prospekterne for de fonde, som det administrerer. Det fjerde spørgsmål vedrører finanstilsynets beføjelse til at pålægge sanktioner for den manglende overholdelse af denne angivelige forpligtelse.

II. Retsforskrifter

A. EU-retten

4. Det fremgår af tredje betragtning til direktiv 2009/65, at direktivet samordner de nationale lovgivninger om institutter for kollektiv investering med henblik på at tilnærme konkurrencevilkårene mellem disse institutter i EU og derved sikre en mere effektiv og ensartet beskyttelse af deltagerne. Denne samordning gør det lettere at fjerne restriktionerne for den frie bevægelighed for andele i investeringsinstitutter.

5. Kapitel IX med overskriften »Forpligtelser med hensyn til oplysninger til investorer« indeholder oplysningskrav i form af obligatorisk fremsendelse af tre kategorier af oplysninger, nemlig et prospekt og periodiske beretninger (artikel 68-75), andre oplysninger (artikel 76 og 77) og central investorinformation (artikel 78-82).

6. Artikel 68 bestemmer:

»1. Et investeringsselskab og, for hver af de investeringsfonde det administrerer, et administrationsselskab offentliggør følgende:

a) et prospekt

[…]«

7. Artikel 69 bestemmer:

»1. Prospektet skal indeholde de oplysninger, der er nødvendige for, at investorerne kan danne sig et pålideligt skøn over den investering, der tilbydes dem, og især de dermed forbundne risici.

Prospektet skal, uanset hvilket instrument der investeres i, indeholde en klar og letforståelig redegørelse for fondens risikoprofil.

Prospektet skal indeholde enten:

a) oplysninger om den ajourførte aflønningspolitik, herunder, men ikke begrænset til, en beskrivelse af, hvordan løn og goder beregnes, identiteten på de personer, der er ansvarlige for at tildele løn og goder, herunder sammensætningen af aflønningsudvalget, hvis der findes et sådant udvalg, eller

b) et resumé af aflønningspolitikken og en erklæring om, at oplysningerne om den ajourførte aflønningspolitik, herunder, men ikke begrænset til, en beskrivelse af, hvordan løn og goder beregnes, identiteten på de personer, der er ansvarlige for at tildele løn og goder, herunder sammensætningen af aflønningsudvalget, hvis der findes et sådant udvalg, er tilgængelige via et websted med angivelse af det pågældende websted, og at der efter anmodning gratis stilles en trykt udgave til rådighed.

2. Prospektet skal mindst indeholde de oplysninger, der fremgår af skema A i bilag I, for så vidt disse oplysninger ikke er indeholdt i fondsbestemmelserne eller vedtægterne, der i henhold til artikel 71, stk. 1, skal være vedlagt prospektet.

[…]«

8. I punkt 1.8 i skema A i bilag I til direktiv 2009/65 henvises der til »navn m.v. og funktion i selskabet for medlemmerne af administrations-, ledelses- og tilsynsorganerne [i administrationsselskabet og investeringsselskabet]. Angivelse af den hovedvirksomhed, disse personer udøver uden for selskabet, når den har betydning for dette«.

9. Artikel 70 i direktiv 2009/65 bestemmer:

»1. I prospektet angives, hvilke kategorier af aktiver et investeringsinstitut må investere i. Det angives ligeledes, om der tillades transaktioner i finansielle afledte instrumenter, i hvilket tilfælde det skal indeholde en tydelig erklæring, hvori det angives, hvorvidt disse transaktioner må udføres med henblik på risikoafdækning eller for at opfylde investeringsmålsætningerne, samt hvilken eventuel indvirkning transaktioner i finansielle afledte instrumenter har på risikoprofilen.

2. Når et investeringsinstitut hovedsagelig investerer i andre af kategorierne af aktiver i artikel 50 end værdipapirer eller pengemarkedsinstrumenter, eller når et investeringsinstitut kopierer et aktie- eller obligationsindeks i overensstemmelse med artikel 53, skal der i en tydelig erklæring i prospektet og om nødvendigt i investeringsinstituttets markedsføringsmateriale gøres opmærksom på dets investeringspolitik.

3. Hvis nettoværdien af et investeringsinstituts formue kan forventes at have en høj volatilitet som følge af porteføljens sammensætning eller de anvendte styringsteknikker, skal prospektet og om nødvendigt markedsføringsmaterialet indeholde en tydelig erklæring om dette specielle forhold.

[…]«

10. Artikel 71 bestemmer:

»1. Fondsbestemmelserne eller investeringsselskabets vedtægter udgør en integreret del af prospektet og knyttes som bilag til dette.

[…]«

11. Artikel 72 bestemmer:

»De væsentlige dele af prospektet holdes ajour.«

12. Artikel 99, stk. 1, i direktiv 2009/65 bestemmer:

»Uden at dette berører de kompetente myndigheders tilsynsbeføjelser som omhandlet i artikel 98 og medlemsstaternes ret til at fastsætte og pålægge strafferetlige sanktioner, fastsætter medlemsstaterne regler om administrative sanktioner og andre administrative foranstaltninger, der skal pålægges virksomheder og personer for overtrædelser af nationale bestemmelser, der gennemfører dette direktiv, og træffer alle fornødne foranstaltninger til sikring af, at de gennemføres.

Hvis medlemsstaterne beslutter ikke at fastsætte bestemmelser om administrative sanktioner for overtrædelser, der er omfattet af national strafferet, meddeler de Kommissionen de relevante strafferetlige bestemmelser.

Administrative sanktioner og andre administrative foranstaltninger skal være effektive, stå i rimeligt forhold til overtrædelsen og have afskrækkende virkning.

[…]«

13. Artikel 99a i direktiv 2009/65 bestemmer:

»Medlemsstaterne sikrer, at deres love eller administrative bestemmelser, der gennemfører dette direktiv, fastsætter sanktioner, særlig når:

[…]

r) et investeringsselskab eller, for hver af de investeringsfonde, som det administrerer, et administrationsselskab gentagne gange undlader at opfylde forpligtelser til at afgive oplysninger til investorer fastsat i overensstemmelse med nationale bestemmelser til gennemførelse af artikel 68 til 82

[…]«

B. Bulgarsk ret

14. Artikel 1 i Zakon za deynostta na kolektivnite investitsionni shemi i na drugi predpriyatiya za kolektivno investirane (lov om kollektive investeringsordninger og andre institutter for kollektive investeringer, statstidende nr. 77 af 4.10.2011, herefter »lov om kollektiv investering«) er anført, at denne lov bl.a. regulerer virksomhed, som udføres af kollektive investeringsordninger og administrationsselskaberne samt statens tilsyn med overholdelsen heraf.

15. Artikel 3 i nævnte lov bestemmer:

»Reguleringen af og tilsynet med de i artikel 1 omhandlede personer påhviler finanstilsynet, herefter »kommissionen«, og finanstilsynets næstformand, der er leder af afdelingen »Nadzor na investitsionnata deynost« (tilsyn med investeringsvirksomhed), herefter »næstformanden«.«

16. Artikel 56, stk. 1, i lov om kollektiv investering (ændret, statstidende nr. 15/2018, i kraft fra den 16.2.2018) bestemmer:

»Ved enhver ændring af de væsentlige dele af prospektet for kollektive investeringsordninger skal prospektet ajourføres inden for en frist på 14 dage efter ændringens indtræden og forelægges for finanstilsynet inden for denne frist.«

17. Artikel 273, stk. 1, i lov om kollektiv investering (tidligere artikel 204, statstidende nr. 109/2013, i kraft fra den 20.12.2013) bestemmer:

»(1) Den, som begår eller tillader en overtrædelse af:

10. (ny, statstidende nr. 76/2016, i kraft fra den 30.9.2016, tidligere nr. 9, ændret og suppleret, statstidende nr. 102/2019) […] artikel 56, stk. 1, […] straffes med en bøde på mellem 4 000 [bulgarske leva (BGN)] og 5 000 000 BGN

[…]

(5) Ved overtrædelser som omhandlet i stk. 1 begået af juridiske personer eller enkeltmandsvirksomheder pålægges en økonomisk sanktion af følgende størrelse:

[…]

10. (ny, statstidende nr. 76/2016, i kraft fra den 30.9.2016, tidligere nr. 9, ændret, statstidende nr. 102/2019) ved overtrædelser som omhandlet i stk. 1, nr. 10 – fra 10 000 til 5 000 000 BGN, ved gentagen overtrædelse – fra 20 000 til 10 000 000 BGN.«

18. De supplerende bestemmelser til lov om kollektiv investering bestemmer i § 1:

»[…]

21 »Gentagen overtrædelse« foreligger, hvis der inden for et år er begået tre eller flere overtrædelser af loven eller de tilhørende administrative bestemmelser.«

19. I henhold til de supplerende bestemmelsers § 2 gennemfører lov om kollektiv investering bestemmelserne i direktiv 2009/65.

III. Tvisten i hovedsagen og de præjudicielle spørgsmål

20. Invest Fund Management er et selskab, der er registreret i Bulgariens handelsregister og i registret over nonprofit juridiske personer. Selskabet forvalter fem investeringsfonde, »Invest Aktiv«, »Invest Klassik«, »Global Opportunities«, »Invest Konservativen Fond« og »Invest Obligatsii«. Det er underlagt finanstilsynets regulering og kontrol.

21. Under en fjernkontrol af Invest Fund Managements aktiviteter konstaterede finanstilsynet, at det relevante handelsregister den 28. august 2019 havde registreret, at to nye menige bestyrelsesmedlemmer uden tildelte ledelsesfunktioner var blevet medlem af bestyrelsen i Invest Fund Management. Finanstilsynet var af den opfattelse, at Invest Fund Management burde have

ajourført prospekterne for hver af de fem investeringsfonde, som selskabet forvaltede, inden for en lovbestemt frist på 14 dage, som udløb den 11. september 2019. Dette skete imidlertid først den 17. oktober 2019.

22. Som følge af denne undladelse af at handle inden for den fastsatte tidsfrist traf finanstilsynet fem særskilte afgørelser, hvori det i dem alle blev konstateret, at der var begået en administrativ forseelse med hensyn til hver af investeringsfondene. Finanstilsynets næstformand udstedte derefter fem separate bødeforelæg, hvorved Invest Fund Management ved hvert bødeforlæg blev pålagt en bøde på 10 000 BGN i overensstemmelse med artikel 273, stk. 5, nr. 10, i lov om kollektiv investering, sammenholdt med samme lovs artikel 273, stk. 1, nr. 10, som følge af Invest Fund Managements manglende overholdelse af en retlig forpligtelse i henhold til artikel 56, stk. 1, i lov om kollektiv investering.

23. Invest Fund Management anfægtede disse afgørelser og de i medfør heraf pålagte sanktioner ved Sofijski rajonen sad (kredsdomstolen i Sofia). Det i hovedsagen anfægtede bødeforelæg af 15. april 2020 blev udstedt for Invest Fund Managements manglende rettidige ajourføring af prospektet for investeringsfonden »Invest Obligatsii«.

24. Under denne sag besluttede den forelæggende ret ex officio, at den med henblik på at afgøre den foreliggende sag ville forelægge Domstolen følgende spørgsmål i henhold til artikel 267, stk. 2, TEUF til præjudiciel afgørelse:

»1) Hvilken betydning har EU-lovgiver ønsket at tillægge begrebet »væsentlige dele« af prospektet som omhandlet i artikel 72 i [direktiv 2009/65]?

2) Skal bestemmelsen i artikel 69, stk. 2, i [direktiv 2009/65] fortolkes således, at enhver ændring af de nødvendige minimumsoplysninger, der er fastsat i skema A i bilag I, altid er omfattet af begrebet »væsentlige dele« i direktivets artikel 72, således at disse skal ajourføres rettidigt?

3) Såfremt det andet spørgsmål besvares benægtende, skal det da lægges til grund, at oplysningen om ændringen af sammensætningen af direktionen i et bestemt administrationsselskab for så vidt angår medlemmer, som [er menige bestyrelsesmedlemmer] og ikke er blevet tillagt administrative opgaver, er omfattet af begrebet »væsentlige dele« som omhandlet i artikel 72 i [direktiv 2009/65]?

4) Skal bestemmelsen i artikel 99a, litra r), i [direktiv 2009/65] fortolkes således, at det kun er tilladt at pålægge et administrationsselskab en sanktion for hver af de investeringsfonde, som det administrerer, hvis det gentagne gange undlader at opfylde forpligtelser til at afgive oplysninger til investorer fastsat i overensstemmelse med nationale bestemmelser til gennemførelse af artikel 68 til 82 i [direktiv 2009/65]?«

IV. Retsforhandlingerne for Domstolen

25. Der er indgivet skriftlige bemærkninger af Invest Fund Management, finanstilsynet, den tyske, den italienske, den luxembourgske og den polske regering samt Europa-Kommissionen.

26. Domstolen opfordrede i henhold til artikel 24, stk. 2, i statutten for Den Europæiske Unions Domstol Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA) til skriftligt at besvare visse spørgsmål og deltage i retsmødet.

27. I dette retsmøde, der blev afholdt den 26. januar 2022, fremsatte Invest Fund Management, finanstilsynet, den luxembourgske regering, Kommissionen og ESMA bemærkninger.

V. Bedømmelse

A. Spørgsmål vedrørende fortolkningen af begrebet »væsentlige dele«

28. Med de to første spørgsmål ønsker den forelæggende ret nærmere bestemt oplyst, om de oplysninger, der er specificeret i skema A i bilag I til direktiv 2009/65, og som skal fremgå af prospektet, er en del af de »væsentlige dele af prospektet« som omhandlet i dette direktivs artikel 72, således at de skal holdes ajour.

29. Det er ubestridt, at begrebet »væsentlige dele af prospektet« ikke er defineret i gældende EU-ret eller national lovgivning. Det er ligeledes interessant, at ESMA i sit svar på Domstolens skriftlige spørgsmål har anført, at ingen har anmodet om vejledning i forhold til anvendelsen eller gennemførelsen af dette udtryk, ligesom ESMA heller ikke selv har udgivet en vejledning herom.

30. Ifølge Domstolens faste praksis følger det såvel af kravene om en ensartet anvendelse af EU-retten som af lighedsprincippet, at en EU-retlig bestemmelse, som ikke indeholder nogen udtrykkelig henvisning til medlemsstaternes ret med henblik på at fastlægge dens betydning og rækkevidde, normalt i hele EU skal undergives en selvstændig og ensartet fortolkning, som skal søges under hensyntagen til bestemmelsens kontekst og formålet med den pågældende ordning [4].

31. Under disse omstændigheder skal begrebet »væsentlige dele af prospektet« i artikel 72 i direktiv 2009/65 undergives en selvstændig og ensartet fortolkning i hele EU. Denne tilgang er i øvrigt i overensstemmelse med direktivets formål, som er at samordne de nationale lovgivninger om institutter for kollektiv investering med henblik på at tilnærme konkurrencevilkårene, dvs. skabe lige konkurrencevilkår, samtidig med at der sikres en effektiv og ensartet beskyttelse af investorer [5].

32. Det følger af fast retspraksis, at der ved fortolkningen af en EU-retlig bestemmelse ikke blot skal tages hensyn til den pågældende bestemmelses ordlyd, i det foreliggende tilfælde de »væsentlige dele af prospektet« i artikel 72 i direktiv 2009/65, men også til den sammenhæng, hvori bestemmelsen indgår, og de mål, der forfølges med den ordning, som den udgør en del af [6].

33. Ordet »væsentlig« kan bl.a. forstås som »afgørende«, »vital« eller »nødvendig«. »En del« er »en bestanddel« eller »en delmængde«. Udtrykket »væsentlige dele« findes i den afdeling i kapitel IX i direktiv 2009/65, der har overskriften »Offentliggørelse af prospekt og periodiske beretninger«. Det følger i direkte forlængelse af de bestemmelser, der præciserer, hvilke oplysninger der skal fremgå af et prospekt [7]. Det forekommer mig, at hvis lovgiver kræver, at visse oplysninger skal indgå i et prospekt, udgør disse oplysninger pr. definition en væsentlig eller nødvendig bestanddel af dette dokument. Det er således i overensstemmelse med ordlyden af begrebet, at sådanne oplysninger udgør en »væsentlig del« af prospektet, som i henhold til artikel 72 i direktiv 2009/65 skal holdes ajour.

4 – Dom af 11.9.2014, Gruslin (C-88/13, EU:C:2014:2205, præmis 32 og den deri nævnte retspraksis).

5 – Tredje betragtning til direktiv 2009/65.

6 – Dom af 28.2.2019, Meyn (C-9/18, EU:C:2019:148, præmis 26 og den deri nævnte retspraksis).

7 – Artikel 69, stk. 1 og 2, artikel 70, stk. 1-3, og artikel 71 i direktiv 2009/65.

34. Artikel 69, stk. 2, i direktiv 2009/65, hvori det præciseres, at »prospektet skal mindst indeholde de oplysninger, der fremgår af skema A i bilag I«, fremhæver dette. Medtagelsen af ordene »skal mindst indeholde« angiver, at de oplysninger, som dette skema henviser til, er en nødvendig og vigtig del af prospektet, og det følger heraf, at lovgiver har anset dem for at være væsentlige dele heraf, som skal ajourføres, når de ændres.

35. Som ESMA har forklaret, fremgår det af ordlyden af artikel 69, stk. 1, i direktiv 2009/65, at prospektet indeholder de oplysninger, der er »nødvendige« for, at investorerne kan danne sig et pålideligt skøn. Eftersom de oplysninger, der fremgår af skema A i bilag I til dette direktiv, til hvilke der henvises i direktivets artikel 69, stk. 2, udgør det obligatoriske minimumsindhold i prospektet, må disse oplysninger logisk set betragtes som »nødvendige« i henhold til artikel 69, stk. 1, i dette direktiv. Eftersom investeringsinstitutters prospekter ikke er i overensstemmelse med direktiv 2009/65, medmindre de som minimum indeholder alle de oplysninger, der fremgår af skema A i bilag I til direktivet, skal begrebet »de væsentlige dele af prospektet«, i den forstand det anvendes i artikel 72 i dette direktiv, forstås således, at det inkluderer alle disse oplysninger.

36. Denne ordlydsfortolkning og kontekstuelle fortolkning af artikel 72 i direktiv 2009/65 understøttes ligeledes af en teleologisk fortolkning. I henhold til artikel 69, stk. 1, første afsnit, er formålet med prospektet at sætte investorerne i stand til at danne sig et pålideligt skøn over den investering, der tilbydes dem, og især de dermed forbundne risici. Artikel 69, stk. 2, i direktiv 2009/65, sammenholdt med punkt 1.8 i skema A i bilag I dertil, bestemmer, at prospektet skal indeholde navne og funktioner i selskabet for medlemmerne af administrations-, ledelses- og tilsynsorganerne samt detaljerede oplysninger om deres hovedaktiviteter uden for selskabet, når disse er af betydning for selskabet[8]. Det er ubestridt, at menige bestyrelsesmedlemmer er »medlemmer af et selskabs administrations-, ledelses- og tilsynsorganer«. Finanstilsynet, ESMA og Kommissionen har i retsmødet anført, at menige bestyrelsesmedlemmer, selv om de ikke er ansvarlige for de daglige ledelsesbeslutninger, på bestyrelsesniveau er involveret i beslutninger vedrørende investeringer. Investering består i at træffe valg. Kvaliteten af disse valg afhænger i høj grad af formatet og redeligheden hos de personer, der har fået overdraget dette ansvar. Det følger heraf, at beslutningstagernes identitet kan have betydning for potentielle investorer. Desuden giver en rettidig identifikation af de personer, der træffer beslutning om investering af midlerne, investorerne mulighed for bl.a. at kontrollere potentielle interessekonflikter. Hvis disse oplysninger i prospektet ikke ajourføres, forringes investorernes mulighed for at danne sig et pålideligt skøn over de investeringer, der tilbydes dem.

37. I sit skriftlige indlæg, som Invest Fund Management og den luxembourgske regering har tilsluttet sig i retsmødet, har den tyske regering gjort gældende, at de væsentlige dele af et prospekt, som skal holdes ajour, er begrænset til de oplysninger, der skal fremgå af dokumentet indeholdende central information for investorer som krævet i henhold til kapitel IX, afdeling 3, i direktiv 2009/65.

38. Artikel 78, stk. 1, i direktiv 2009/65 bestemmer, at medlemsstaterne kræver, at et investeringsselskab og, for hver af de investeringsfonde, det administrerer, et administrationsselskab udarbejder et kort dokument indeholdende central information for investorer, betegnet som »central investorinformation«. Artikel 78, stk. 2, i samme direktiv bestemmer, at »central investorinformation« omfatter produktinformation om de væsentlige karakteristika ved de relevante investeringsinstitutter, og disse oplysninger udleveres til investorer, således at de kan forventes at forstå karakteren af og risiciene forbundet med det

[8] – Det er bemærkelsesværdigt, at punkt 1.8 i skema A i bilag 1 til direktiv 2009/65 ikke sondrer mellem ledende og menige bestyrelsesmedlemmer.

investeringsprodukt, de tilbydes, og således kan træffe investeringsbeslutninger på et velinformeret grundlag. I henhold til artikel 78, stk. 3, i dette direktiv, skal »central investorinformation« identificere investeringsinstituttet og give en kort beskrivelse af investeringsmål og investeringspolitik, en gennemgang af de hidtidige resultater eller eventuelle resultatscenarier, omkostninger og gebyrer, og investeringens risk/reward-profil, herunder passende forklaringer og advarsler i forbindelse med risiciene forbundet med investeringer i investeringsinstituttet.

39. Den tyske regering har henvist til, at der i den engelske og den franske version af artikel 78, stk. 3, i direktiv 2009/65 henvises til henholdsvis »the essential elements« og »les éléments essentiels«, i forhold til hvilke oplysninger der skal gives. Denne regering finder, at de »væsentlige dele af prospektet«, der skal holdes ajour i henhold til artikel 72 deri, er de »vigtige punkter i relation til […] investeringsinstitut[et]«, der skal gives i form af central investorinformation i henhold til artikel 78, stk. 3, litra a)-e). I henhold til artikel 69, stk. 1, i direktiv 2009/65 skal prospektet indeholde de oplysninger, der er nødvendige for, at investorerne kan danne sig et pålideligt skøn over den investering, der tilbydes dem, og især de dermed forbundne risici. Et prospekt, der indeholder en sådan ajourført central investorinformation, gør det muligt for investorerne at danne sig et sådant pålideligt skøn.

40. Ifølge den tyske regering fremmer denne fortolkning de formål og målsætninger, som direktiv 2009/65 forfølger, idet formålet med såvel dokumentet indeholdende central investorinformation, som skal være i overensstemmelse med de relevante dele af prospektet, som med selve prospektet er at sætte investorerne i stand til at forstå risiciene ved investeringen og til at danne sig et pålideligt skøn over denne.

41. Som svar vil jeg indledningsvis henlede opmærksomheden på, at artikel 78 i direktiv 2009/65 findes i direktivets kapitel IX, afdeling 3, der har overskriften »Central investorinformation«, mens artikel 72 er indeholdt i kapitel IX, afdeling 1, der har overskriften »Offentliggørelse af prospekt og periodiske beretninger«. Fraværet af en krydshenvisning mellem disse bestemmelser eller anvendelsen af det samme udtrykkeligt definerede begreb i begge bestemmelser synes at underminere den fortolkning af teksten, som den tyske regering har anlagt. I øvrigt synes andre sprogversioner af direktiv 2009/65 ikke at støtte en sådan fortolkning af de omhandlede bestemmelser[9].

42. For det andet, og måske af større betydning, er det faktum, at prospektet har til formål at give langt flere detaljer end dokumentet indeholdende central investorinformation. Selv om deres formål kan være sammenfaldende med hensyn til at sætte investorerne i stand til at forstå investeringsrisiciene og danne sig et pålideligt skøn herover, er omfanget af de oplysninger, der formidles i disse to dokumenter, forskellige. Som finanstilsynet, Kommissionen og ESMA forklarede i retsmødet, er dokumentet indeholdende central investorinformation tænkt som et meget kort dokument med et standardiseret indhold med henblik på at lette sammenligningen af forskellige investeringsprojekter, navnlig for detailinvestorer. Prospektet er betydeligt længere og mere detaljeret, hvilket gør det mere nyttigt, især for institutionelle investorer. Set ud fra dette perspektiv er der intet til hinder for, at forpligtelsen til at holde oplysninger i prospektet ajour ikke skulle være videre end den, der gælder for dokumentet indeholdende central

[9] – Jf. f.eks. den nederlandske og den tyske version af direktiv 2009/65. Artikel 72 i den nederlandske version henviser til »de essentiële informatie in het prospectus«, mens artikel 78, stk. 3, omhandler »de volgende essentiële elementen van de icbe« (min fremhævelse). Artikel 72 i den tyske version henviser til »die Angaben von wesentlicher Bedeutung im Prospekt«, mens artikel 78, stk. 3, omhandler »Angaben zu folgenden wesentlichen Elementen des treffenden OGAW« (min fremhævelse).

investorinformation. Den omstændighed, at direktiv 2009/65 opstiller to forskellige ordninger for formidlingen af information til potentielle investorer, er heller ikke uforenelig med de formål, som forfølges med direktivet.

43. Af disse grunde er jeg således ikke overbevist om, at den af den tyske regering foreslåede tilgang til fortolkningen af de undersøgte bestemmelser i direktiv 2009/65 er korrekt.

44. Invest Fund Management har gjort gældende, at for så vidt som udnævnelsen af nye menige bestyrelsesmedlemmer til bestyrelsen skal godkendes af finanstilsynet og registreres i det relevante nationale handelsregister, er disse oplysninger offentlige fra datoen for deres registrering. Eftersom investorer og potentielle investorer har adgang til det nationale handelsregister, er det rimeligt at fortolke artikel 72 i direktiv 2009/65 således, at der ikke stilles krav om at ajourføre disse oplysninger i et prospekt.

45. Hvis det var lovgivers hensigt, at investorerne skulle forlade sig på offentligt tilgængelige oplysninger i et nationalt handelsregister for at identificere medlemmerne af de relevante administrations-, ledelses- og tilsynsorganer, er det vanskeligt at forstå, hvorfor skema A i bilag I til direktiv 2009/65 inkluderer disse oplysninger som et obligatorisk minimumskrav til et prospekt. Den logiske konsekvens af denne observation er, at det efter lovgivers opfattelse er utilstrækkeligt, at de nationale handelsregistre tilvejebringer sådanne ajourførte oplysninger. Man kan også spørge, hvorfor investorerne skulle kontrollere de nationale handelsregistre for at få bekræftet, om oplysningerne i et prospekt er ajourført.

46. Det forekommer mig ligeledes relevant, at Invest Fund Management selv synes at have været af den opfattelse, at oplysningerne i prospekterne skulle ajourføres efter udpegelsen af de nye menige bestyrelsesmedlemmer. Den sanktion, som sagen for den forelæggende ret handler om, blev pålagt, fordi Invest Fund Management havde ajourført prospekterne efter registreringen af ændringen i det relevante handelsregister, men efter udløbet af den gældende tidsfrist herfor, og ikke fordi selskabet slet ikke ajourførte dem.

47. Den luxembourgske regering er af den opfattelse, at det i mangel af en præcis definition af begrebet »væsentlige dele af prospektet« i artikel 72 i direktiv 2009/65 påhviler medlemsstaternes kompetente myndigheder at fastlægge indholdet heraf. I den forbindelse bør disse myndigheder undersøge, om en ajourføring af prospektet er nødvendig for at afspejle væsentlige ændringer, der potentielt kan påvirke investorernes interesser. Denne vurdering skal foretages fra sag til sag og være undergivet proportionalitetsprincippet med henblik på at forene investorernes og administrationsselskabernes interesser i lyset af direktivets formål.

48. Direktiv 2009/65 indeholder ingen indikation af, at lovgiver har haft til hensigt at overlade definitionen af begrebet »væsentlige dele af prospektet« i direktivets artikel 72 til medlemsstaterne eller til deres kompetente myndigheders skøn. Som anført i punkt 30 i dette forslag til afgørelse skal dette udtryk under disse omstændigheder undergives en selvstændig og ensartet fortolkning i henhold til EU-retten.

49. Invest Fund Management og den luxembourgske regering har begge gjort gældende, at visse ændringer af de oplysninger, der er indeholdt i prospektet, kan være så ubetydelige eller uvæsentlige for investorerne, at artikel 72 i direktiv 2009/65 ikke kræver, at prospektet skal ajourføres. I denne sammenhæng fastsætter artikel 56, stk. 1, i lov om kollektiv investering, at prospektet ved »enhver ændring« af de væsentlige dele af prospektet for kollektive investeringsordninger skal ajourføres. Dette kan afspejle den bulgarske lovgivers ønske om at

indføre strengere regler end dem, der er fastsat i direktiv 2009/65, med hensyn til ajourføring af indholdet af et prospekt, hvilket denne lovgivning tillader [10]. Under alle omstændigheder er jeg i lyset af det i punkt 36 i dette forslag til afgørelse anførte af den opfattelse, at den ændring, der er tale om i den foreliggende sag, ikke kan karakteriseres som uvæsentlig eller de minimis.

50. Den polske regering har anført, at både den almindelige betydning af ordet »væsentlig« og en teleologisk fortolkning af artikel 72 i direktiv 2009/65 støtter den konklusion, at de væsentlige dele af et prospekt er beskrevet i direktivets artikel 69, stk. 1, andet afsnit, nemlig »en klar og letforståelig redegørelse for fondens risikoprofil«. Den alternative fortolkning, hvorefter de væsentlige dele af et prospekt er dem, der er omhandlet i direktivets artikel 69, stk. 2, skal afvises, eftersom den pålægger administrationsselskaber og investeringsselskaber uforholdsmæssigt byrdefulde forpligtelser, som ikke væsentligt forbedrer investorbeskyttelsen. Den polske regering har henvist til de faktiske omstændigheder i hovedsagen som et eksempel på oplysninger, der skal fremgå af et prospekt, men som ikke udgør en »væsentlig del«, der skal holdes ajour i henhold til artikel 72 i direktiv 2009/65. Den har ikke desto mindre medgivet, at medlemsstaterne kan stille strengere krav i denne henseende.

51. Jeg er af to grunde ikke overbevist af den tilgang, den polske regering har argumenteret for. For det første er det som anført i punkt 33-35 i dette forslag til afgørelse i overensstemmelse med den almindelige betydning af udtrykket »væsentlig«, at det omfatter »mindst […] de oplysninger, der fremgår af skema A i bilag I«, eftersom artikel 69, stk. 2, i direktiv 2009/65 gør dette til et minimumsoplysningskrav. Det kan således – i mangel af oplysninger om det modsatte – med rimelighed konkluderes, at disse oplysninger er »væsentlige« i forbindelse med et prospekt, som skal ajourføres, når de ændres. For det andet har hverken den polske regering eller nogen af de parter, der har fremsat bemærkninger for Domstolen om, at en sådan fortolkning ville være uforholdsmæssigt byrdefuld, underbygget disse argumenter, især i forhold til de anslåede udgifter til ajourføring af et prospekt. I mangel af en sådan dokumentation er det vanskeligt at forstå, hvorfor investorernes utvivlsomme interesse i at have adgang til korrekte og ajourførte oplysninger ikke skulle have forrang under de foreliggende omstændigheder.

52. Det følger efter min opfattelse heraf, at de oplysninger, der er specificeret i skema A i bilag I til direktiv 2009/65, og som indgår i prospektet, er en del af de »væsentlige dele af prospektet« som omhandlet i dette direktivs artikel 72 og skal derfor holdes ajour. Henset til dette foreslåede svar fremgår det, at Domstolen ikke skal besvare det tredje spørgsmål. Jeg foreslår derfor ikke at behandle det.

B. Spørgsmålet om sanktioner i tilfælde af manglende overholdelse

53. Det fjerde spørgsmål vedrører omfanget af finanstilsynets kompetence til at pålægge sanktioner for den manglende overholdelse af forpligtelsen til at ajourføre et prospekt. Som anført i punkt 22 i dette forslag til afgørelse gav den omstændighed, at Invest Fund Management ikke opdaterede prospekterne for hver af de fem fonde, som selskabet administrerer, anledning til fem særskilte bødeforelæg. Den forelæggende ret ønsker oplyst, om artikel 99a, litra r), i direktiv 2009/65 gav finanstilsynet mulighed for at pålægge disse sanktioner [11].

[10] – Følgende fremgår af 15. betragtning til direktiv 2009/65: »Et hjemland bør principielt kunne fastsætte strengere regler end reglerne i dette direktiv, især om godkendelsesbetingelser, tilsynskrav og aflæggelse af beretning samt om prospekter.«

[11] – Det fremgår af forelæggelsesafgørelsen, at den lovgivning, der finder anvendelse i Bulgarien, fastsætter en særskilt sanktion for hver enkelt af et administrationsselskabs tilsidesættelser af forpligtelsen til at holde væsentlige dele ajour.

54. Invest Fund Management er af den opfattelse, at finanstilsynets fremgangsmåde er uforenelig med bestemmelserne i direktiv 2009/65. Efter selskabets opfattelse udgør den manglende ajourføring af prospekterne for de fem fonde, som det administrerer, et enkelt tilfælde af manglende overholdelse, eftersom den vedrører de samme omstændigheder, nemlig udnævnelsen af nye menige bestyrelsesmedlemmer til selskabets bestyrelse. Finanstilsynets fremgangsmåde er i strid med artikel 99a, litra r), i direktiv 2009/65, hvorefter – argumenteres det – sanktioner kun kan pålægges for gentagne tilfælde af manglende overholdelse af artikel 68 til 82 deri. Endvidere er finanstilsynets praksis med pålæggelse af sanktioner for manglende overholdelse i relation til hver af de fonde, som administreres af Invest Fund Management, også uforholdsmæssig som følge af dens uforenelighed med artikel 99a, litra r), i direktiv 2009/65.

55. Jeg er ikke overbevist af Invest Fund Managements argument om, at den forelæggende ret skal tage stilling til et enkelt tilfælde af manglende overholdelse. Artikel 68 i direktiv 2009/65 pålægger administrationsselskaberne en pligt til at offentliggøre et prospekt »for hver af de investeringsfonde det administrerer«. Den manglende ajourføring af prospekterne for hver af disse fonde betyder, at forpligtelsen i direktivets artikel 72 til at holde prospektet ajour ikke er opfyldt for hver af disse fonde, uanset de forklaringer, der er givet i den forbindelse. Set i dette lys har der været fem tilfælde af manglende overholdelse, som hver især vedrører en anden fond, hvilket udgør et enkelt tilfælde af manglende overholdelse for hver administreret fond.

56. Finanstilsynet, den polske regering og Kommissionen har i de respektive bemærkninger, som de er fremkommet med for Domstolen, behandlet det fjerde spørgsmål. Alle har efter min opfattelse med rette fremhævet, at direktiv 2009/65 ikke tilsigter en fuldstændig harmonisering af medlemsstaternes lovgivninger. Som det fremgår af 15. betragtning til dette direktiv, bør medlemsstaterne principielt kunne fastsætte strengere regler end dem, der er fastsat deri, især om godkendelsesbetingelser, tilsynskrav og aflæggelse af beretning samt om prospekter. Artikel 99a i dette direktiv henviser udtrykkeligt til medlemsstaternes love og administrative bestemmelser. Det fremgår endvidere af den indledende sætning i denne artikel, at direktiv 2009/65 ikke udtømmende definerer listen over de overtrædelser, for hvilke der skal pålægges sanktioner, men derimod de overtrædelser, for hvilke der »særlig[t]« skal pålægges sanktioner. Det følger af Domstolens faste retspraksis, at medlemsstaterne, så længe der ikke er gennemført nogen EU-retlig harmonisering på området for sanktioner ved manglende opfyldelse af betingelserne i en EU-retlig ordning, er beføjet til at træffe bestemmelser om de sanktioner, som de finder rimelige [12].

57. Det følger heraf, at direktiv 2009/65 giver medlemsstaterne mulighed for at vedtage en gennemførelseslovgivning, der fastsætter strengere sanktioner i tilfælde af manglende overholdelse af nævnte direktivs artikel 72 end de i artikel 99a, litra r), specificerede, dog altid forudsat at sanktionerne ikke er uforholdsmæssige [13]. Jeg er ikke overbevist af Invest Fund Managements kortfattede udsagn om, at den fremgangsmåde, som finanstilsynet har valgt i den sag, der er indbragt for den forelæggende ret, vil føre til uforholdsmæssigt høje sanktioner. Invest Fund Management har derimod en forpligtelse over for aktuelle og potentielle investorer i hver af de fonde, som selskabet administrerer, til at sikre, at de væsentlige dele af det relevante prospekt holdes ajour. Pålæggelsen af en sanktion for manglende ajourføring af hvert prospekt er derfor ikke i sig selv uforholdsmæssig.

[12] – Jf. f.eks. dom af 22.3.2017, Euro-Team og Spirál-Gép (C-497/15 og C-498/15, EU:C:2017:229, præmis 39 og 40 og den deri nævnte retspraksis).

[13] – Artikel 99c i direktiv 2009/65 og den retspraksis, der er nævnt i punkt 56 i dette forslag til afgørelse.

VI. Forslag til afgørelse

58. Jeg foreslår derfor Domstolen at besvare de af Sofijski rajonen sad (kredsdomstolen i Sofia, Bulgarien) forelagte præjudicielle spørgsmål således:

»1) De oplysninger, der er specificeret i skema A i bilag I til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/65/EF af 13. juli 2009 om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter), som ændret ved direktiv 2014/91/EU, og som indgår i prospektet, er en del af »de væsentlige dele af prospektet« i henhold til artikel 72 i nævnte direktiv og skal derfor holdes ajour.

2) Artikel 99a, litra r), i direktiv 2009/65/EF skal fortolkes således, at det i den nationale gennemførelseslovgivning kan fastsættes, at et administrationsselskab kan pålægges en sanktion for hver af de investeringsfonde, som det administrerer, i tilfælde, hvor det en enkelt gang undlader at opfylde forpligtelser til at afgive oplysninger til investorer fastsat i overensstemmelse med nationale bestemmelser til gennemførelse af artikel 68 til 82 i direktiv 2009/65/EF.«