



Сборник съдебна практика

ЗАКЛЮЧЕНИЕ НА ГЕНЕРАЛНИЯ АДВОКАТ
М. CAMPOS SÁNCHEZ-BORDONA,
представено на 26 април 2017 година¹

Дело C-658/15

**Robeco Hollands Bezit N.V.,
Robeco Duurzaam Aandelen N.V.,
Robeco Safe Mix N.V.,
Robeco Solid Mix N.V.,
Robeco Balanced Mix N.V.,
Robeco Growth Mix N.V.,
Robeco Life Cycle Funds N.V.,
Robeco Afrika Fonds N.V.,
Robeco Global Stars Equities,
Robeco All Strategy Euro Bonds,
Robeco High Yield Bonds,
Robeco Property Equities**

срещу

Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM)

(Преюдициално запитване, отправено от College van beroep voor het bedrijfsleven (Апелативен съд по административните спорове в икономическата област, Нидерландия)

„Пазари на финансови инструменти — Многостранни системи за търговия — Понятие за регулиран пазар — Оператор на инвестиционни фондове — Инвестиционни фондове от отворен тип — Пазарна злоупотреба и използване на вътрешна информация“

1. През последните години системите за търговия с финансови инструменти претърпяват главоломно развитие в резултат на диверсификацията на предлаганите финансови продукти.
2. Необходимостта от предоставяне на адекватна закрила на инвеститорите, от намаляване на риска и от засилване на публичния надзор върху функционирането на тези пазари с цел да се гарантира финансовата стабилност налага непрекъснато приспособяване на системите за търговия. Наред с традиционните фондови борси възникват нови платформи както с многостранен, така и с двустранен характер, които позволяват сключването на сделки с всички видове финансови инструменти: от най-простите, до най-сложните.
3. Законодателят на Съюза се е намесил в пълна степен в правната уредба на този сектор. С оглед на това, използвайки терминология, която понякога е трудно разбираема, той е разработил понятия със свои собствени характеристики, като например „регулирани пазари“, „многостранни системи за финансиране“, „организиранни системи за търговия“ и „системни интернализатори“ (наричани по-нататък „СИ“).

¹ Език на оригиналния текст: испански.

4. Настоящото дело ще предостави възможност на Съда да разшири своята — все още намираща се на ранен етап от развитието си — практика относно характеристиките на системите за търговия, по-специално относно характеристиките на регулираните пазари. Запитващата юрисдикция иска да установи дали система с наименование Euronext Fund Service (наричана по-нататък „EFS“), администрирана от Euronext Amsterdam N.V.², е регулиран пазар предвид обстоятелството, че в нейните рамки си взаимодействат само инвеститори с инвестиционни фондове от отворен тип.

I. Правна уредба

A. Правото на Съюза

5. Най-релевантните за спора разпоредби се съдържат в Директива 2004/39/ЕО³ (известна като „ДПФИ I“) и в основните актове за нейното прилагане, които са Директива 2006/73/ЕО⁴ и Регламент (ЕО) № 1287/2006⁵ (наричани по-нататък „нормите ПФИ I“ или „правната уредба ПФИ I“). Необходимо е също да се вземе предвид и Директива 2003/6/ЕО⁶.

6. Съставената от съвкупността от правните норми в ДПФИ I и от нормите за нейното прилагане правна уредба претърпя последиците от финансовата криза от 2008 г., която разкри някои слабости във функционирането и прозрачността на финансовите пазари. Освен това развитието на технологиите налага укрепването на нормативните разпоредби, по-специално на системите за търговия с цел повишаване на тяхната прозрачност, по-добра защита на инвеститорите, укрепване на доверието, уреждане на областите, които до този момент не са били обхванати от тази уредба, и предоставяне на гаранции, че упражняващите надзор лица разполагат с подходящите правомощия за изпълнение на техните задачи.

7. В резултат на това правната уредба ПФИ I, влязла в сила през 2007 г., ще бъде заменена от 3 януари 2018 г. нататък с т.н. ПФИ II, която се състои основно от Директива 2014/65/ЕС⁷ (наричана по-нататък „ДПФИ II“) и от Регламент (ЕС) № 600/2014⁸. Макар че ДПФИ II все още не е влязла в сила и очевидно не е приложима към спора в главното производство, тя съдържа някои полезни насоки за тълкуването на нормите ПФИ I.

2 Euronext Amsterdam N.V обявява, че е правоприменик на историческата Фондова борса на Амстердам и че осъществява дейността си при условията на регулиран пазар.

3 Директива на Европейския парламент и на Съвета от 21 април 2004 година относно пазарите на финансови инструменти, за изменение на директиви 85/611/ЕИО и 93/6/ЕИО на Съвета и Директива 2000/12/ЕО на Европейския парламент и на Съвета и за отмяна на Директива 93/22/ЕИО на Съвета (ОВ L 145, 2004 г., стр. 1; Специално издание на български език, 2007 г., глава 6, том 8, стр. 247).

4 Директива на Комисията от 10 август 2006 година за прилагане на Директива 2004/39/ЕО на Европейския парламент и на Съвета по отношение на организационните изисквания и условията за извършване на дейност от инвестиционните посредници и за даването на определения за целите на посочената директива (ОВ L 241, 2006 г., стр. 26; Специално издание на български език, 2007 г., глава 6, том 10, стр. 135).

5 Регламент на Комисията от 10 август 2006 година за прилагане на Директива 2004/39/ЕО на Европейския парламент и на Съвета по отношение на задълженията за водене на регистри за инвестиционните посредници, отчитането на сделките, прозрачността на пазара, допускането на финансови инструменти за търгуване, както и за определените понятия за целите на посочената директива (ОВ L 241, 2006 г., стр. 1; Специално издание на български език, 2007 г., глава 6, том 10, стр. 110).

6 Директива на Европейския парламент и на Съвета от 28 януари 2003 година относно търговията с вътрешна информация и манипулирането на пазара (пазарна злоупотреба) (ОВ L 96, 2003 г., стр. 16; Специално издание на български език, 2007 г., глава 6, том 5, стр. 210).

7 Директива на Европейския парламент и на Съвета от 15 май 2014 година относно пазарите на финансови инструменти и за изменение на Директива 2002/92/ЕО и на Директива 2011/61/ЕС (ОВ L 173, 2014 г., стр. 349 и поправка в ОВ L 273, 2016 г., стр. 35).

8 Регламент на Европейския парламент и на Съвета от 15 май 2014 година относно пазарите на финансови инструменти и за изменение на Регламент (ЕС) № 648/2012 (ОВ L 173, 2014 г., стр. 84 [и поправка в ОВ L 270, 2015 г., стр. 4]).

1. Директива 2004/39

8. В член 1, параграф 1 от ДПФИ I е посочено, че „се прилага към инвестиционни посредници и регулирани пазари“.

9. Съображения 2, 5, 6, 44 и 49 от нея имат следното съдържание:

„(2) [...] следва да се осигури необходимата степен на хармонизация за гарантиране висока степен на защита на инвеститорите, както и за да могат инвестиционните посредници да предоставят услуги в цялата Общност, в рамките на единния пазар, под надзора на страната по произход [...]

[...]

(5) [...] [н]еобходимо е да се отчете появяването на ново поколение организирани системи за търговия, паралелно с регулираните пазари, на които би следвало да бъдат вменени задължения, които да гарантират ефективното и надлежното функциониране на финансовите пазари [...]

[...]

(6) Следва да се въведат определения за регулиран пазар и МТС⁹], които да бъдат в строго съответствие [едно с друго], за да отчетат факта, че двете понятия изпълняват функция на организирана търговия. Определенията следва да изключват двустранни системи, когато инвестиционният посредник осъществява всяка търговска дейност за своя сметка и не действа като нерисков контрагент между купувача и продавача. Понятието „система“ обхваща всички онези пазари, които са изградени от набор от правила и платформа за търговия, както и тези, които функционират само на основата на набор от правила. Регулираните пазари и МТС не са задължени да управляват „техническа“ система за съпоставяне на поръчките. Пазар, който е изграден само от набор от правила, регулиращи аспектите, свързани с членството, допускането на инструменти за търгуване, търговията между членовете, отчитането и, когато е приложимо, задълженията за прозрачност, е регулиран пазар или МТС по смисъла на настоящата директива, и сделките, сключвани съгласно тези правила, се считат като сключени съгласно системите на регулирания пазар или МТС. Понятието „интереси от покупка и продажба“ следва да се разбира в широкия смисъл и включва поръчки, котировки и индикации за интерес. Изискването интересите да бъдат обединени в системата посредством недискреционни правила, установени от оператора на системата, означава, че те са обединени съгласно правилата на системата или посредством протоколите на системата или вътрешните оперативни процедури (включително процедури, съдържащи се в компютърен софтуер). Понятието „недискреционни правила“ означава, че тези правила оставят инвестиционния посредник, опериращ МТС, без свобода за преценка за това, как могат да си взаимодействат интересите. Определенията изискват интересите да се обединят по такъв начин, че да имат за резултат договор, което означава, че изпълнението е съгласно правилата на системата или протоколите на системата или вътрешните оперативни процедури.

[...]

(44) За изпълнението на двойната цел за защита на инвеститорите и осигуряване на безпрепятствено функциониране на пазарите на ценни книжа е необходимо да се гарантира постигането на прозрачност на сделките и прилагането на установените правила

⁹ Съкращението МТС, което се използва в Директива 2004/39, обозначава „многостранна търговска система“.

спрямо инвестиционните посредници, когато оперират на пазарите. За да се позволи на инвеститорите или участниците на пазара да оценяват по всяко време разглежданите от тях условия на сделка с акции и впоследствие да проверяват условията, при които тя е била извършена, би следвало да бъдат създадени общи правила за публикуването на подробности за сключените сделки с акции и за публикуването на подробности за текущите възможности за сделки с акции. Тези правила са необходими за осигуряване ефективното интегриране на пазарите на акции на държавите членки, за насърчаване ефективността на цялостния процес на формиране на цената за инструментите на собствения капитал и за подпомагане ефективното изпълнение на задълженията за „най-добро изпълнение“. Тези съображения изискват напълно прозрачен режим, който е приложим към всички сделки с акции, независимо дали са изпълнени от инвестиционен посредник на двустранна основа или чрез регулирани пазари или МТС. Задълженията на инвестиционните посредници съгласно настоящата директива да предлагат цена „купува“ и цена „продава“, както и да изпълняват поръчки по обявената цена, не отменят задължението на инвестиционните посредници да насочват поръчки към друго място на изпълнение, когато такова интернализиране би могло да възпрепятства посредника от изпълнението на задълженията за „най-добро изпълнение“.

[...]

- (49) Разрешението за опериране на регулиран пазар би следвало да обхваща всички дейности, които са пряко свързани с излагането, обработката, изпълнението, потвърждаването и съобщаването на поръчки, от момента, в който тези поръчки са получени от регулирания пазар, до момента, в който те са предадени за последващо финализиране, както и дейности, които са свързани с приемането на финансови инструменти за търговия. То следва да обхваща и сделки, сключени чрез посредничеството на определени маркет мейкъри, назначени от регулирания пазар, и които са предприети чрез неговите системи и в съответствие с правилата, управляващи тези системи. Не всички сделки, сключени от членовете или участниците в регулиран пазар или МТС, следва да бъдат считани като сключени чрез системите на регулиран пазар или МТС. Сделките, които членове или участници сключват на двустранна основа, и които не съблюдават всички задължения, установени за регулирания пазар или МТС съгласно настоящата директива, следва да се считат като сделки, сключени извън регулиран пазар или МТС за целите на определението на системния интернализатор. В този случай задължението на инвестиционните посредници да публикуват обвързващите котировки би следвало да се прилага, ако са изпълнени условията, определени в настоящата директива“.

10. В член 4, параграф 1, точки 7, 13, 14 и 15 са изяснени следните понятия:

„7) „системен интернализатор“ означава инвестиционен посредник, който по организиран, редовен и систематичен начин търгува за собствена сметка, като изпълнява поръчки на клиенти извън регулиран пазар или МТС;

[...]

13) „пазарен оператор“ означава лице или лица, които управляват и/или административат сделките на регулиран пазар. Пазарен оператор може да бъде самият регулиран пазар;

14) „регулиран пазар“ означава многостранна система, управлявана и/или администрирана от пазарен оператор, която обединява или улеснява обединяването на многобройни интереси на трети лица за покупката и продажбата на финансови инструменти — в рамките на системата, и в съответствие с нейните недискреционни правила — по начин, който има за резултат договор по отношение на финансовите инструменти, приемани за търговия съгласно нейните правила и/или системи, и който има разрешение и функционира регулярно в съответствие с разпоредбите на дял III;

15) „многостранна търговска система (МТС)“ означава многостранна система, управлявана от инвестиционен посредник или пазарен оператор, която обединява многобройни интереси на трети лица за покупката и продажбата на финансови инструменти — в рамките на системата и в съответствие с недискреционни правила — по начин, който има за резултат договор в съответствие с разпоредбите на дял II“.

2. Регламент № 1287/2006

11. В член 2, точка 8 се съдържа определение на понятието „място за търгуване“, обозначаващо „регулиран пазар, МТС или системен интернализатор, действащи в такова качество[,] и при необходимост система извън Общността със сходни функции на регулиран пазар или на МТС“.

12. В член 5 от същия регламент се уточнява:

„За целите на настоящия регламент позоваване на сделка означава позоваване само на покупка и продажба на финансов инструмент. За целите на настоящия регламент извън глава II покупка и продажба на финансов инструмент не включва следното:

[...]

в) сделки на първичния пазар (като например: емитиране, разпределяне или записване) с финансови инструменти, попадащи в обхвата на член 4, параграф 1, точка 18, букви а) и б) от Директива 2004/39/ЕО“.

13. В член 21, параграф 1 са изброени критериите за определяне дали даден инвестиционен посредник е системен интернализатор (наричан по-нататък „СИ“):

„Когато инвестиционен посредник сключва сделки за своя сметка, като изпълнява клиентски поръчки извън регулиран пазар или МТС, той се третира като системен интернализатор, ако той отговаря на следните критерии, указващи, че той извършва тази дейност организирано, често и систематично:

- а) дейността играе съществена търговска роля за посредника и се извършва в съответствие с правила и процедури, които не позволяват свобода на действие;
- б) дейността се извършва от персонал или чрез автоматизирана техническа система, предназначена за тази цел, независимо от това дали този персонал или тази система се използват изключително за тази цел;
- в) дейността е достъпна за клиенти редовно или непрекъснато“.

3. Директива 2003/6

14. Съгласно член 1, точка 1:

„Вътрешна информация“ означава точна информация, която не е била направена публично достояние, която се отнася пряко или косвено до един или повече емитенти на финансови инструменти или до един или повече финансови инструменти и която, ако бъде направена публично достояние, би могла да повлияе чувствително на курса на съответните финансови инструменти или на курса на деривативните финансови инструменти, които са свързани с тях“.

15. Съгласно член 6, параграф 4:

„Лицата на ръководни постове в емитент на финансови инструменти и, когато има такива, лицата, имащи тясна връзка с тях, съобщават поне на компетентния орган за съществуването на транзакции, извършени за тяхна собствена сметка и отнасящи се до акции на този емитент или до деривативи, или до други финансови инструменти, свързани с тях. Държавите членки следят обществеността да има лесен достъп до сведенията, поне индивидуални, относно тези транзакции, веднага щом това бъде възможно“.

В. Национално право

16. Член 1:1 от Wet op het financieel toezicht (Закон за надзора върху финансовите пазари, наричан по-нататък „Wft“) съдържа следното определение за регулиран пазар:

„многостранна система, която обединява или улеснява обединяването на многобройни интереси на трети лица за покупката и продажбата на финансови инструменти — в рамките на системата и в съответствие с нейните недискреционни правила — по начин, който има за резултат сключването на договор относно финансовите инструменти, приемани за търговия съгласно нейните правила и системи, която функционира регулярно и съгласно действащите норми в областта на предоставянето на разрешения и на непрекъснатия надзор“.

17. Съгласно член 5:60, параграф 1, буква а) всяко лице

- което определя самостоятелно или с друг ежедневната дейност на фонд емитент със седалище в Нидерландия, което е емитирало или възнамерява на емитира финансови инструменти по смисъла на член 5:56, параграф 1, буква а) [тоест финансови инструменти, приемани за търговия на регулиран пазар или в рамките на многостранна търговска система],
- или лицето, по чието възлагане е сключен договор за покупко-продажба на финансов инструмент по смисъла на настоящата буква, при условие че не става дума за ценна книга,
- или лицето, което предложи сключването на договор за покупко-продажба на финансов инструмент по смисъла на настоящата буква, при условие че не става дума за прехвърлима ценна книга,

е длъжно да отчете най-късно на петия работен ден след датата на сделката сключените или изпълнените за негова сметка сделки относно дялови участия, свързани с емитентите, посочени в букви а), б) или с) (от член 5:60, параграф 1) или сделки с финансови инструменти, чиято стойност също се определя въз основа на стойността на посочените дялови участия.

18. По силата на член 5:56, параграф 1, буква а) на лицата, посочени в предходната разпоредба, е забранено да се ползват от вътрешна информация при изпълнението в Нидерландия или от нея, както и от държава членка, на сделка с финансови инструменти, приемани за търговия на регулиран пазар, който е получил лиценз, предвиден в член 5:26, параграф 1, или в рамките на многостранна търговска система, за която инвестиционният посредник притежава предвиденото в член 2:96 разрешително или в рамките на която е поискал да бъде допуснат да търгува.

19. Съгласно член 1:40, параграф 1 надзорният орган фактурира разходите за дейностите, извършвани в изпълнение на неговите функции, на предприятията, по отношение на които се осъществяват тези дейности, освен ако тези разходи не са за сметка на държавния бюджет.

20. По силата на членове 5, 6 и 8, параграф 1, буква i), точка 4 от Besluit bevestiging financieel toezicht (Декрет относно финансирането на финансовия надзор) Stichting Autoriteit Financiële Markten (Органът за надзор на финансовите пазари, Нидерландия, наричан по-нататък „AFM“) има правомощието да налага такси на емитентите, посочени в член 5:60, параграф 1, буква а) от Wft.

II. Главното производство и преюдициалният въпрос

21. Спорът в главното производство е между AFM, от една страна, и от друга — Robeco Hollands Bezit N.V. и още единадесет дружества (предприятия за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа от отворен тип или инвестиционни фондове от отворен тип, наричани по-нататък „Robeco“ или „фондовете Robeco“), които обжалват някои от начислените им от този орган такси.

22. Предмет на спора са по-специално решенията на AFM от 30 октомври 2009 г., 31 декември 2010 г., 30 септември 2011 г. и 28 септември 2012 г. (наричани по-нататък „първоначалните решения“). С тях AFM начислява на фондовете Robeco такси за 2009 г., 2010 г., 2011 г. и 2012 г., съответно в размер на 110 EUR, 350 EUR, 630 EUR и 180 EUR съгласно членове 1:40 и 5:60, параграф 1, първо изречение и буква а) от Wft, както и съгласно Besluit bevestiging financieel toezicht (Декрет относно финансирането на финансовия надзор).

23. Според AFM фондовете Robeco дължат посочените такси във връзка с осъществяваната по отношение на тях надзорна дейност от страна на този орган в рамките на прилагането на Директива 2003/6, транспонирана в Нидерландия посредством Wft, който задължава емитентите на финансови инструменти, търгувани на регулирани пазари, да предоставят информация за дейностите на своите оператори.

24. С решение от 13 декември 2012 г. AFM отхвърля жалбите на Robeco, подадени по административен ред.

25. Robeco подава жалба срещу това решение пред Rechtbank Rotterdam (Съд на Ротердам, Нидерландия), който я отхвърля с решение от 24 декември 2013 г.

26. Посочената юрисдикция отхвърля претенциите на Robeco и приема становището на AMF. Тя постановява, че системата EFS съответства на съдържащото се в член 1:1 от Wft определение за регулиран пазар. Според него член 5:60 от Wft е приложим към членовете на управителните и надзорните съвети и следователно наложените от AFM такси са правомерни.

27. Robeco обжалва решението на първоинстанционния съд пред College van beroep voor het bedrijfsleven (Апелативен съд по административните спорове в икономическата област, Нидерландия), който в крайна сметка трябва да изясни дали системата EFS попада в приложното поле на съдържащото се в Директива 2004/39 понятие за регулиран пазар.

28. Запитващата юрисдикция приема за доказани някои данни и обстоятелства в спора по главното производство, които ще изложи накратко.

29. На първо място, тази юрисдикция посочва, че Euronext разполага с разрешително да оперира на регулиран пазар по силата на член 5:26, параграф 1 от Wft. EFS е сегмент на Euronext, създаден като специфична система за търговия, в рамките на която се търгува само с дялови участия в инвестиционни фондове от отворен тип. Фондовете Robeco са инвестиционни фондове „open end“ (от отворен тип) и следва да изпълняват поръчки за покупка или за емитиране на дялови участия чрез EFS.

30. На второ място, запитващата юрисдикция потвърждава, че фондовите агенти и брокерите участват в системата EFS като членове. Всеки инвестиционен фонд или група инвестиционни фондове има свой собствен агент, който действа за сметка на фонда или групата инвестиционни фондове, като рискът се носи от тях. Брокерът събира поръчките на инвеститорите за покупка и продажба и ги предава на агента на съответния инвестиционен фонд.

31. На последно място, запитващата юрисдикция обяснява, че в рамките на системата EFS сделките се осъществяват въз основа на определянето на форуърдни цени. Брокерът може да пласира поръчка при даден фондов агент до 16.00 часа (краен час на приключване), след което нетната стойност на активите на инвестиционните фондове (а следователно и стойността на дяловото участие, което следва да бъде емитирано или закупено) се изчислява въз основа на котировките, определени след крайния час на приключване. На следващата сутрин в 10.00 часа фондовият агент изпълнява поръчката, пласирана при него, въз основа на нетната стойност на активите, изчислена с добавка или ограничено приспадане в резултат от понесените от инвестиционния фонд разноси по сделката. Нито фондовите агенти, нито брокерите не сключват сделки помежду си в рамките на системата EFS. Сключените в рамките на EFS сделки са съобразени с разпоредите на EFS Trading Manual и с TCS-web User Guide to the EFS.

32. Изхождайки от тези данни, противно на приетото от първоинстанционния съд, College van beroep voor het bedrijfsleven (Апелативен съд по административните спорове в икономическата област) е склонен да приеме, че системата EFS не е многостранна и следователно не може да се квалифицира като регулиран пазар по смисъла на член 4, параграф 1, точка 14 от ДПФИ I.

33. Според тази юрисдикция в съображение 6 от ДПФИ I се прави разграничение между двустранните системи за търговия (режима на СИ) и многостранните системи, като в обхвата на последните попадат регулираните пазари. Разграничителният белег се състои в обстоятелството, че при двустранните системи се сключват сделки само между инвестиционния посредник и инвеститора, докато при многостранните са възможни и сделки между самите инвеститори. Посочената юрисдикция счита, че EFS е двустранна система, тъй като в нейните рамки извършват дейност брокер (представляващ инвеститора) и фондов агент (представляващ фонда), като първият сключва сделки с втория.

34. Според запитващата юрисдикция съображение 6 от ДПФИ I сочи, че система, в рамките на която се сключват само сделки, по отношение на които не се прилага задължението за отчитане, не може да се квалифицира като регулиран пазар. По силата на член 5, първо изречение и буква в) от Регламент № 1287/2006 сделките в рамките на системата EFS били сделки на първичния пазар, а не сделки, които включват покупка и продажба на финансов инструмент. Глава III от посочения регламент не била приложима към тези сделки на първичния пазар и следователно съдържашите се в нея задължения за отчитане не се прилагали за сделките в рамките на системата EFS. Тъй като чрез EFS се сключвали само сделки на първичния пазар, за които не е налице задължение за отчитане, EFS не следвало да се разглежда като регулиран пазар.

35. Според запитващата юрисдикция тази преценка се подкрепя от обстоятелството, че стойността на дяловите участия, търгувани чрез системата EFS, се определя при изчисляване на тяхната нетна стойност, както беше посочено по-горе. В рамките на регулиран пазар обаче цената не се определя по този начин, а въз основа на търсенето и предлагането от страна на участниците.

36. На последно място, запитващата юрисдикция добавя, че EFS не е регулиран пазар, тъй като не позволява манипулиране на цените и в нейните рамки трудно могат да се сключат сделки въз основа на вътрешна информация.

37. Все пак според запитващата юрисдикция могат да се приведат доводи в полза на квалифицирането на EFS като регулиран пазар по смисъла на член 4, параграф 1, точка 14 от ДПФИ I. Запитващата юрисдикция признава, че нито от буквалното съдържание на този член, нито от съображение 6 от разглежданата директива може да се направи пряк извод, че не следва да се квалифицира като регулиран пазар платформа за търговия, в рамките на която не се изпълняват само сделки, за които се прилага задължението за отчитане, а продажната цена не се образува в зависимост от търсенето и предлагането. Достатъчно е да е става дума за пазар, който функционира въз основа на набор от правила като посочените в съображение 6, и да са налице елементите на определението по член 4, параграф 1, точка 14, от ДПФИ I.

38. Освен това според запитващата юрисдикция системата EFS би могла да попада в обхвата на понятието за регулиран пазар по смисъла на ДПФИ I, тъй като EFS е самостоятелна платформа за търговия, администрирана от Euronext, което притежава съответното разрешително; тя е многостранна система, към която са присъединени различни брокери и фондови агенти, които имат правомощието да пласират поръчки, а ползвателите на системата EFS могат да се считат за трети лица по отношение на Euronext и в рамките на системата EFS се сблъскват интересите на брокерите и на фондовите агенти за покупка и продажба, за да се стигне до сключване на сделки.

39. Поради съмненията си относно тълкуването на понятието за „регулиран пазар“ College van beroep voor het bedrijfsleven (Апелативен съд по административните спорове в икономическата област, Нидерландия) поставя на Съда следния преюдициален въпрос:

„Трябва ли система, в която участват голям брой фондови агенти и брокери, представляващи при сключването на сделките в рамките на тази система съответно инвестиционни дружества „от отворен тип“ и инвеститори, като фактически тази система подпомага изключително тези инвестиционни дружества „от отворен тип“ с оглед на задължението им да изпълняват пласираните от инвеститорите поръчки за покупка и продажба на дялови участия, да се разглежда като регулиран пазар по смисъла на член 4, параграф 1, точка 14 от [Директива] ПФИ [I]? Ако отговорът е положителен, кои характерни особености са от решаващо значение за това?“

III. Анализ на преюдициалния въпрос

40. Запитващата юрисдикция моли Съда да изясни дали платформа за търговия на финансови инструменти, която притежава характерните особености на системата EFS, съставлява регулиран пазар по смисъла на от ДПФИ I. Преди да отговоря на посочения въпрос, считам за нужно да изложа установената от ДПФИ I правна уредба на системите за търговия с финансови инструменти, както и измененията, настъпили от момента, в който тази директива започва да се прилага. Ще се позова и на промените, които ще настъпят от 3 януари 2018 г. нататък вследствие на влизането в сила на правната уредба ПФИ II, макар те да не се приложими *ratione temporis* към спора.

А. Предварителни бележки относно системите за търговия с финансови инструменти

41. ДПФИ I и нормите за нейното прилагане изменят в голяма степен правния режим на системите за търговия с финансови инструменти¹⁰. С цел да се увеличи интегрирането, конкурентоспособността и ефективността на тези пазари в рамките на Съюза, се елиминира монополът при търговията, който е налице в някои държави членки, където съществуват традиционните фондови борси, и традиционните платформи започват да се конкурират с новите алтернативни системи за търговия, които са възникнали благодарение на техническото развитие, но са били извън обхвата на правната уредба.

42. Както вече посочих, целта на законодателя на Съюза е била да се увеличи прозрачността, да се подобри защитата на инвеститорите, да се укрепи доверието и да се гарантира, че надзорните органи разполагат с конкретни правомощия за изпълнение на своите задачи¹¹.

43. ДПФИ I обхваща три вида системи за търговия с финансови инструменти, две от които са многостранни (регулираните пазари и МТС)¹², а една е двустранна (СИ). Освен тези системи, които съответстват на модел за организирана търговия, нормите ПФИ I предвиждат възможността за неорганизирана търговия (*over-the-counter*, наричана по-нататък „ОТС“) с финансови инструменти.

44. Първият и най-утвърден вид система за търговия с финансови инструменти е системата на регулираните пазари, която съществува в правните уредби ДПФИ I и II и в други норми на правото на Съюза. Въпреки че по-долу подробно ще анализирам характеристиките за регулираните пазари елементи, тук ще посоча, че съгласно определението в член 4, параграф 1, точка 14 от ДПФИ I те са многостранни системи за търговия с финансови инструменти, контролирани от оператор, прилагащ недискреционни норми на функциониране, в рамките на които си взаимодействат интереси на трети лица за покупка и продажба, водещи до сключването на договори. Тези пазари са подобни на класическите фондови борси и съгласно базата данни на Европейския орган за ценни книжа и пазари (наричан по-нататък „ЕОЦКП“) ¹³ в рамките на Съюза понастоящем съществуват сто и два регулирани пазара (четири в Нидерландия, като един от тях е Euronext Amsterdam).

45. Вторият вид система за търговия, който съответства на т.н. многостранни търговски системи (МТС), е въведен с ДПФИ I, за да обхване алтернативните механизми за търговия, възникнали в практиката в резултат на технологичния прогрес. МТС също са многостранни системи за търговия, в рамките на които си взаимодействат интереси на трети лица за покупка и продажба, които водят до сключване на договори, като е налице недискреционно управление от

10 Тези системи за търговия „are multilateral systems or networks, which provide trading, clearing, settlement, and reporting services in relation to securities and derivative transactions. They support financial markets by providing essential services, connecting counterparties, reducing transaction costs through economies of scale, managing systemic and counterparty risks, and fostering transparency“ (Ferrarini, G. et Saguato, P. Regulating Financial Market Infrastructures. — ECGI Working Paper No 259/2014, 6/2014, p. 7).

11 Съгласно финансирано от Комисията проучване резултатът е бил засилване на конкуренцията между различните центрове за търговия с финансови инструменти, като така се предоставят по-добри възможности за избор от страна на инвеститорите, що се отнася до доставчиците на услуги и наличните финансови инструменти — напредък, който е подсилен от технологичната еволюция. Като цяло разносните във връзка със сделките са намалели, а интегрирането се е увеличило съгласно проучването на Охера. Monitoring Prices, Costs and Volumes of Trading and Post-trading Services, 2011. Вж. също документ COM(2011) 652 окончателен, стр. 2.

12 Многостранните системи могат да бъдат наричани и „платформа за търговия“, дефинирана като „система, администрирана от инвестиционен посредник или от пазарен оператор съгласно определенията в член 4, параграф 1, точки 1 и 13 от Директива 2004/39/ЕО, които не са системни интернализатори в рамките на определението в член 4, параграф 1, точка 7, която обединява интереси за покупка или продажба на финансови инструменти в системата по начин, който води до сключване на договор в съответствие с дялове II и III от същата директива“ съгласно разпоредбата на член 2, точка 4 от Регламент (ЕС) № 648/2012 на Европейския парламент и на Съвета от 4 юли 2012 година относно извънборсовите деривати, централните контрагенти и регистрите на трансакции (ОВ L 201, 2012 г., стр. 1).

13 Вж. данните, които се съдържат на следния интернет адрес:
https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_rma.

страна на оператор или на инвестиционно дружество и е необходимо административно разрешително. Макар режимът, който урежда МТС, да е сходен с режима на регулираните пазари, той се различава по това, че видовете финансови инструменти, които могат да са предмет на сделки, не подлежат на предварителен контрол.

46. Съгласно базата данни на ЕОЦКП¹⁴ в рамките на Съюза понастоящем съществуват сто и петдесет МТС, сред които по своите размери изпъкват платформи като VATS Trading Ltd (Обединеното кралство). В Нидерландия има две големи по размер платформи: Tom MTF Derivatives Markets и Tom MTF Cash Markets.

47. Третият вид система за търговия, въведен с ДПФИ I, съответства на т.н. „системни интернализатори“. За разлика от предишните видове те не са оформени като центрове за многостранна търговия, администрирани от трето лице, които инвеститорите използват за покупка и продажба на финансови инструменти, а като системи за двустранна търговия. Съгласно член 4, параграф 1, точка 7 от ДПФИ I това са инвестиционни посредници, които по организиран, редовен и систематичен начин търгуват за собствена сметка, като изпълняват поръчки на клиенти. Тази система за търговия не е дефинирана като система сама по себе си, а посредством оператора, който я експлоатира.

48. Макар за тях да не се изисква административно разрешително от националния надзорен орган, СИ са достатъчно големи предприятия, за да съпоставят в рамките си поръчките на инвеститорите за покупка и продажба, поради което са обект на многобройни задължения за прозрачност. Изглежда, режимът на СИ не е бил много привлекателен, тъй като по данни на ЕОЦКП¹⁵ в целия Съюз са регистрирани само единадесет предприятия от този вид, а в Нидерландия — нито едно.

49. Както вече посочих, освен сключването да договори с финансови инструменти посредством тези организирани системи за търговия, ДПФИ I предвижда ОТС като четвърти начин за изпълнение на поръчки на финансови инструменти. Това следва от съображение 53¹⁶ от разглежданата директива, съгласно което не се изисква „прилагането на правила за прозрачност преди извършването към сделките, осъществявани извънборсово, които се отличават с това, че са ad hoc и са нерегулярни, както и че се извършват с професионални контрагенти и са част от делови отношения, които сами по себе си се характеризират със сделки над стандартния пазарен размер, и когато сделките са извършвани извън обичайно използваните системи от заинтересованото предприятие за стопанската му дейност като системен интернализатор“.

50. Вероятно поради наложените на СИ изисквания (за организирана, редовна и систематична търговия, конкретизирана в член 21, параграф 3 от Регламент № 1287/2006), както и поради още по-ограничителната конфигурация на регулираните пазари и на МТС, извън обхвата на ДПФИ I остават други начини за търговия ОТС, които съставляват голяма част от сключването на договори с финансови инструменти. Такъв е случаят с т.нар. *broker crossing systems*, *broker-dealer crossing networks* или *dark pools* или пък с платформите за електронна търговия¹⁷.

¹⁴ Вж. данните, които се съдържат на следния интернет адрес:
https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_mtf.

¹⁵ Вж. данните, които се съдържат на следния интернет адрес:
https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_sys.

¹⁶ Вж. коментарите на Gomber, P. et Pierron, A. MiFID: Spirit and Reality of a European Financial Market Directive. — Celent Paper, 11/2010, р. 12.

¹⁷ Вж. подробния анализ на Onofrei, A. La négociation des instruments financiers au regard de la directive MIF. Larcier, Bruxelles. 2012, 360—363.

51. След финансовата криза от 2008 г. и с оглед на развитието на платформите за търговия¹⁸ ДПФИ II, която още не е влязла в сила, запазва същата типология на системите за търговия, но добавя допълнителна категория под наименованието „организираните системи за търговия“ (наричани по-нататък „ОСТ“).

52. ОСТ са дефинирани много широко, тъй като тази нова форма на многостранна търговия цели да обхване системите за търговия ОТС, които са *убегнали* на съдържашата се в ДПФИ I правна уредба¹⁹. Основната им разлика с регулираните пазари и с МТС е, че операторите на една ОСТ могат да изпълняват поръчките по своя преценка, евентуално като спазват изискванията за прозрачност преди сключването на сделките и задълженията за най-добро изпълнение.

53. Описаното по-горе развитие сочи, че законодателят на Съюза цели да уреди различните системи за търговия с финансови инструменти, които се развиват непрекъснато, с изключение единствено на двустранната и спорадична търговия с тези инструменти²⁰. Всъщност целта е всяка организирана търговия с финансови инструменти да се осъществява посредством някой от многостранните или двустранни способи, посочени в ДПФИ II²¹. По този начин се стимулира по-адекватна конкуренция между различните системи за търговия, без да съществува риск операторите, които искат да избегнат контрола на надзорните органи, да създадат други алтернативни механизми.

Б. Понятие за регулиран пазар и неговото прилагане към платформа за търговия като EFS

54. Запитващата юрисдикция моли Съда да изясни дали платформа за търговия, притежаваща характерните особености на системата EFS, попада в обхвата на установеното в ДПФИ I определение за регулиран пазар. Преди да изложи своето становище по този въпрос, бих искал да направя три уточнения.

55. Първото от тях е, че националната юрисдикция, която е непосредствено и напълно запозната с начина на действие на EFS, следва да изясни дали тази платформа отговаря на изискванията, за да се квалифицира като регулиран пазар. Съдът, разбира се, може да предостави на тази юрисдикция насоки за тълкуването на ДПФИ I, като изведе от

18 Съображение 4 от ДПФИ II обосновава това по следния начин: „Финансовата криза разкри слабости във функционирането и прозрачността на финансовите пазари. Развитието на финансовите пазари показва необходимостта от подсилване на рамката за регулиране на пазарите на финансови инструменти, включително когато търговията на такива пазари се извършва извънборсово, с цел увеличаване на прозрачността, по-добра защита на инвеститорите, укрепване на доверието, справяне с нерегламентираните области и осигуряване на подходящите правомощия, необходими на надзорните органи за изпълнение на техните задачи“.

19 В член 4, параграф 1, точка 23 от ДПФИ II се съдържа определение за организирана система за търговия (ОСТ) като „многостранна система, която не е регулиран пазар или МСТ и в която многобройни интереси на трети лица за покупка и продажба на облигации, структурирани финансови продукти, квоти за емисии или деривати могат да взаимодействат в системата по начин, който води до сключването на договор в съответствие с дял II от настоящата директива [...]“.

20 В този смисъл член 1, параграф 7 от ДПФИ II гласи: „Всички многостранни системи за финансови инструменти функционират или в съответствие с разпоредбите на дял II относно МСТ или ОСТ, или с разпоредбите на дял III относно регулираните пазари. Инвестиционните посредници, които по организиран, редовен, систематичен и значителен начин извършват търговия за собствена сметка, когато изпълняват нареждания на клиенти извън регулиран пазар, МСТ или ОСТ, функционират в съответствие с дял III от Регламент (ЕС) № 600/2014. Без да се засягат член 23 и 28 от Регламент (ЕС) № 600/2014, всички сделки с финансови инструменти, както са посочени в първа и втора алинеи, които не са сключени в рамките на многостранни системи или на систематични участници, са съобразени със съответните разпоредби на дял III от Регламент (ЕС) № 600/2014“.

21 Според Moloney „MiFID II/MiFIR is designed to repatriate trading on to organized trading venues and away from OTC markets“ (Moloney, N. EU Securities and Financial Markets Regulation, 3. Ed. Oxford University Press, Oxford, 2014, p. 434). Вж. също Clause, N. J. et Sorensen, K. E. Reforming the Regulation of Trading Venues in the EU under the Proposed MiFID II. Levelling the Playing Field and Overcoming Market Fragmentation? — European Company and Financial Review. 2012, p. 285.

разглежданата директива условията, на които трябва да отговаря дадена система за търговия, която може да попада в обхвата на посочената категория. Сред споменатите условия следва да се отдели специално внимание на спорните в настоящото производство²², за да може Съдът да бъде полезен с отговора си.

56. В рамките на второто уточнение следва да се отбележи, че изложената от националната юрисдикция и представената от страните в съдебното заседание информация, изглежда, потвърждава тезата, че EFS функционира под „егидата“ на административното разрешително, предоставено от AFM на Euronext, за да действа като регулиран пазар.

57. Не е доказано обаче, че сам по себе си сегментът EFS съставлява регулиран пазар. Той не е сред нидерландските регулирани пазари, посочени в базата данни на ЕОЦКП²³, нито пък се обявява конкретно като такъв за разлика от други, подобни на него²⁴.

58. Въпреки това обстоятелството, че системата EFS не е включена в посочения списък с регулирани пазари, не е пречка тя да има качеството на такъв. В решение Nilas и др.²⁵ Съдът посочва, че фактът на невписване в посочения списък сам по себе си не е достатъчен, за да се счита, че въпросният пазар не е регулиран пазар²⁶.

59. Euronext би могла да действа едновременно като оператор на регулирания пазар Euronext Amsterdam и като платформа за търговия EFS. В решение Nilas и др. се приема, че Директива 2004/39 изрично предвижда случаи, при които операторът на регулиран пазар управлява и друга система за търговия, без последната да се превръща в регулиран пазар в резултат на това²⁷. Съдът посочва, че квалифицирането на система за търговия с финансови инструменти като регулиран пазар изисква тя да получи разрешително за регулиран пазар и нейното функциониране да е съобразено с изискванията, предвидени в дял III от ДПФИ I²⁸.

60. Запитващата юрисдикция следва да изясни в рамките на свободната си преценка дали EFS действително е сегмент на регулирания пазар Euronext Amsterdam, функциониращ под неговата егида, или сама по себе си съставлява отделна платформа или система за търговия, макар операторът на EFS и Euronext Amsterdam да е един и същ.

22 Този подход се използва от Съда в неговите решения от 3 декември 2015 г., Vanif Plus Bank (C-312/14, EU:C:2015:794), т. 51 и от 30 май 2013 г., Genil 48 и Comercial Hosteleria de Grandes Vinos (C-604/11, EU:C:2013:344), т. 43.

23 Съгласно член 47 от ДПФИ I, озаглавен „Списък на регулираните пазари“: „Всяка държава членка съставя списък на регулираните пазари, за които тя се явява държавата членка по произход, както и изпраща този списък на другите държави членки и на Комисията. Подобно съобщаване се прави по отношение на всяка промяна в списъка. Комисията публикува списък на всички регулирани пазари в Официален вестник на Европейския съюз и го актуализира поне веднъж годишно. Комисията публикува и актуализира списъка също и на интернет страницата си, когато държавите членки съобщават за промени в техните списъци“.

24 Например ETFplus market (the open-ended collective investment undertaking (CIUs) segment) на италианската борса. Вж. в това отношение <http://www.borsaitaliana.it/fondi/formazione/formazione.htm>. Този пазар е предназначен за търговия с финансови инструменти на инвестиционни фондове от отворен тип и е посочен в каталога на ЕОЦКП на регулираните пазари в Италия, като е изрично създаден и обявен като такъв. В базата данни на ЕОЦКП фигурира като ELECTRONIC OPEN-END FUNDS AND ETC MARKET на следния интернет адрес: https://registers.esma.europa.eu/publication/details?core=esma_registers_mifid_rma&docId=mifid731rma.

25 Решение от 22 март 2012 г. (C-248/11, EU:C:2012:166), т. 54.

26 Вписването в изготвения от държавата членка списък, без да се вземе предвид определението по член 4, параграф 1, точка 14 от ДПФИ I, действително е било елемент от понятието „регулиран пазар“ съгласно член 1, точка 13 от Директива 93/22/ЕИО на Съвета от 10 май 1993 година относно инвестиционните услуги в областта на ценните книжа (ОВ L 141, 1993 г., стр. 27; Специално издание на български език, 2007 г., глава 6, том 7, стр. 3), отменена с ДПФИ I, считано от 1 ноември 2007 г.

27 Решение от 22 март 2012 г., Nilas и др. (C-248/11, EU:C:2012:166), т. 44—46.

28 Пак там, т. 42 и 43.

61. Третото уточнение се отнася до характерните особености на предприятията въззивници. Фондовете Robeco са предприятия за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа (ПКИПЦК), към които се прилага Директива 2009/65/ЕО²⁹. Съгласно член 1, параграф 2 ПКИПЦК е предприятие: а) чиято единствена цел е колективното инвестиране в прехвърлими ценни книжа или в други ликвидни финансови активи, посочени в член 50, параграф 1, на капитал, привлечен чрез публично предлагане и чието функциониране е съобразено с принципа на разпределението на рисковете, и б) чиито дялове, по искане на техните притежатели, подлежат на обратно изкупуване или откупуване, пряко или косвено, от активите на тези предприятия.

62. По-специално фондовете Robeco са публични ПКИПЦК от отворен тип и са учредени с договор (като взаимни инвестиционни фондове под управлението на управляващи дружества) съгласно член 1, параграф 3 от Директива 2009/65. Дейността на инвестиционните фондове от отворен тип „се състои в публичното привличане на средства, в инвестирането им и в общото им управление, в разпределянето на рисковете и на получената вследствие на това инвестиране печалба, както и в предлагането на насрещна престация от страна на ПКИПЦК на притежателите на дялове или на съдружниците“³⁰.

63. Използвайки управляваната от Euronext система EFS, фондовете Robeco се занимават с привличане на средства на инвеститорите по организиран, редовен и систематичен начин, поради което принципно EFS би следвало да се счита за система за търговия. В член 2, точка 8 от Регламент № 1287/2006 се съдържа следното определение за система за търговия: „регулиран пазар, МТС или системен интернализатор, действащи в такова качество и при необходимост система извън Общността със сходни функции на регулиран пазар или на МТС“.

64. С оглед на изложените в акта за преюдициално запитване характерни особености на системата EFS, нейната дейност и дейността на участващите в нея фондове Robeco, изглежда, става дума за търговия с финансови инструменти, осъществявана по организиран, редовен и систематичен начин.

65. Ако това е така, принципно EFS следва да спада към някой от видовете системи за търговия, уредени в ДПФИ I, а именно регулиран пазар, МТС или СИ (освен ако става дума за платформа за търговия ОТС от вид, който не попада в посочените три категории и която съгласно ДПФИ II би следвало да попадне в обхвата на новия вид система за търговия, а именно ОСТ).

66. Макар националната юрисдикция да иска да установи само дали EFS е регулиран пазар, считам за необходимо Съдът да ѝ даде разяснения относно другите видове системи за търговия от ДПФИ I, за да прецени дали EFS би могла да съответства, пряко или субсидиарно, на някоя от тях.

67. Този анализ е важен, тъй като, ако EFS не е регулиран пазар, запитващата юрисдикция вероятно би се запитала дали тази система е МТС, или СИ, и би желала да определи дали задълженията за предоставяне на информация, предвидени в нидерландското законодателство (във връзка с разпоредбите относно контрола върху действия, съставляващи пазарна злоупотреба), са приложими и към тези други видове системи за търговия, така че да обосноват събирането на спорните такси от страна на AFM.

²⁹ Директива на Европейския парламент и на Съвета от 13 юли 2009 година относно координирането на законовите, подзаконовите и административните разпоредби относно предприятията за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа (ПКИПЦК) (ОВ L 302, 2009 г., стр. 32).

³⁰ *Tapia Hermida*, A. J. Manual de derecho del mercado financiero. Iustel, Madrid. 2015, p. 352.

1. Общи условия за квалифицирането на системите като регулирани

68. Съгласно съдържащото се в член 4, параграф 1, точка 14 от ДПФИ I определение следва, че за да се счита за регулиран пазар, дадена система за търговия с финансови инструменти трябва да отговаря на следните условия:

- да бъде многостранна, а не двустранна система за търговия, администрирана от пазарен оператор, който действа като трето лице, независимо от купувачите и от продавачите.
- да обединява или да улеснява обединяването на многобройни интереси на трети лица за покупката и продажбата на финансови инструменти в рамките на системата.
- сделките с финансови инструменти, приемани за търговия съгласно нейните правила или системи, следва да водят до сключването на договори.
- трябва да функционира в съответствие с недискреционни правила.
- следва да разполага с административно разрешително, което националните органи за финансов надзор предоставят, ако платформата функционира регулярно в съответствие с разпоредбите на раздел III от ДПФИ I³¹.

69. Пред запитващата юрисдикция няма спор, че EFS отговаря на някои от тези условия, а именно:

- EFS се администрира от пазарния оператор Euronext и функционира като платформа съгласно недискреционни правила (по-специално установените в Euronext Fund Service Trading Manual, а впоследствие в Trading Manual for the NAV Trading Facility).
- сделките, които се осъществяват в рамките на EFS между инвеститорите и инвестиционните фондове, водят до сключването на договори между тях и посочените фондове, независимо дали сключването на тези договори се осъществява в рамките на системата или извън нея.
- на последно място, от създаването си през 2007 г. EFS „функционира регулярно“ в рамките на регулирания пазар Euronext Amsterdam, чийто оператор е Euronext, в съответствие с разпоредбите на дял III от ДПФИ I. Макар, както вече посочих, да е необходимо този аспект да се провери от националната юрисдикция, информацията, която се съдържа в нейния акт за преюдициално запитване, както и представената от по-голямата част от страните информация³², изглежда, потвърждава, че EFS осъществява дейност в рамките на административно разрешително, предоставено от AFM на Euronext, да функционира като регулиран пазар³³.

31 Съгласно член 36, параграф 1, първа алинея от ДПФИ I разрешителното за регулиран пазар се издава на системите за търговия, които изпълняват разпоредбите на дял III от тази директива. Съдът приема, че „тъй като вписването в списъка, посочен в член 47 от същата директива, задължително се извършва след издаването на това разрешение, то логично не може да съставлява условие за последното“ (решение от 22 март 2012 г., Nilas и др., C-248/11, EU:C:2012:166, т. 53).

32 AFM посочва, че Euronext Amsterdam N.V. е представила пред запитващата юрисдикция писмо, в което потвърждава, че EFS има качеството на регулиран пазар, и посочва, че всички надзорни органи на държавите, в които Euronext оперира на регулирани пазари (освен на Нидерландия също и на Франция, Обединеното кралство, Белгия и Португалия), са на същото мнение.

33 В съдебното заседание фондовете Robeco уточняват, че това обстоятелство възниква едва през 2012 г., когато AFM е започнал да квалифицира EFS като регулиран пазар и да изисква от нея плащането на спорните такси.

70. Следователно спорът се ограничава до останалите условия, които трябва да са налице, а именно до многостранния характер на системата и до възможността за съчетаване на многобройни интереси на трети лица за покупката и продажбата на финансови инструменти, приемани за търговия. Запитващата юрисдикция и фондовете Робесо посочват и други елементи на понятието за регулиран пазар, непредвидени в съдържанието се в ДПФИ I определение, които също ще анализирам.

2. Условие за многостранен характер на регулираните пазари

71. Съображение 6 от ДПФИ I подчертава намерението на законодателя на Съюза да въведе разграничение между системи за търговия с финансови инструменти с многостранен и с двустранен характер. В него се посочва, че понятията за регулиран пазар и за МТС „следва да изключват двустранни системи, когато инвестиционният посредник осъществява всяка търговска дейност за своя сметка и не действа като нерисков контрагент между купувача и продавача“.

72. Макар в ДПФИ I да не се съдържа определение за многостранни системи, според мен е целесъобразно да се прибегне до ДПФИ II, в член 4, параграф 1, точка 19 от която фигурира следното определение: „многостранна система“ [е] система или механизъм, в които многобройни интереси на трети лица за покупка и продажба на финансови инструменти могат да взаимодействат в системата“.

73. С оглед на двата текста считам, че системата за търговия с финансови инструменти е многостранна, когато в нейните рамки си взаимодействат различни инвеститори, желаещи да купуват и продават финансови инструменти, и когато съществува един нерисков контрагент (оператор на платформата), който посредничи между тези инвеститори, за да осигури по-добро функциониране на системата.

74. Макар че ДПФИ I не съдържа законово определение и на двустранните системи за търговия, в съображение 6 се посочва, че става дума за системи, в които „инвестиционният посредник осъществява всяка търговска дейност за своя сметка и не действа като нерисков контрагент между купувача и продавача“. В член 4, параграф 1, точка 6 от ДПФИ I се изяснява, че „търгуване за собствена сметка“ е „търгуване със собствен капитал, което има като резултат сключването на сделки с един или повече финансови инструменти“. Следователно за двустранните системи за търговия е характерно³⁴, че в техните рамки инвеститорите търгуват финансовите инструменти пряко с инвестиционния посредник, който действа за своя сметка и поемайки риск за собствения си капитал без посредничеството на каквото и да е трето лице.

75. Така елементите, които позволяват да се установи многостранният характер на дадена платформа за търговия с финансови инструменти, могат да се обобщят, както следва: а) участие на няколко инвеститори, желаещи да купуват и продават финансови инструменти, и б) наличието на нерисков контрагент (операторът), посреднически между различните инвеститори с цел да осигури адекватното функциониране на системата.

76. По-нататък, като се вземат предвид направените в точки 55—67 по-горе уговорки, следва да се провери дали образуване като EFS отговаря на посочените условия.

³⁴ Европейският комитет на регулаторите на ценни книжа посочва, че изразът „многостранни системи“ цели да изключи двустранните системи и че последните са „системите, в които отделно образуване осъществява всяка извършвана в рамките на системата търговска дейност за своя сметка, без да действа като нерисков контрагент, осъществяващ посредничество между купувача и продавача. В замяна на това система, в която няколко участника (например маркет мейкъри) осъществяват дейност като контрагенти във връзка с въведените в системата поръчки, се счита за многостранна система“ (точка 13 от документа CESR, Standards for Alternative Trading Systems, CESR/02-086b, юли 2002 г. (http://www.esma.europa.eu/system/files/l-02_086b.pdf)).

77. В своето становище фондовете Robeco посочват, че системата EFS има двустранен характер. Според тях EFS съставлява канал за разпространение на дяловите участия в инвестиционни фондове от отворен тип. Инвеститорите могат да се свържат с тези фондове или пряко, или посредством системата EFS. В последния случай брокерите приемат поръчките на своите клиенти за покупка и продажба и ги предават на агентите на инвестиционните фондове, които действат в рамките на EFS. Преимуществото за инвеститорите от използването на EFS е, че тази система подпомага достъпа до голям брой инвестиционни фондове и предаването на поръчките е по-ефективно. Съгласно твърденията на Robeco в съдебното заседание EFS е най-използваният от дребните инвеститори способ за придобиване на дялови участия в инвестиционни фондове от отворен тип, докато големите инвеститори по правило осъществяват търговията пряко.

78. Поради това EFS била двустранна система за предаване на поръчки за покупка и продажба на дялови участия в инвестиционни фондове от отворен тип, в която брокерите не взаимодействали помежду си, а имали правоотношения единствено с агентите на фондовете. Всеки агент действа за сметка на собствения си фонд и не съпоставя, а компенсират поръчките за покупка и продажба на дялови участия. В рамките на системата се пласират само поръчки, които водят до сключване на сделки на първичния пазар.

79. Не считам обаче, че тези доводи са достатъчни, за да се обори многостранният характер на системата EFS.

80. Както подчертават AFM и Комисията, в рамките на системата EFS функционира оператор (Euronext Amsterdam N.V.), който предава на фондовите агенти поръчките за покупка и продажба на инвеститорите, представени от брокерите. При сделките между едните (брокерите) и другите (агентите) Euronext, в качеството си на оператор на EFS, действа като трето лице. Той експлоатира тази платформа за търговия по недискреционен начин, като се придържа към Euronext Fund Service Trading Manual.

81. Несъмнено брокерите и агентите на фондовете могат да сключват сделки двустранно, но това не е пречка EFS да се счита за многостранна система от момента, в който трето лице (Euronext) се включи като пазарен оператор, внасящ сигурност при търговията, както и прозрачност и по-добра защита на инвеститорите. Това обяснява обстоятелството, че дребните инвеститори в инвестиционни фондове от отворен тип са основните ползватели на системата EFS. Големите инвеститори разполагат с необходимите познания, за да се защитават сами.

82. Участието на Euronext позволява на фондовете да привлекат по-лесно инвеститори, отколкото ако извършват само двустранна търговия. EFS е създадена по-специално през 2007 г.³⁵ от Euronext Amsterdam в тясно сътрудничество с AFM и с асоциацията, която представлява нидерландските инвестиционни фондове. Euronext потвърждава, че основното преимущество на новия модел EFS за инвеститорите е, че той функционира в рамките на „*a clearly regulated market*“³⁶.

83. Ако инвеститорите или техните брокери купуваха от и продаваха пряко на агентите на инвестиционен фонд от отворен тип дялови участия извън рамките на EFS, щеше да става въпрос за двустранна система за търговия, която би била във вид на СИ (ако се осъществява по непрекъснат, редовен и систематичен начин) или във вид на ОТС, към която не се прилагат разпоредбите на ДПФИ I (ако е само спорадична). Настоящият случай не изглежда да е такъв.

³⁵ Euronext иска да разшири системата си EFS във Франция, като разработи многостранна платформа за инвестиционните фондове от отворен тип, които действат на парижкия борсов пазар, която също ще се нарича Euronext Fund Services и ще бъде експлоатирана от Euronext Paris. Вж. информацията в Euronext. Expansion of Euronext Fund Services to include open-end funds on Euronext Paris. — Info-Flash, 24.7.2015.

³⁶ CESR. Call for Evidence on UCITS Distribution, Reply form Euronext. CESR/07-205, 7/2007, p. 2.

84. Многостранныят характер на EFS личи и от обстоятелството, че Euronext участва в системата като оператор, който не действа за своя сметка, нито излага на риск свои капитали. Нещо повече, на Euronext е забранено да купува, продава или съпоставя дялови участия на фондовете, за да запази своята независимост и безпристрастност, които му позволяват да предава на AFM информацията преди и след извършване на сделките, сключени в рамките на системата EFS съгласно разпоредбите на ДПФИ I.

3. Изискване да се срещат интересите на много трети лица за покупка и продажба в рамките на регулираните пазари

85. Другият елемент от определението за регулиран пазар, който създава затруднения на запитващата юрисдикция, е изискването да се срещат интересите на много трети лица за покупка и продажба.

86. Фондовете Robeco добавят, че в рамките на EFS са налице само двустранни правоотношения между брокер и фондов агент, водещи до покупка или продажба на дялови участия. Следователно нямало взаимодействие само на фондови агенти помежду им или само на брокери помежду им.

87. Според мен и този довод не е убедителен. Както посочва британското правителство, в рамките на системата EFS агентите на различните фондове се срещат с много брокери, които представляват инвеститорите. Брокерите могат да изберат кои сделки да осъществят с агентите на едни или други фондове, а от своя страна тези агенти могат да се договарят с брокерите на много инвеститори. Следователно е налице срещане или взаимодействие между интересите на различни трети лица за покупка или продажба, което е характерната особеност на регулирания пазар или на всяка една платформа за многостранна търговия с финансови инструменти.

88. EFS не е само *информационен канал* за предаване на поръчки. Тя е система, в рамките на която се търгуват финансови инструменти (дялови участия в инвестиционни фондове от отворен тип), и нейната дейност се развива в съответствие с нормите, определени от оператора на системата Euronext в *наръчник за търговия*³⁷.

89. Подобно взаимодействие не е разрешено в рамките на двустранните системи за търговия (като СИ). Поради това съображение 17 от ДПФИ II, което може да се използва като критерий за тълкуване, въпреки че тази директива не е била в сила към момента на настъпване на обстоятелствата в главното производство, гласи: „И докато местата на търговия представляват механизми, където взаимодействат многобройните интереси на трети лица за покупка и продажба, на систематичните участници не следва да е позволено да обединяват интересите на трети лица за покупка и продажба по същия във функционално отношение начин, както местата на търговия“.

90. Следва да се има предвид, че инвестиционен фонд от отворен тип съставлява ПКИПЦК, чиято задача, както вече посочих, е публичното привличане на средства с цел общото им инвестиране и управление, като по този начин се разпределят рисковете и получената в резултат от тази инвестиция печалба между притежателите на дялове, вследствие на което последните могат да извличат печалба от инвестициите си, поемайки по-малък риск.

³⁷ Посоченият по-горе Euronext Investment Fund Services Trading Manual, впоследствие заменен от Trading Manual for the NAV Trading Facility.

91. За инвестиционен фонд от отворен тип привличането на средства от притежателите на дялове е от основно значение и именно това е била целта на нидерландските фондове при създаването на система за организирана търговия, каквато е EFS. С тази система се цели да се подпомогне срещането на интересите на фондовете за покупка и продажба, представлявани от своите агенти, и на инвеститорите, които са заинтересовани да придобият или продадат дялови участия в посочените фондове и които действат в рамките на EFS, представлявани от своите брокери. За разлика от системите за търговия ОТС или от СИ EFS предоставя безспорно предимство за подпомагане на срещането на интересите за покупка и продажба, свързани с дяловите участия в инвестиционните фондове от отворен тип.

92. Освен това, ако фондовете Robeco продължават да пласират своите дялови участия посредством двустранна търговия, както техният представител посочва в съдебното заседание, не разбирам как система за търгуване, в която участва Euronext, може да се квалифицира и като двустранна. Според мен участието на трето лице в качеството му на независим оператор, което не е налице при двустранната търговия, сочи, че EFS е многостранна система, с която се цели да се подпомогне взаимодействието на многобройни интереси на трети лица за покупка и продажба на дялови участия в инвестиционни фондове от отворен тип.

4. Други възможни елементи на понятието за регулиран пазар

93. Запитващата юрисдикция и фондовете Robeco посочват други елементи, които според тях характеризират регулираните пазари. По-конкретно това са: а) механизмът на формиране на цените, прилаган в рамките на системата за търгуване, б) първичният характер на системата и в) наличието или липсата на риск от пазарна злоупотреба. Посочената юрисдикция и фондовете Robeco считат, че прилагането на тези елементи към EFS доказва, че тя е двустранна система, а не многостранна платформа за търговия с финансови инструменти.

94. Предварително уточнявам, че нито един от тези елементи не фигурира в определението за регулиран пазар, съдържащо се в член 4, параграф 1, точка 14 от ДПФИ I, нито пък считам, че те са имплицитно заложиени в тази директива, поради което не следва да се вземат предвид при преценката дали платформа като EFS е регулиран пазар.

95. Що се отнася до първия фактор, запитващата юрисдикция обяснява, че в рамките на EFS сделките се осъществяват въз основа на определянето на форуърдни цени, тоест въз основа на нетната стойност на активите, изчислена в зависимост от котировките, определени след крайния час на приключване³⁸. Според фондовете Robeco тази форма на определяне на цените на сделките в рамките на EFS не се подчинява на закона за търсенето и предлагането на търгуваните в рамките на платформата финансови инструменти, който закон следвало винаги да се прилага на регулираните пазари.

96. В ДПФИ I обаче не урежда какъвто и да е начин на формиране на цените като елемент за разграничаване на регулираните пазари. Следователно този фактор не е релевантен за целите на преценката дали съгласно тази директива EFS съставлява регулиран пазар.

97. Това се потвърждава от член 29, параграф 2 и член 44, параграф 2 от ДПФИ I, развити в член 18 от Регламент № 1287/2006, който предвижда възможността да се установят изключения от задълженията за прозрачност преди сключване на сделките в случай на МТС и на регулирани пазари, чиито цени се определят посредством механизми, които не са свързани с търсенето и предлагането на финансовите инструменти, търгувани на платформата. Щом се допуска изключение, логично е причината за това да е съществуването на регулирани пазари с механизми за формиране на цените от различно естество.

³⁸ Вж. по-подробното обяснение на механизма в точка 31 от настоящото заключение.

98. Освен това съгласно информацията, предоставена от AFM в съдебното заседание, при формирането на цените в рамките на EFS търсенето и предлагането на дялови участия в действителност играе определена роля. Когато търсенето и предлагането на дялови участия в даден фонд съвпадат, неговият агент осъществява компенсация, но ако търсенето надхвърля предлагането, инвеститорите плащат допълнителен процент върху дяловите участия, а в обратния случай им се прави отстъпка. Увеличаването на търсенето или предлагането на дялови участия на инвестиционен фонд от отворен тип зависи от резултатите от техните инвестиции на пазарите на финансови инструменти.

99. Вторият фактор, който добавят запитващата юрисдикция и фондовете Robeco, е свързан с първичния характер на пазара, на който се емитират и се записват дялови участия в инвестиционни фондове от отворен тип, но всъщност не е налице вторична търговия с тези финансови инструменти.

100. В съдържащото се в ДПФИ I определение за регулиран пазар обаче не се прави никакво позоваване на този елемент (нито пък в определението за МТС). Освен това, както посочва Комисията, в рамките на даден регулиран пазар е възможно както начално (първично) пласиране на финансови инструменти, така и последващата вторична търговия с тях³⁹. Поради тази причина обстоятелството, че емитирането и записването на дялови участия в инвестиционни фондове не е обект на последваща търговия, не е пречка EFS да съставлява регулиран пазар.

101. За изчерпателност ще посоча, както отбелязва британското правителство, че Регламент (ЕС) № 1031/2010⁴⁰ се занимава с търговете на квоти за емисии на парникови газове, които съставляват първична търговия с финансов инструмент. Член 35, параграф 1 от посочения регламент гласи: „Търговете могат да се провеждат само на тръжна платформа, която е оторизирана като регулиран пазар съгласно параграф 5 от компетентните национални органи, посочени в параграф 4, втора алинея“. Следователно в тази норма изрично се приема, че на регулиран съгласно условията по ДПФИ I пазар се сключват сделки, характерни за първичните пазари.

102. Накрая фондовете Robeco добавят, като запитващата юрисдикция подкрепя тяхното становище, че в рамките на системата EFS не е налице почти никакъв риск от пазарна злоупотреба и поради това квалифицирането ѝ като регулиран пазар (с произтичащото от това задължение за предаване на информация относно дейностите на операторите на инвестиционните фондове) не би било от никаква полза за защитата на инвеститорите.

103. Считаю обаче, че този довод също не може да бъде уважен. От една страна, сред елементите на съдържащото се в ДПФИ I определение за регулиран пазар не фигурира по-голямата или по-малка възможност за манипулиране на пазара. От друга страна, AFM оборва (според мен с основание) тезата на Robeco, потвърждавайки вероятността за пазарни злоупотреби или за търговия с вътрешна информация в рамките на системи като EFS.

39 Според Moloney понятието за регулиран пазар „is therefore “opting in” in design and captures the distinct primary market capital-rising and secondary market trading functionalities“ (Moloney, N. EU Securities and Financial Markets Regulation. 3. ed. Oxford University Press, Oxford, 2014, p. 463).

40 Регламент на Комисията от 12 ноември 2010 година относно графика, управлението и други аспекти на търга на квоти за емисии на парникови газове съгласно Директива 2003/87/ЕО на Европейския парламент и на Съвета за установяване на схема за търговия с квоти за емисии на парникови газове в рамките на Общността (ОВ L 302, 2010 г., стр. 1).

104. По-специално АФМ дава примери за извършването на някои неправомерни действия при търговията с дялови участия в инвестиционни фондове. В случаи като например напускането на важен управител на инвестиционен фонд може да е налице вътрешна информация, която да доведе до действия на пазарна злоупотреба, отразяващи се върху стойността на дяловите участия⁴¹, като това обстоятелство може да възникне и при решения като това за преобразуване на инвестиционен фонд от отворен тип в ПКИПЦК от затворен тип.

105. Член 9 от Директива 2003/6, приложима *ratione temporis* към спора в главното производство, предвижда единствено задължението за предоставяне на информация за операторите на дружествата, чиито инструменти са приети за търговия на регулирани пазари, тъй като това е бил единственият вид организирана система за търговия, съществуваща към момента на приемане на посочената директива. Както обясних вече, впоследствие с ДПФИ I се създават МТС, а ДПФИ II предвижда въвеждането на ОСТ като нови многостранни системи за организирана търговия. Систематичното тълкуване на тези норми позволява да се направи извод, че задълженията за предоставяне на информация на надзорните органи, за да се възпрепятства неправомерната злоупотреба с вътрешна информация (член 6 от Директива 2003/6), е трябвало да се прилагат и по отношение на лицата, отговарящи за новите организирани системи за търговия с финансови инструменти, съдържащи се в разпоредбите на правото на Съюза, приети след 2003 г. Това тълкуване се потвърждава напълно от новия Регламент (ЕС) № 596/2014⁴².

106. Предложеното от мен тълкуване, съгласно което по силата на ДПФИ I система за търговия, притежаваща характерните особености на EFS, следва да се счита за регулиран пазар, е в съответствие с преследваната от тази директива цел.

107. Всъщност целта на правната уредба ПФИ I, която впоследствие се потвърждава от ПФИ II, е да подложи на регулиране и контрол възникналите системи за търговия, като извън тяхното приложно поле остава само двустранната и спорадична търговия с финансови инструменти⁴³. Следователно всеки вид организирана търговия следва да попада в обхвата на някоя от многостранните или двустранни системи, предвидени в нормите на ПФИ I, а след 3 януари 2018 г. — в ПФИ I⁴⁴. По този начин се благоприятства по-адекватната конкуренция между различните системи за търговия, без да е налице риск операторите, които се стремят да избегнат контрола на надзорните органи, да разработят системи за търговия ОТС. Ако

41 Напускането на управителя на фондовете Pimco през септември 2014 г. води до изтегляне на средства в размер на 3 700 милиона евро (<https://www.ft.com/content/56aa4284-4fc1-11e4-a0a4-00144feab7de>). Сериозно отражение имат и преместването на управителя на Ignis Asset Management в Old Mutual Global Investors в края на 2014 г., както и напускането на управителя на фондовете Bestinvest Asset Management (<http://www.expansion.com/2014/09/23/mercados/fondos/1411459605.html>).

42 Регламент (ЕС) № 596/2014 на Европейския парламент и на Съвета от 16 април 2014 година относно пазарната злоупотреба (Регламент относно пазарната злоупотреба) и за отмяна на Директива 2003/6/ЕО на Европейския парламент и на Съвета и директиви 2003/124/ЕО, 2003/125/ЕО и 2004/72/ЕО на Комисията (ОВ L 173, 2014 г., стр. 1). Съображение 8 от него има следното съдържание: „Обхватът на Директива 2003/6/ЕО е съсредоточен върху финансовите инструменти, допуснати до търговия на регулиран пазар или за които е било подадено заявление за допускане до търговия на регулиран пазар. В последните години обаче финансовите инструменти все повече се търгуват на многостранни системи за търговия (МСТ). Има и финансови инструменти, които се търгуват само на други видове организирани системи за търговия (ОСТ), или само на извънборсовия пазар. Поради това обхватът на настоящия регламент следва да включва всички финансови инструменти, търгувани на регулиран пазар, МСТ или ОСТ, и също така всяко друго поведение или действие, което може да има въздействие върху такъв финансов инструмент, независимо дали се извършва на място на търговия.[...]. Това следва да подобри защитата на инвеститорите, да съхрани целостта на пазара и да забрани изрично пазарната злоупотреба с такива инструменти“.

43 В този смисъл в член 1, параграф 7 от ДПФИ II се посочва: „Всички многостранни системи за финансови инструменти функционират или в съответствие с разпоредбите на дял II относно [МТС] или ОСТ, или с разпоредбите на дял III относно регулираните пазари. Инвестиционните посредници, които по организиран, редовен, систематичен и значителен начин извършват търговия за собствена сметка, когато изпълняват нареждания на клиенти извън регулиран пазар, [МТС] или ОСТ, функционират в съответствие с дял III от Регламент (ЕС) № 600/2014. Без да се засягат член 23 и 28 от Регламент (ЕС) № 600/2014, всички сделки с финансови инструменти, както са посочени в първа и втора алинеи, които не са сключени в рамките на многостранни системи или на систематични участници, са съобразени със съответните разпоредби на дял III от Регламент (ЕС) № 600/2014“.

44 Clause, N. J. et Sorensen, K. E. Reforming the Regulation of Trading Venues in the EU under the Proposed MiFID II. Levelling the Playing Field and Overcoming Market Fragmentation? — European Company and Financial Review. 2012, p. 285.

съдържащото се в ДПФИ I понятие за регулиран пазар се тълкува в смисъл, че изключва платформи за търговия като EFS, в рамките на които си взаимодействат инвеститори и инвестиционни фондове от отворен тип, целите на законодателя на Съюза в този сектор биха били изопачени.

IV. Заключение

108. Предвид изложеното предлагам на Съда да отговори на преюдициалния въпрос, поставен от College van beroep voor het bedrijfsleven (Апелативен съд по административните спорове в икономическата област, Нидерландия), по следния начин:

„Организирана система за търговия с финансови инструменти с многостранен характер, в рамките на която си взаимодействат интересите на инвеститори за покупка и продажба чрез брокери и интересите на инвестиционни фондове от отворен тип, представлявани от своите агенти, под контрола на независим оператор, трябва да се квалифицира като регулиран пазар по смисъла на член 4, параграф 1, точка 14 от Директива 2004/39/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 21 април 2004 година относно пазарите на финансови инструменти, за изменение на директиви 85/611/ЕИО и 93/6/ЕИО на Съвета и Директива 2000/12/ЕО на Европейския парламент и на Съвета и за отмяна на Директива 93/22/ЕИО на Съвета“.