



Sbírka soudních rozhodnutí

STANOVISKO GENERÁLNÍHO ADVOKÁTA
MANUELA CAMPOSE SÁNCHEZ-BORDONY
přednesené dne 26. dubna 2017¹

Věc 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**

proti

Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM)

[žádost o rozhodnutí o předběžné otázce podaná College van beroep voor het bedrijfsleven (Odvolací soud pro správní spory v hospodářské oblasti, Nizozemsko)]

„Trhy finančních nástrojů — Mnohostranné systémy obchodování — Pojem ‚regulovaný trh‘ — Správce investičního fondu — Otevřené investiční fondy — Zneužití trhu a použití důvěrných informací“

1. Systémy obchodování s finančními nástroji prošly v posledních letech převratným vývojem, který je důsledkem diverzifikace finančních produktů uváděných na trh.
2. Potřeba poskytnout investorům náležitou ochranu, snížit riziko a zvýšit veřejný dohled nad fungováním těchto trhů, s cílem zaručit finanční stabilitu, si vyžádala průběžnou úpravu systémů obchodování. Tradiční burzy cenných papírů byly doplněny novými vícestrannými i dvoustrannými platformami, které umožňují obchodovat s nejrůznějšími finančními nástroji od těch nejjednodušších až po ty nejsložitější.
3. Na tvorbě právních předpisů v této oblasti se ve značné míře podílel i unijní normotvůrce. Za tímto účelem a s použitím terminologie, která je v některých případech obtížně srozumitelná, zavedl přesně definované pojmy „regulované trhy“, „mnohostranné systémy financování“, „organizované systémy obchodování“ a „systematictí internalizátoři“ (dále jen „SI“).

¹ – Původní jazyk: španělština.

4. Projednávaná věc představuje pro Soudní dvůr příležitost k rozšíření vlastní dosud nepříliš bohaté judikatury týkající se vlastností systémů obchodování, zvláště pak regulovaných trhů. Předkládající soud si přeje zjistit, zda je systém označovaný jako Euronext Fund Service (dále jen „EFS“), který je řízen společností Euronext Amsterdam N. V.^{2.}, regulovaným trhem, vzhledem k tomu, že na něm ve vzájemné interakci působí pouze investoři a investiční fondy otevřeného typu.

I. Právní rámec

A. Unijní právo

5. Ustanovení, která jsou pro tento spor nejvýznamnější, jsou obsažena ve směrnici 2004/39/ES³ (známé pod názvem „MiFID I“) a v jejích hlavních prováděcích předpisech, jimiž jsou směrnice 2006/73/ES⁴ a nařízení (ES) č. 1287/2006⁵ (dále jen „právní předpisy MiFID I“ nebo „soubor právních předpisů MiFID I“). Kromě toho je nezbytné zohlednit rovněž směrnici 2003/6/ES⁶.

6. Soubor sestávající ze směrnice MiFID I a jejích prováděcích předpisů byl ovlivněn finanční krizí z roku 2008, která odhalila nedostatky ve fungování a transparentnosti finančních trhů. S ohledem na rozvoj technologií bylo navíc nutné posílit právní rámec zvláště v oblasti systémů obchodování, s cílem zvýšit transparentnost těchto systémů, poskytnout lepší ochranu investorům, posílit důvěru, řešit otázku doposud neregulovaných oblastí a zajistit, aby orgány dohledu měly patřičné pravomoci k plnění svých úkolů.

7. Soubor právních předpisů MiFID I, který vstoupil v platnost v roce 2007, bude proto od 3. ledna 2018 nahrazen tzv. souborem MiFID II, který bude obsahovat v podstatě směrnici 2014/65/EU⁷ (dále jen „směrnice MiFID II“) a nařízení (EU) č. 600/2014⁸. Směrnice MiFID II sice ještě nevstoupila v platnost a na projednávaný spor samozřejmě není použitelná, avšak obsahuje určitá vodítka užitečná k výkladu právních předpisů MiFID I.

1. Směrnice 2004/39

8. Článek 1 odst. 1 směrnice MiFID I stanoví, že se tato směrnice „vztahuje na investiční podniky a regulované trhy“.

9. Body 2, 5, 6, 44 a 49 zní takto:

„(2) [...] je nutné stanovit stupeň harmonizace nezbytný k tomu, aby byla investorům nabízena vysoká úroveň ochrany a aby investiční podniky mohly poskytovat služby v celém Společenství, které je jednotným trhem, na základě dohledu domovské země [...].“

2 – Euronext Amsterdam N.V je považována za nástupkyni původní Burzy cenných papírů v Amsterdamu a je činná ve formě regulovaného trhu.

3 – Směrnice Evropského parlamentu a Rady ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS (Úř. věst. L 145, 30.4.2004, s. 1; Zvl. vyd. 06/07, s. 263)

4 – Směrnice Komise ze dne 10. srpna 2006, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o organizační požadavky a provozní podmínky investičních podniků a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice (Úř. věst. L 241, 2.9.2006, s. 26).

5 – Nařízení Komise ze dne 10. srpna 2006, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o evidenční povinnosti investičních podniků, hlášení obchodů, transparentnost trhu, přijímání finančních nástrojů k obchodování a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice (Úř. věst. L 241, 2.9.2006, s. 1)

6 – Směrnice Evropského parlamentu a Rady ze dne 28. ledna 2003 o obchodování zasměněných osob a manipulaci s trhem (zneužívání trhu) (Úř. věst. 2003, L 96, s. 16; Zvl. vyd. 06/04, s. 367).

7 – Směrnice Evropského parlamentu a Rady ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU (Úř. věst. L 173, 12.6.2014, s. 349).

8 – Nařízení Evropského parlamentu a Rady ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně nařízení (EU) č. 648/2012 (Úř. věst. L 173, 12.6.2014, s. 84).

[...]

- (5) [...] Je [...] nutné vedle regulovaných trhů uznat i novou generaci organizovaných systémů obchodování, které by měly podléhat povinnostem zaměřeným na zachování efektivního a řádného fungování finančních trhů [...].

[...]

- (6) Měly by být vytvořeny a vzájemně úzce sladěny definice regulovaného trhu a MTF⁹⁾ tak, aby bylo zřejmé, že plní stejnou funkci organizovaného obchodování. Definice by měly vyloučit dvoustranné systémy, ve kterých investiční podnik vstupuje do každého obchodu na vlastní účet, a nikoli jako protistrana, která nenese riziko a vstupuje mezi kupujícího a prodávajícího. Pojem ‚systém‘ zahrnuje jak veškeré trhy, které jsou tvořeny souborem pravidel a platformou pro obchodování, tak trhy, které fungují pouze na základě souboru pravidel. Regulované trhy a MTF nemusí být provozovateli ‚technického‘ systému pro párování příkazů. Trh, který je tvořen pouze souborem pravidel, jenž upravuje aspekty týkající se členství, přijímání nástrojů k obchodování, obchodování mezi členy, zpravodajské povinnosti a případně transparentnosti, je regulovaným trhem nebo MTF ve smyslu této směrnice a transakce uzavřené podle těchto pravidel se považují za uzavřené v systémech regulovaného trhu nebo MTF. Pojem ‚nákupní a prodejní zájmy‘ je třeba chápat v širším smyslu, tedy tak, že zahrnuje příkazy, kotace a projevy zájmu. Požadavek na to, aby byly tyto zájmy sdružovány v systému prostřednictvím pevných pravidel stanovených organizátorem systému, znamená, že budou sdružovány podle pravidel systému nebo pomocí protokolů či vnitřních operačních postupů systému (včetně postupů obsažených v programovém vybavení počítačů). Pojem ‚pevně stanovená pravidla‘ znamená, že tato pravidla neponechávají investičnímu podniku provozujícímu MTF žádnou volnost v rozhodování o tom, jak se mohou zájmy vzájemně ovlivňovat. Uvedené definice vyžadují, aby se zájmy sdružovaly způsobem vedoucím k uzavření smlouvy, tedy aby realizace probíhala podle pravidel systému nebo pomocí protokolů nebo vnitřních operačních postupů systému.

[...]

- (44) Vzhledem k dvojímu cíli ochrany investorů a zajištění řádného fungování trhu cenných papírů je nezbytné zajistit, aby transakce byly plně transparentní a aby pravidla pro regulované trhy stanovená za tímto účelem platila pro investiční podniky, pokud jsou činné na trhu. Aby mohli investoři nebo účastníci trhu kdykoli vyhodnotit podmínky transakce s akciemi, kterou zvažují, a následně ověřit podmínky, ze kterých byla provedena, měla by být stanovena společná pravidla pro zveřejňování ukončených transakcí s akciemi a údajů o aktuálních příležitostech obchodů s akciemi. Tato pravidla jsou nutná k zajištění účinné integrace akciových trhů členských států, k posílení efektivnosti celkového procesu tvorby cen akciových nástrojů a k podpoře účinného fungování povinností ‚nejlepšího způsobu provedení‘. Dosažení těchto cílů vyžaduje komplexní transparentní režim platný pro všechny transakce s akciemi bez ohledu na to, zda je investiční podnik provádí na dvoustranném základě, nebo prostřednictvím regulovaných trhů nebo MTF. Povinnosti investičních podniků z této směrnice kotovat nákupní a prodejní cenu a provést příkaz za kotovanou cenu nezabavují investiční podniky povinnosti přeměrovat příkaz do jiného místa provedení, pokud by taková internalizace mohla podniku bránit v plnění povinností ‚nejlepšího způsobu provedení‘ “.

[...]

9 – Zkratka MTF je ve směrnici 2004/39 používána pro označení „mnohostranného systému obchodování“.

(49) Povolení k provozování regulovaného trhu by mělo zahrnovat veškeré činnosti, které jsou přímo spojeny s oznámením, zpracováním, provedením, potvrzením a vykázáním příkazů od okamžiku přijetí těchto příkazů regulovaným trhem do okamžiku jejich předání k následnému dokončení, a dále činnosti spojené s přijetím finančních nástrojů k obchodování. Povolení by mělo zahrnovat i transakce uzavřené prostřednictvím určených tvůrců trhu jmenovaných regulovaným trhem, pokud se tyto transakce provádějí v rámci systémů regulovaného trhu a v souladu s pravidly, která tyto systémy upravují. Ne všechny transakce uzavřené členy nebo účastníky regulovaného trhu či MTF musí být považovány za uzavřené v systémech regulovaného trhu nebo MTF. Transakce, které členové nebo účastníci uzavírají dvoustranně a které nesplňují všechny požadavky stanovené pro regulovaný trh nebo MTF touto směrnicí, by měly být pro účely definice systematického internalizátora považovány za transakce uzavřené mimo regulovaný trh nebo MTF. V tom případě by povinnost investičních podniků zveřejňovat pevné kotace měla platit, pokud jsou splněny podmínky stanovené touto směrnicí.“

10. Článek 4 odst. 1 body 7, 13, 14 a 15 zavádí definice následujících pojmů:

„7) ‚systematickým internalizátorem‘ [se rozumí] investiční podnik, který organizovaně, často a systematicky obchoduje na vlastní účet prováděním příkazů klientů mimo regulovaný trh nebo MTF;

[...]

13) ‚organizátorem trhu‘ [se rozumí] osoba nebo osoby řídící nebo vykonávající činnost regulovaného trhu. Organizátorem trhu může být regulovaný trh sám;

14) ‚regulovaným trhem‘ [se rozumí] mnohostranný systém, který provozuje nebo řídí organizátor trhu a který sdružuje nebo umožňuje sdružování početných zájmů třetích osob na nákupu či prodeji finančních nástrojů, uvnitř systému a v souladu s pevně stanovenými pravidly, způsobem, jenž vede k uzavření smlouvy týkající se finančních nástrojů přijatých k obchodování podle jeho pravidel nebo systémů, a který má povolení a funguje pravidelně a v souladu s hlavou III;

15) ‚mногоstranným systémem obchodování (multilateral trading facility – MTF)‘ [se rozumí] mnohostranný systém, který provozuje investiční podnik nebo organizátor trhu a který sdružuje početné zájmy třetích osob na nákupu či prodeji finančních nástrojů – uvnitř systému a v souladu s pevně stanovenými pravidly – způsobem, který vede k uzavření smlouvy v souladu s ustanoveními hlavy II“.

2. Nařízení č. 1287/2006

11. Podle definice v čl. 2 bodě 8 se „obchodním systémem“ rozumí „regulovaný trh, mnohostranné obchodní systémy nebo systematický internalizátor vystupující jako takový, případně systém mimo rámec Společenství s podobnými funkcemi, jaké plní regulovaný trh či mnohostranné obchodní systémy“.

12. Článek 5 tohoto nařízení stanoví toto:

„Pro účely tohoto nařízení se obchodem rozumí pouze nákup a prodej finančního nástroje. Pro účely tohoto nařízení s výjimkou kapitoly II nákup a prodej finančního nástroje nezahrnuje:

[...]

c) obchody s finančními nástroji na primárních trzích (např. emise, přidělování nebo upisování) spadající do působnosti čl. 4 odst. 1 bodu 18 písm. a) a b) směrnice 2004/39/ES“.

13. V článku 21 odst. 1 jsou vyjmenována kritéria, podle nichž lze určit, zda investiční podnik představuje SI:

„Na investiční podnik, který obchoduje na svůj vlastní účet, přičemž provádí pokyny zákazníka mimo regulovaný trh nebo mnohostranný obchodní systém, se pohlíží jako na systematického internalizátora, pokud splňuje tato kritéria, která svědčí o tom, že tuto činnost vykonává organizovaně, často a systematicky:

- a) tato činnost plní pro podnik významnou komerční úlohu a je prováděna podle pevně stanovených pravidel a postupů;
- b) tuto činnost provádí zaměstnanci nebo je vykonávána prostřednictvím automatizovaného technického systému k tomuto účelu určeného, bez ohledu na to, zda jsou zaměstnanci nebo tento systém využíváni výlučně k tomuto účelu či nikoli;
- c) činnost je pro zákazníky dostupná pravidelně nebo průběžně.“

3. Směrnice 2003/6

14. Článek 1 bod 1 směrnice má toto znění:

„důvěrnou informací [se rozumí] informace přesné povahy, která nebyla uveřejněna, týkající se přímo nebo nepřímo jednoho nebo více emitentů finančních nástrojů nebo jednoho nebo více finančních nástrojů a která, kdyby byla uveřejněna, by pravděpodobně měla významný dopad na ceny těchto finančních nástrojů nebo na ceny odvozených finančních derivátů.“

15. Článek 6 odst. 4 stanoví toto:

„Osoby s řídicí odpovědností v rámci emitenta finančních nástrojů a případně osoby s nimi úzce propojené, sdělí alespoň příslušnému orgánu existenci operací uskutečněných na vlastní účet a spojených s akciemi uvedeného emitenta nebo s finančními deriváty nebo s jinými finančními nástroji s nimi spojenými. Členské státy zajišťují, aby veřejný přístup k alespoň jednotlivým informacím o takových operacích byl co nejdříve snadno dosažitelný.“

B. Vnitrostátní právo

16. Článek 1:1 Wet op het financieel toezicht (zákon o finančním dohledu; dále jen „Wft“) obsahuje níže uvedenou definici pojmu „regulovaný trh“:

„mnohostranný systém, který sdružuje nebo umožňuje sdružování početných zájmů třetích osob na nákupu či prodeji finančních nástrojů, uvnitř systému a v souladu s pevně stanovenými pravidly, způsobem, jenž vede k uzavření smlouvy týkající se finančních nástrojů přijatých k obchodování podle jeho pravidel nebo systémů, a který funguje pravidelně a v souladu s platnou právní úpravou, která upravuje povolení a průběžný dohled.“

17. Článek 5:60 odst. 1 písm. a) stanoví, že každý,

- kdo rozhoduje nebo spolurozhoduje o každodenních činnostech emitenta se sídlem v Nizozemsku, který emituje nebo hodlá emitovat finanční nástroje ve smyslu článku 5:56 odst. 1 písm. a) [tj. finanční nástroje přijaté k obchodování na regulovaném trhu nebo v mnohostranném systému obchodování],

- jakož i každý, na jehož pokyn se uzavře kupní smlouva o finančních nástrojích ve smyslu tohoto ustanovení, které nejsou cennými papíry,
- nebo kdo hodlá uzavřít kupní smlouvu o finančních nástrojích ve smyslu tohoto ustanovení, které nejsou cennými papíry,

je povinen oznámit uzavřené nebo realizované transakce na vlastní účet s podíly, které mají vazbu na emitenty uvedené v písm. a), b) nebo c) (čl. 5:60 odst. 1) nebo s finančními nástroji, jejichž hodnota je spoluurčena na základě hodnoty těchto podílů, a to nejpozději pátý pracovní den po uskutečnění transakce.

18. Podle čl. 5:56 odst. 1 písm. a) se osobám uvedeným v předchozím odstavci zakazuje využívat důvěrné informace k tomu, aby v Nizozemsku nebo z Nizozemska nebo členského státu uzavřely transakci s finančními nástroji přijatými k obchodování na regulovaném trhu, pro který bylo vydáno povolení ve smyslu článku 5:26 odst. 1, nebo v mnohostranném systému obchodování, pro který má daný investiční podnik povolení ve smyslu článku 2:96 nebo pro který bylo požádáno o připuštění k obchodování.

19. Článek 1:40 odst. 1 stanoví, že orgán provádějící dohled přenesse náklady na činnosti, které provádí v souvislosti s výkonem svých úkolů podle tohoto zákona, na podniky, v souvislosti s nimiž byly tyto činnosti provedeny, pokud tyto náklady nejsou kryty ze státního rozpočtu.

20. Podle článků 5 a 6 a čl. 8 odst. 1 bodu i) bodu 4 Besluit bekostiging financieel toezicht (nařízení o financování finančního dohledu) je Stichting Autoriteit Financiële Markten (Úřad pro dohled nad finančními trhy, Nizozemsko; dále jen „AFM“) oprávněn vybírat od emitentů ve smyslu čl. 5:60 odst. 1 písm. a) Wft poplatky.

II. Vnitrostátní spor a předběžná otázka

21. V původním řízení stojí AFM proti Robeco Hollands Bezit N. V. a dalším jedenácti společnostem (subjektům kolektivního investování do převoditelných cenných papírů otevřeného typu nebo do otevřených investičních fondů; dále jen „Robeco“ nebo „fondy Robeco“), které napadly některé z výměrů poplatků, jež vydal výše uvedený úřad.

22. Předmětem sporu jsou konkrétně rozhodnutí AFM ze dne 30. října 2009, 31. prosince 2010, 30. září 2011 a 28. září 2012 (dále jen „první rozhodnutí“). Prostřednictvím těchto rozhodnutí vyměřil AFM fondům Robeco poplatky za účetní období 2009, 2010, 2011 a 2012, a to ve výši 110 eur, respektive 350 eur, 630 eur a 180 eur, na základě článku 1:40 a čl. 5:60 odst. 1 úvodní části a písm. a) Wft a Besluit bekostiging financieel toezicht (nařízení o financování finančního dohledu).

23. Podle názoru AFM byla důvodem k uložení těchto poplatků okolnost, že tento úřad splnil úkol spočívající v dohledu nad fondy Robeco, a to na základě směrnice 2003/6 provedené do nizozemského právního řádu prostřednictvím Wft, který ukládá emitentům finančních nástrojů přijatých k obchodování na regulovaných trzích povinnost poskytnout informace o činnosti jejich správců.

24. Stížnosti, které vznesly Robeco, zamítl AFM rozhodnutím ze dne 13. prosince 2012.

25. Robeco podaly proti tomuto rozhodnutí žalobu k rechtbank Rotterdam (Soud v Rotterdamu, Nizozemsko), který ji zamítl rozsudkem ze dne 24. prosince 2013.

26. Výše uvedený soud zamítl návrhová žádání Robeco a přijal tezi AMF. Prohlásil, že systém EFS odpovídá definici regulovaného trhu, která je uvedena v článku 1:1 Wft. Článek 5:60 Wft je použitelný na členy správní a dozorčí rady a poplatky, jež vyměřil AFM, jsou v souladu s právními předpisy.

27. Robeco se proti rozsudku vydanému v tomto stupni odvolaly ke College van beroep voor het bedrijfsleven (Odvolací soud pro správní spory v hospodářské oblasti, Nizozemsko), který má s konečnou platností rozhodnout o tom, zda systém EFS spadá do působnosti pojmu „regulovaný trh“ ve smyslu směrnice 2004/39.

28. Předkládající soud považuje za prokázané určité skutečnosti a okolnosti sporu v původním řízení, jejichž souhrn uvedu v následujících bodech.

29. Zprvce uvádí, že Euronext má povolení ke správě regulovaného trhu na základě čl. 5:26 odst. 1 Wft. Jedním ze segmentů systému Euronext je EFS, který má podobu zvláštního systému obchodování, v němž se obchoduje výlučně s podíly v otevřených investičních fondech. Fondy Robeco představují tzv. „open-end“ (otevřené) investiční společnosti, které jsou povinny provádět prostřednictvím EFS příkazy ke koupi nebo emisi podílových práv.

30. Zadruhé předkládající soud potvrzuje, že do systému EFS jsou zapojeni agenti fondů a makléři jako jeho členové. Každá investiční společnost nebo skupina investičních společností má svého vlastního agenta fondu, který jedná na účet a riziko investiční společnosti nebo skupiny investičních společností. Makléř shromažďuje nákupní a prodejní příkazy investorů a postupuje je agentovi fondu příslušné investiční společnosti.

31. A konečně předkládající soud vysvětluje, že v rámci systému EFS se uskutečňují obchody na základě Forward Pricing. Makléř může zadat příkaz agentovi fondu do 16 hodin (Cut-off-time), následně se vypočítá čistá hodnota aktiv investiční společnosti (a tím hodnota podílového práva, které má být vydáno nebo koupeno) na základě kurzů po Cut-off-time. Agent fondu provede příkaz, který mu byl zadán, následující dopoledne v 10:00 hodin na základě vypočtené čisté hodnoty aktiv s omezenou přírážkou nebo srážkou podle nákladů transakce, které vznikly investiční společnosti. Agenti fondů neuzavírají v rámci systému EFS žádné obchody mezi sebou, což platí i pro makléře. Obchody v EFS se provádí podle pravidel uvedených v EFS-Trading-Manual a v TCS-web User Guide to the EFS.

32. V rozporu s rozhodnutím přijatým soudem prvního stupně dospěl College van beroep voor het bedrijfsleven (Odvolací soud pro správní spory v hospodářské oblasti) na základě výše uvedených skutečností k závěru, že systém EFS není mnohostranný, a že tudíž nemůže být považován za regulovaný trh ve smyslu čl. 4 odst. 1 bodu 14 směrnice MiFID I.

33. Předkládající soud má za to, že bod 6 odůvodnění směrnice MiFID I rozlišuje mezi dvoustrannými systémy (režim SI) a mnohostrannými systémy obchodování, mezi něž patří regulované trhy. Rozlišujícím prvkem je to, že ve dvoustranných systémech jsou uskutečňovány obchody výlučně mezi investičním podnikem a investorem, zatímco v mnohostranných systémech je povoleno také obchodování mezi jednotlivými investory. EFS je dvoustranným systémem, neboť v něm obchoduje makléř (v zastoupení investora) a agent fondů (v zastoupení fondů), přičemž prvně jmenovaná osoba provádí transakce s posledně jmenovanou.

34. Podle názoru předkládajícího soudu z bodu 6 odůvodnění směrnice MiFID I vyplývá, že takový systém, v němž jsou uskutečňovány výlučně obchody, na které se nevztahuje ohlašovací povinnost, nemůže být považován za regulovaný trh. Ve světle čl. 5 návětí a písm. c) nařízení č. 1287/2006 by obchody uskutečňované v rámci systému EFS měly být považovány za obchody s finančními nástroji na primárních trzích, nikoli za obchody zahrnující nákup a prodej finančního nástroje. Kapitola III výše uvedeného nařízení není na tyto obchody s finančními nástroji na primárních trzích použitelná, takže ohlašovací povinnosti, které tato kapitola ukládá, neplatí pro obchody uskutečňované v rámci systému EFS. Vzhledem k tomu, že prostřednictvím EFS jsou prováděny výlučně obchody s finančními nástroji na primárních trzích, které nepodléhají ohlašovací povinnosti, nemůže být EFS považován za regulovaný trh.

35. Ve prospěch výše uvedeného konstatování hovoří podle mínění předkládajícího soudu i skutečnost, že hodnota podílů, které jsou obchodovány prostřednictvím systému EFS, se stanovuje výpočtem čisté hodnoty aktiv, který byl popsán výše. Naproti tomu cena na regulovaných trzích není tvořena tímto způsobem, nýbrž na základě nabídky a poptávky těch, kdo na nich obchodují.

36. A konečně předkládající soud dodává, že EFS není regulovaným trhem proto, že na něm nejsou možné manipulace cen a obchody s využitím důvěrných informací jsou jen těžko představitelné.

37. Za přijatelný považuje nicméně i výklad, podle něhož je EFS regulovaným trhem ve smyslu čl. 4 odst. 1 bodu 14 směrnice MIFID I. Připouští přitom, že ze znění výše uvedeného ustanovení ani bodu 6 odůvodnění této směrnice není možné přímo vyvodit, že systém obchodování, v němž se neuskutečňují výlučně obchody podléhající ohlašovací povinnosti a cena předmětu obchodování není tvořena nabídkou a poptávkou, nelze považovat za regulovaný trh. Stačí, že se jedná o trh, který funguje na základě pravidel popsaných v bodě 6 odůvodnění, a že jsou splněny znaky definice uvedené v čl. 4 odst. 1 bodě 14 směrnice MiFID I.

38. Kromě toho se předkládající soud domnívá, že systém EFS by mohl spadat do působnosti pojmu „regulovaný trh“ ve smyslu směrnice MiFID I proto, že je samostatnou obchodní platformou, kterou provozuje Euronext na základě příslušného povolení; je mnohostranným systémem, protože je na něj napojeno velké množství makléřů a agentů fondů, kteří mohou zadávat příkazy; uživatelé systému EFS mohou být ve vztahu k Euronext považováni za třetí osoby; a v rámci systému EFS se sdružují zájmy makléřů a agentů fondů na nákupu či prodeji, které vedou k uzavírání obchodů.

39. S ohledem na pochybnosti týkající se výkladu pojmu „regulovaný trh“ položil College van beroep voor het bedrijfsleven (Odvolací soud pro správní spory v hospodářské oblasti, Nizozemsko) Soudnímu dvoru následující předběžnou otázku:

„Musí být systém, kterého se účastní velký počet agentů fondů a makléřů, kteří v systému zastupují ‚open-end‘ (otevřené) investiční společnosti resp. investory při obchodech, a který ve skutečnosti jen usnadňuje těmto ‚open-end‘ (otevřeným) investičním společnostem plnění jejich povinnosti provádět pokyny investorů k nákupu a prodeji podílů, považován za regulovaný trh ve smyslu čl. 4 odst. 1 bodu 14 směrnice MiFID [I], a které znaky jsou v případě kladné odpovědi rozhodující?“

III. Analýza předběžné otázky

40. Předkládající soud si přeje, aby mu Soudní dvůr vysvětlil, zda systém obchodování s finančními nástroji, který má takové vlastnosti, jaké má systém EFS, představuje regulovaný trh ve smyslu směrnice MiFID I. Dříve, než se začnu zabývat odpovědí na tuto otázku, považuji za nutné nastínit způsob, jakým jsou systémy obchodování s finančními nástroji upraveny ve směrnici MiFID I, jakož i vývoj, kterým prošly od doby přijetí této směrnice. Zmíním se také o změnách, které k 3. lednu 2018 přinesl vstup souboru právních předpisů MiFID II v platnost, přestože nejsou *ratione temporis* použitelné na projednávaný spor.

A. Úvodní poznámky k systémům obchodování s finančními nástroji

41. Směrnice MiFID I a její prováděcí předpisy změnily do značné míry právní režim systémů obchodování s finančními nástroji¹⁰. Ve snaze posílit integraci, konkurenceschopnost a efektivitu těchto trhů v Unii byl odstraněn monopol, který v oblasti obchodování existoval v některých členských státech, v nichž působily tradiční burzy cenných papírů, a byla prosazena hospodářská soutěž mezi tradičními platformami a novými, alternativními systémy obchodování, které vznikaly díky rozvoji technologií, ale zatím nebyly upraveny žádnými právními předpisy.

42. Jak jsem již uvedl výše, cílem unijního normotvůrce bylo zvýšit transparentnost, zlepšit ochranu investorů, posílit důvěru a přiznat orgánům dohledu konkrétní pravomoci k plnění jejich úkolů¹¹.

43. Směrnice MiFID I se zabývala třemi druhy systémů obchodování s finančními nástroji, z nichž dva jsou mnohostranné (regulované trhy a MTF)¹² a jeden dvoustranný (SI). Kromě těchto systémů, které vycházejí z modelu organizovaného obchodování, stanoví právní předpisy MiFID I také možnost neorganizovaného obchodování (*over-the-counter*; dále jen „OTC“) s finančními nástroji.

44. První a nejstabilnější kategorií systémů obchodování s finančními nástroji je kategorie regulovaných trhů, která je používána v souborech právních předpisů MiFID I a II i v jiných unijních právních ustanoveních. Regulované trhy, k jejichž podrobnější analýze se ještě vrátím, představují podle definice uvedené v čl. 4 odst. 1 bodě 14 směrnice MiFID I mnohostranný systém pro obchodování s finančními nástroji, který řídí organizátor trhu a který sdružuje početné zájmy třetích osob na nákupu či prodeji v souladu s pevně stanovenými pravidly, způsobem, jenž vede k uzavírání smluv. Podobají se tradičním burzám cenných papírů a z údajů poskytnutých Evropským úřadem pro cenné papíry (dále jen „ESMA“)¹³ vyplývá, že v Unii nyní existují sto dva regulované trhy (z nichž čtyři v Nizozemsku a jedním z nich je Euronext Amsterdam).

45. Druhou kategorií, kterou představují tzv. mnohostranné systémy obchodování (MTF), zavedla směrnice MiFID I, aby jejím prostřednictvím zastřešila alternativní nástroje obchodování, které vznikly díky rozvoji technologií. Rovněž MTF představují mnohostranné systémy obchodování, které řídí organizátor trhu nebo investiční společnost na základě správního povolení a které sdružují početné zájmy třetích osob na nákupu či prodeji v souladu s pevně stanovenými pravidly, způsobem, jenž vede k uzavírání smluv. Ačkoli mají obdobný režim jako regulované trhy, liší se od nich tím, že druhy finančních nástrojů, s nimiž může být obchodováno, nepodléhají předběžné kontrole.

46. Z údajů, které poskytl ESMA¹⁴, vyplývá, že v Unii nyní existuje sto padesát MTF, z nichž vzhledem ke svému rozsahu vyčnívají takové platformy, jako je BATS Trading Ltd (Spojené království). V Nizozemsku působí dva MTF, a sice Tom MTF Derivatives Markets a Tom MTF Cash Markets.

10 – Tyto systémy obchodování „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“ (Ferrari, G. A Saguato, P., „Regulating Financial Market Infrastructures“, ECGI Working Paper č. 259/2014, červen 2014, s. 7).

11 – Ze studie financované Komisí vyplývá, že výsledkem bylo posílení hospodářské soutěže mezi jednotlivými centry obchodování s finančními nástroji, což se projevilo rozšířením nabídky provozovatelů a dostupných finančních nástrojů, z nichž si mohli investoři vybírat, a tento pokrok byl ještě urychlen rozvojem technologií. Obecně došlo ke snížení nákladů na transakce a ke zvýšení integrace, což dokládá studie, kterou zpracoval Oxera, Monitoring Prices, Costs and Volumes of Trading and Post-trading Services, 2011. Viz rovněž dokument COM(2011) 652 final, s. 2.

12 – Mnohostranné systémy mohou být také označovány výrazem „obchodní systém“, který je definován jako „systém provozovaný investičním podnikem nebo organizátorem trhu nebo ve smyslu čl. 4 odst. 1 bodů 1 a 13 směrnice 2004/39/ES jiným než systematickým internalizátorem ve smyslu čl. 4 odst. 1 bodu 7 uvedené směrnice, ve kterém se setkává nabídka finančních nástrojů a poptávka po nich tak, že výsledkem je smlouva v souladu s hlavou II nebo III uvedené směrnice“, jak stanoví čl. 2 bod 4 nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 648/2012 ze dne 4. července 2012 o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů (Úř. věst. 2012, L 201, s. 1).

13 – Viz údaje na https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_rma.

14 – Viz údaje na internetové stránce https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_mtf.

47. Třetí kategorií, kterou zavedla směrnice MiFID I, jsou tzv. „systematičtí internalizátoři“. Na rozdíl od předchozích systémů se v tomto případě nejedná o centra mnohostranného obchodování řízená třetí osobou, jež využívají investoři k nákupu a prodeji finančních nástrojů, nýbrž o systémy dvoustranného obchodování. Podle definice uvedené v čl. 4 odst. 1 bodě 7 směrnice MiFID I jde o investiční podniky, které organizovaně, často a systematicky obchodují na vlastní účet prováděním příkazů klientů. Tento systém obchodování není definován sám o sobě, nýbrž ve vztahu k subjektu, který jej provozuje.

48. Přestože SI nepotřebují správní povolení vydané vnitrostátním orgánem dohledu, jejich rozsah postačuje k tomu, aby prováděli interní párování příkazů investorů k nákupu a prodeji, a proto jsou vázáni mnoha povinnostmi týkajícími se zajištění transparentnosti. Režim SI se zřejmě není příliš zajímavý, neboť z údajů, které poskytl AEVM¹⁵, je v celé Unii v této formě registrováno pouze jedenáct podniků a žádný z nich se nenachází v Nizozemsku.

49. Jak jsem již uvedl výše, kromě možnosti nabývat finanční nástroje prostřednictvím výše popsaných systémů organizovaného obchodování zavedla směrnice MiFID I ještě čtvrtý způsob provádění příkazů týkajících se finančních nástrojů, a sice OTC. Vyplývá to z bodu 53 odůvodnění této směrnice¹⁶, podle něhož není požadováno „uplatňování pravidel transparentnosti před uskutečněním obchodu na transakce prováděné na mimoburzovních trzích (OTC), k jejichž znakům patří to, že jsou účelové a nepravidelné, provádějí je profesionální protistrany a jsou součástí obchodního vztahu, který se sám vyznačuje obchody přesahujícími standardní tržní objemy, a že se obchody uskutečňují mimo systémy obvykle užívané dotčeným podnikem pro jeho činnost systematického internalizátora“.

50. Patrně z důvodu požadavků kladených na SI (organizované, časté a systematické obchodování, které je uvedeno v čl. 21 odst. 3 nařízení č. 1287/2006), jakož i z důvodu ještě přísnějšího pojetí regulovaných trhů a MTF, vyloučila směrnice MiFID I ze své působnosti další způsoby obchodování v rámci OTC, které tvoří značný objem obchodování s finančními nástroji. Patří mezi ně tzv. *broker crossing systems*, *broker-dealer crossing networks*, *dark pools* nebo systémy elektronického obchodování¹⁷.

51. V návaznosti na finanční krizi v roce 2008 a s ohledem na rozvoj systémů obchodování¹⁸ byla ve směrnici MiFID II, která dosud nevstoupila v platnost, zachována stejná typologie systémů obchodování, která byla rozšířena o další kategorii tzv. „organizovaných obchodních systémů“ (dále jen „OTF“).

52. Definice OTF je velmi široká, neboť tento nový způsob mnohostranného obchodování má zahrnovat systémy obchodování OTC, na které se *nevztahuje* právní úprava obsažená ve směrnici MiFID I¹⁹. Od regulovaných trhů a MTF se OTF liší zejména tím, že organizátoři OTF mohou provádět příkazy s možností vlastního uvážení, která je případně vázána požadavky týkajícími se transparentnosti před uskutečněním obchodu a povinnostmi nejlepšího způsobu provedení.

15 – Viz údaje na internetové stránce https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_sys.

16 – Viz komentáře, které zpracovali Gomber, P., Pierron, A., „MiFID: Spirit and Reality of a European Financial Market Directive“, Celent Paper, listopad 2010, s. 12.

17 – Viz podrobná analýza, kterou zpracoval Onofrei, A., *La négociation des instruments financiers au regard de la directive MIF*, Larcier, Brusel 2012, s. 360 až 363.

18 – Bod 4 odůvodnění směrnice MiFID II obsahuje v tomto smyslu následující odůvodnění: „Finanční krize odhalila nedostatky ve fungování a transparentnosti finančních trhů. Vývoj finančních trhů poukázal na potřebu posílit rámec pro regulaci trhů finančních nástrojů, včetně případů obchodování na mimoburzovních trzích (OTC), s cílem zvýšit transparentnost, poskytnout lepší ochranu investorům, posílit důvěru, řešit otázku neregulovaných oblastí a zajistit, aby orgány dohledu měly patřičné pravomoci k plnění svých úkolů.“

19 – Podle definice obsažené v čl. 4 odst. 1 bodě 23 směrnice MiFID II představuje organizovaný obchodní systém (OTF) „mnohostranný systém, který není regulovaným trhem ani mnohostranným obchodním systémem a ve kterém mohou na sebe vzájemně působit zájmy více třetích stran týkající se na nákupu či prodeje dluhopisů, strukturovaných finančních produktů, povolenek na emise či derivátů tak, že výsledkem je uzavření smlouvy v souladu s hlavou II této směrnice“.

53. Z výše popsaného vývoje lze vyvodit závěr, že záměrem unijního normotvůrce je regulovat jednotlivé postupně vznikající systémy obchodování s finančními nástroji, přičemž jedinou výjimku tvoří občasné dvoustranné obchodování s těmito nástroji²⁰. Cílem tedy je, aby bylo veškeré organizované obchodování s finančními nástroji usměrněno do některého z mnohostranných nebo dvoustranných systémů upravených směrnicí MiFID II²¹. Tímto způsobem je podporována účinnější hospodářská soutěž mezi jednotlivými systémy obchodování a nehrozí přitom nebezpečí, že by provozovatelé, kteří mají v úmyslu vyhnout se kontrolám prováděným orgány dohledu, využili jiných alternativních systémů.

B. Pojem „regulovaný trh“ a jeho uplatnění na takový systém obchodování, jako je EFS

54. Předkládající soud žádá Soudní dvůr, aby určil, zda systém obchodování s finančními nástroji, který má takové vlastnosti, jako má systém EFS, odpovídá definici pojmu „regulovaný trh“ ve smyslu směrnice MiFID I. Dříve než vysvětlím svůj postoj k této otázce, rád bych uvedl tři poznámky.

55. Zprv je věcí vnitrostátního soudu, který je přímo a zcela obeznámen se způsobem, jakým funguje EFS, aby ověřil, zda tento systém splňuje podmínky k tomu, aby mohl být považován za regulovaný trh. Soudní dvůr mu samozřejmě může poskytnout určitá vodítka k výkladu směrnice MiFID I, a to tak, že v této směrnici označí podmínky, jež musí splňovat systém obchodování, má-li do této kategorie spadat. Aby byla odpověď užitečná, v rámci těchto podmínek musí být věnována zvláštní pozornost podmínkám, které jsou dotčeny v projednávané věci²².

56. Zadruhé je třeba poukázat na to, že údaje poskytnuté vnitrostátním soudem i údaje uvedené účastníky řízení během jednání zřejmě potvrzují, že EFS působí pod „ochranou“ správního povolení, jež vydal AFM společnosti Euronext, aby mohla působit jakožto regulovaný trh.

57. Nebylo však prokázáno, že by segment EFS představoval sám o sobě regulovaný trh. Není uveden v seznamu regulovaných trhů, který je součástí databáze ESMA²³, a na rozdíl od jiných obdobných systémů²⁴ ani není v tomto smyslu prezentován.

20 – Článek 1 odst. 7 směrnice MiFID II v tomto smyslu stanoví: „Všechny mnohostranné systémy s finančními nástroji se řídí buď hlavou II v případě mnohostranných obchodních systémů a organizovaných obchodních systémů, nebo hlavou III v případě regulovaných trhů. Každý investiční podnik, který organizovaně, často, systematicky a významně obchoduje na vlastní účet při provádění pokynů zákazníků mimo regulovaný trh, mnohostranný obchodní systém nebo organizovaný obchodní systém, musí vykonávat svou činnost v souladu s hlavou III nařízení (EU) č. 600/2014. Aniž jsou dotčeny články 23 a 28 nařízení (EU) č. 600/2014, musí být všechny obchody s finančními nástroji uvedené v prvním a druhém pododstavci tohoto odstavce, které nejsou uzavřeny v rámci mnohostranných systémů nebo u systematických internalizátorů, v souladu s příslušnými ustanoveními hlavy III nařízení (EU) č. 600/2014.“

21 – Jak uvádí 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. vyd., Oxford University Press, Oxford, 2014, s. 434). Viz rovněž Clause, N. J., 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, s. 285.

22 – Takový přístup uplatnil Soudní dvůr ve svých rozsudcích ze dne 3. prosince 2015, Banif Plus Bank (C-312/14, EU:C:2015:794, bod 51), a ze dne 30. května 2013, Genil 48 a Comercial Hosteleria de Grandes Vinos (C-604/11, EU:C:2013:344, bod 43).

23 – Článek 47 směrnice MiFID I, který je nadepsán „Seznam regulovaných trhů“, stanoví toto: „Každý členský stát vypracuje seznam regulovaných trhů, pro které je domovským členským státem, a předá tento seznam ostatním členským státům a Komisi. Podobné sdělení se uskuteční při každé změně tohoto seznamu. Komise seznam všech regulovaných trhů zveřejní v Úředním věstníku Evropské unie a nejméně jednou ročně jej aktualizuje. Komise seznam rovněž zveřejní na své internetové stránce a aktualizuje jej vždy, když jí členské státy sdělí změny svých seznamů.“

24 – Například ETFplus market (the open-ended collective investment undertaking (CIUs) segment) italské burzy cenných papírů. V tomto ohledu viz <http://www.borsaitaliana.it/fondi/formazione/formazione.htm>. Tento trh, na němž se obchoduje s finančními nástroji otevřených investičních fondů, je uveden v soupisu regulovaných trhů v Itálii, který vypracoval ESMA, a v této formě je také výslovně zřízen a prezentován na veřejnosti. V databázi ESMA je uveden pod názvem ELECTRONIC OPEN-END FUNDS AND ETC MARKET na internetové adrese https://registers.esma.europa.eu/publication/details?core=esma_registers_mifid_rma&docId=mifid731rma.

58. Okolnost, že systém EFS nebyl zařazen do výše uvedeného soupisu regulovaných trhů, nebrání nicméně tomu, aby měl takovou povahu. V rozsudku Nilas a další²⁵ Soudní dvůr uvedl, že samotná skutečnost, že trh není uveden na zmíněném seznamu, nepostačuje k tomu, aby bylo vyloučeno, že předmětný trh je regulovaným trhem²⁶.

59. Euronext by mohl působit současně jako organizátor regulovaného trhu Euronext Amsterdam a jako organizátor systému obchodování EFS. V rozsudku Nilas a další se připouští, že směrnice 2004/39 výslovně počítá se situacemi, kdy organizátor regulovaného trhu provozuje také jiný systém obchodování, aniž se tím tento systém stane regulovaným trhem²⁷. Soudní dvůr dále prohlásil, že k tomu, aby byl systém obchodování s finančními nástroji takto kvalifikován, musí mít povolení působit jako regulovaný trh a jeho fungování musí být v souladu s požadavky stanovenými v hlavě III směrnice MiFID I²⁸.

60. Je věcí předkládajícího soudu, aby určil na základě vlastního uvážení, zda je EFS skutečně segmentem regulovaného trhu Euronext Amsterdam, který je provozován v jeho rámci, nebo zda představuje sám o sobě odlišný systém obchodování, přestože organizátor je v obou případech týž.

61. Třetí poznámka se týká vlastností podniků, jež podaly odvolání. Fondy Robeco jsou subjekty kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP), které spadají do působnosti směrnice 2009/65/ES²⁹. Článek 1 odst. 2 této směrnice stanoví, že za SKIPCP se považují subjekty: a) jejichž výhradním předmětem činnosti je kolektivní investování kapitálu získaného od veřejnosti do převoditelných cenných papírů nebo do jiných likvidních finančních aktiv podle čl. 50 odst. 1 a které provozují svou činnost na základě zásady rozložení rizika, a b) jejichž podílové jednotky jsou na žádost podílníků přímo nebo nepřímo odkoupeny nebo vyplaceny z aktiv těchto subjektů.

62. Přesněji řečeno fondy Robeco představují veřejné a otevřené SKIPCP zřízené podle smluvního práva (podílové fondy spravované správcovskou společností) ve smyslu čl. 1 odst. 3 směrnice 2009/65. Činnost otevřených investičních fondů „spočívá ve veřejném nabývání prostředků, investování a celkové správě těchto prostředků, rozdělování rizik a výsledků plynoucích z této investice a v poskytování protihodnoty, kterou SKIPCP nabízí svým podílníkům nebo společníkům“³⁰.

63. Používáním systému EFS, který řídí společnost Euronext, získávají fondy Robeco organizovaně, často a systematicky peněžní prostředky investorů, a z tohoto důvodu by měl být EFS v zásadě považován za systém obchodování. Článek 2 bod 8 nařízení č. 1287/2006 definuje „systém obchodování“ jako „regulovaný trh, mnohostranné obchodní systémy nebo systematick[ého] internalizátor[a] vystupující jako takový, případně systém mimo rámec Společenství s podobnými funkcemi, jaké plní regulovaný trh či mnohostranné obchodní systémy“.

64. Fungování systému EFS a činnost fondů Robeco, které tento systém využívají, se tedy s ohledem na charakteristiky zmíněného systému, které jsou uvedeny v předkládacím rozhodnutí, jeví jako obchodování s finančními nástroji, které je uskutečňováno organizovaně, často a systematicky.

25 – Rozsudek ze dne 22. března 2012 (C-248/11, EU:C:2012:166, bod 54).

26 – Naopak podle čl. 1 bodu 13 směrnice Rady 93/22/EHS ze dne 10. května 1993 o investičních službách v oblasti cenných papírů (Úř. věst. 1993, L 141, s. 27; Zvl. vyd. 06/02, s. 43), která byla k 1. listopadu 2007 zrušena směrnicí MiFID I, bylo uvedeno v seznamu vypracovaném členskými státy, o němž se definice uvedená v čl. 4 odst. 1 bodě 14 směrnice MiFID I nezmiňuje, považováno za znak pojmu „regulovaný trh“.

27 – Rozsudek ze dne 22. března 2012, Nilas a další (C-248/11, EU:C:2012:166, body 44 až 46).

28 – Tamtéž, body 42 až 43.

29 – Směrnice Evropského parlamentu a Rady ze dne 13. července 2009 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP) (Úř. věst. L 302, 17.11.2009, s. 32).

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

65. Pokud je tomu skutečně tak, pak by měl systém EFS v zásadě patřit do jedné z kategorií systémů obchodování, jimiž se zabývá směrnice MiFID I, tj. do kategorie regulovaného trhu, MTF nebo SI (ledaže by se jednalo o OTC, tj. o jeden ze systémů obchodování OTC, které nespádají do žádné z výše uvedených tří kategorií a které mají podle směrnice MiFID II představovat nový druh systému obchodování).

66. Přestože otázka položená předkládajícím soudem směřuje pouze k tomu, zda je EFS regulovaným trhem, považuji za nezbytné, aby Soudní dvůr podal zmíněnému soudu vysvětlení i ke všem ostatním druhům systémů obchodování uvedeným ve směrnici MiFID I, což mu umožní posoudit, zda by mohl EFS přímo či podpůrně odpovídat některému z nich.

67. Význam této analýzy tkví v tom, že pokud by EFS nebyl regulovaným trhem, předkládající soud by mohl zřejmě uvažovat o tom, zda nepředstavuje MTF nebo SI, a také určit, zda jsou ohlašovací povinnosti, které ukládají nizozemské právní předpisy (v souvislosti s právními předpisy týkajícími se kontroly zneužívajícího jednání na trhu), použitelné i na tyto ostatní typy systémů obchodování, což by odůvodňovalo vybrání sporných poplatků, k němuž přikročil AFM.

1. Obecné podmínky kladené na regulované systémy

68. Z definice, která je součástí čl. 4 odst. 1 bodu 14 směrnice MiFID I, vyplývá, že má-li být systém obchodování s finančními nástroji považován za regulovaný trh, musí splňovat následující podmínky:

- musí jít o mnohostranný, nikoliv dvoustranný systém obchodování, který řídí organizátor trhu jednající jakožto třetí osoba nezávislá na kupujících a prodávajících,
- musí uvnitř systému sdružovat početné zájmy třetích osob na nákupu či prodeji finančních nástrojů nebo toto sdružování umožňovat,
- transakce s finančními nástroji přijatými k obchodování podle jeho pravidel nebo systémů musí vést k uzavření smlouvy,
- musí fungovat v souladu s pevně stanovenými pravidly,
- musí mít správní povolení, jež vydají vnitrostátní orgány dohledu, pokud daný systém funguje pravidelně a v souladu s hlavou III směrnice MiFID I³¹.

69. U předkládajícího soudu nebylo zpochybněno, že EFS některé z těchto podmínek splňuje, neboť konkrétně:

- EFS je řízen organizátorem trhu, kterým je společnost Euronext, a funguje jakožto systém, který se řídí pevně stanovenými pravidly (a sice pravidly vyplývajícími z Euronext Fund Service Trading Manual a následně z Trading Manual for the NAV Trading Facility).
- obchodování mezi investory a investičními fondy, které je uskutečňováno prostřednictvím EFS, vede k uzavření smluv mezi výše uvedenými investory a zmíněnými fondy, přičemž není podstatné, zda jsou tyto smlouvy uzavírány uvnitř systému nebo mimo něj,

31 – Podle čl. 36 odst. 1 prvního pododstavce směrnice MiFID I musí být povolení působit jako regulovaný trh vyhrazeno systémům, které splňují ustanovení hlavy III této směrnice. Soudní dvůr konstatoval, že vzhledem k tomu, že „k zápisu na seznam uvedený v článku 47 téže směrnice musí nutně dojít až po obdržení tohoto povolení, nemůže být logicky tento zápis podmínkou povolení,“ (rozsudek ze dne 22. března 2012, Nilas a další, C-248/11, EU:C:2012:166, bod 53).

- a konečně, od doby svého založení v roce 2007 EFS „funguje pravidelně“ v rámci regulovaného trhu Euronext Amsterdam, se společností Euronext jako organizátorem, v souladu s ustanoveními hlavy III směrnice MiFID I. Jak jsem již uvedl výše, toto hledisko musí být sice teprve ověřeno předkládajícím soudem, avšak údaje uvedené v předkládacím rozhodnutí i údaje poskytnuté většinou účastníků řízení³² zdá se potvrzují, že EFS funguje na základě správního povolení vydaného AFM, které umožňuje společnosti Euronext působit jako regulovaný trh³³.

70. Předmětem sporu jsou tudíž ostatní uložené podmínky, tj. mnohostrannost systému a možnost sdružování početných zájmů třetích osob na nákupu či prodeji finančních nástrojů přijatých k obchodování. Předkládající soud a fondy Robeco poukazují kromě toho na další znaky pojmu „regulovaný trh“, jež ze znění směrnice MiFID I nevyplývají a jimiž se rovněž budu zabývat.

2. Podmínka mnohostrannosti regulovaných trhů

71. Bod 6 odůvodnění směrnice MiFID I klade důraz na záměr unijního normotvůrce odlišit od sebe mnohostranné a dvoustranné systémy obchodování s finančními nástroji. Uvádí se v něm, že definice pojmů „regulovaný trh“ a „MTF“ „by měly vyloučit dvoustranné systémy, ve kterých investiční podnik vstupuje do každého obchodu na vlastní účet, a nikoli jako protistrana, která nenesé riziko a vstupuje mezi kupujícího a prodávajícího“.

72. Přestože mnohostranné systémy nejsou ve směrnici MiFID I definovány, domnívám se, že by mohlo být užitečné řídit se směrnicí MiFID II, která uvádí definici těchto systémů v čl. 4 odst. 1 bodě 19: „mnohostranným systémem [je] jakýkoli systém nebo zařízení, v němž na sebe mohou vzájemně působit zájmy o obchodování více třetích stran týkající se nákupu či prodeje finančních nástrojů“.

73. Ve světle obou těchto ustanovení mám za to, že systém obchodování s finančními nástroji je považován za mnohostranný, pokud v něm působí početní investoři za účelem nákupu a prodeje finančních nástrojů a pokud v něm existuje protistrana, která nenesé riziko (organizátor systému) a která vstupuje mezi výše uvedené investory, aby zajistila co nejlepší fungování daného systému.

74. Ačkoli směrnice MiFID I neobsahuje ani právní definici pojmu „dvoustranné systémy obchodování“, podle bodu 6 odůvodnění této směrnice se jedná o „systémy, ve kterých investiční podnik vstupuje do každého obchodu na vlastní účet, a nikoli jako protistrana, která nenesé riziko a vstupuje mezi kupujícího a prodávajícího“. Článek 4 odst. 1 bod 6 směrnice MiFID I upřesňuje, že „obchodování na vlastní účet“ představuje „obchodování za použití vlastního kapitálu podniku, které vede k uzavření transakcí ohledně jednoho nebo více finančních nástrojů“. Znamená to tedy, že dvoustranné systémy obchodování jsou typické tím³⁴, že obchodování s finančními nástroji v něm investoři uskutečňují přímo s investičním podnikem, který jedná na vlastní účet a nese riziko za svůj kapitál, a to bez účasti jakékoli třetí osoby.

32 – AFM oznámil, že Euronext Amsterdam N. V. zaslal předkládajícímu soudu dopis, v němž potvrdil, že EFS má postavení regulovaného trhu, a uvedl, že téhož názoru jsou i všechny orgány dohledu ve státech, v nichž Euronext řídí regulované trhy (kromě Nizozemska také Francie, Spojené království, Belgie a Portugalsko).

33 – Fondy Robeco během jednání upřesnily, že tato okolnost nastala až v roce 2012, kdy AFM začal počítat EFS mezi regulované trhy a ukládat mu sporné poplatky.

34 – Evropský výbor regulátorů trhů s cennými papíry uvedl, že účelem výrazu „mnohostranné systémy“ je vyloučit dvoustranné systémy a že posledně jmenované systémy představují „systémy, v nichž individuální subjekt vstupuje do každého obchodu přijatého do daného systému na vlastní účet, a nikoli jako protistrana, která nenesé riziko a vstupuje mezi kupujícího a prodávajícího. Naproti tomu systém, v němž působí značný počet účastníků (například tvůrců trhu) jakožto protistrany pro příkazy, které jsou do tohoto systému přijaty, je považován za mnohostranný systém“ (bod 13 dokumentu CESR, Standards for Alternative Trading Systems, CESR/02-086b, červenec 2002, (http://www.esma.europa.eu/system/files/1-02_086b.pdf)).

75. Znaky, které umožňují identifikovat mnohostrannost systému obchodování s finančními nástroji lze tedy shrnout následovně: a) účast značného počtu investorů za účelem nákupu a prodeje finančních nástrojů a b) existence protistrany, která nenese riziko (organizátor) a stojí mezi jednotlivými investory, aby zajistila řádné fungování daného systému.

76. Nyní je namístě ověřit, zda takový systém, jako je EFS, výše uvedené skutečnosti naplňuje, a to s ohledem na výhrady uvedené v bodech 55 až 67.

77. Fondy Robeco ve svém vyjádření tvrdí, že systém EFS má dvoustrannou povahu. Představuje podle jejich názoru způsob, jak usměrnit podíly do otevřených investičních fondů. Investoři se mohou rozhodnout, zda se na tyto fondy obrátí přímo nebo zda tak učiní prostřednictvím systému EFS. V posledně jmenovaném případě shromáždí makléři či prostředníci příkazy k nákupu a prodeji od svých klientů a předají je agentům investičních fondů, kteří působí v rámci EFS. Výhoda použití EFS spočívá pro investory v tom, že tento systém umožňuje přístup ke značnému počtu investičních fondů a zajišťuje účinnější předávání příkazů. Z údajů, které poskytly Robeco během jednání, vyplývá, že EFS nejčastěji využívají malí investoři, kteří mají v úmyslu získat podíly v otevřených investičních fondech, kdežto velcí investoři zpravidla obchodují přímo.

78. EFS je tedy podle jejich mínění dvoustranný systém pro předávání příkazů k nákupu a prodeji podílů v otevřených investičních fondech, v němž makléři nepůsobí mezi sebou a navazují kontakty pouze s agenty fondů. Každý agent jedná na účet svého fondu a příkazy k nákupu a prodeji podílů nepáruje, nýbrž vyrovnává. Zadány mohou být pouze příkazy k obchodování na primárním trhu.

79. Nedomnívám se nicméně, že by tyto argumenty postačovaly k tomu, aby vyvrátily závěr týkající se mnohostranné povahy systému EFS.

80. Jak zdůrazňují AFM a Komise, v rámci systému EFS působí organizátor (Euronext Amsterdam N. V.), který předává agentům fondů příkazy investorů k nákupu a prodeji, které mu předkládají makléři. V obchodních vztazích mezi jednou stranou (makléři) a druhou stranou (agenti) představuje Euronext, jakožto organizátor EFS, třetí osobu. Při řízení tohoto systému obchodování se musí řídit pevně stanovenými pravidly vycházejícími z Euronext Fund Service Trading Manual.

81. Je nepochybné, že makléři a agenti fondů mohou obchodovat dvoustrannou formou, což však nijak nebrání tomu, aby byl EFS považován za mnohostranný systém počínaje okamžikem, kdy začne třetí osoba (Euronext) působit jakožto organizátor trhu, který zajišťuje bezpečnost obchodování, transparentnost a lepší ochranu investorů. Tím se vysvětluje, proč jsou hlavními uživateli systému EFS malí investoři do otevřených investičních fondů. Velcí investoři jsou natolik obeznámeni, že si ochranu zajistí sami.

82. Činnost Euronext umožňuje fondům získávat investory snáze, než kdyby využívaly pouze dvoustranného obchodování. Založení EFS v roce 2007³⁵ bylo právě výsledkem úzké spolupráce Euronext Amsterdam s AFM a se sdružením zastupujícím nizozemské investiční fondy. Euronext tvrdil, že hlavní výhodou nového modelu pro investory je možnost obchodovat na „a clearly regulated market“³⁶.

35 – Euronext má v úmyslu rozšířit svůj systém EFS i do Francie, kde vytváří mnohostranný systém pro otevřené investiční fondy obchodující na pařížském burzovním trhu, který je označován rovněž jako Euronext Fund Services a který bude řídit Euronext Paris. Viz údaje dostupné v Euronext, Expansion of Euronext Fund Services to include open-end funds on Euronext Paris, Info-Flash, 24. července 2015.

36 – CESR, Call for Evidence on UCITS Distribution, Reply form Euronext, CESR/07-205, červen 2007, s. 2.

83. Pokud by investoři nebo jejich makléři nakupovali a prodávali podíly přímo ve vztahu k agentům otevřeného investičního fondu, mimo rámec EFS, jednalo by se o systém dvoustranného obchodování, který by měl podobu SI (pokud by bylo obchodováno nepřetržitě, často a systematicky), nebo obchodování OTC, které nespadá do působnosti směrnice MiFID I (pokud by bylo obchodováno jen občas). Nedomnívám se, že by tomu tak bylo v projednávaném případě.

84. Mnohostranná povaha systému EFS je nadto zjevná z toho, že Euronext působí v tomto systému jako organizátor, který nejedná na vlastní účet a nevystavuje svůj vlastní kapitál žádnému riziku. Euronext ani nesmí nakupovat, prodávat či párovat podíly fondů, aby si zachoval svou nezávislost a nestrannost, neboť tyto vlastnosti mu umožňují předávat AFM před uskutečněním obchodu a po něm údaje o obchodech provedených v rámci systému EFS, jak požaduje směrnice MiFID I.

3. Požadavek sdružování početných zájmů třetích osob na nákupu a prodeji na regulovaných trzích

85. Další součástí definice regulovaného trhu, která je zdrojem pochybností předkládajícího soudu, je požadavek sdružování početných zájmů třetích osob.

86. Fondy Robeco uvádějí, že v rámci EFS existují pouze dvoustranné vztahy mezi makléřem a agentem fondů, které jsou základem pro nákup či prodej podílů. Nedochozí tudíž ke vzájemným kontaktům mezi agenty fondů ani mezi makléři.

87. Ani tento argument mi nepřipadá přesvědčivý. Jak uvádí britská vláda, v systému EFS se agenti různých fondů setkávají s početnými makléři zastupujícími investory. Makléři se mohou rozhodnout, jaké obchody s agenty jednotlivých fondů uskuteční, a tito agenti mohou obchodovat s makléři nejružnějších investorů. Znamená to tedy, že dochází ke sdružování či vzájemnému působení početných zájmů třetích osob na nákupu nebo prodeji, což je typické pro regulovaný trh nebo pro jakýkoli mnohostranný systém obchodování s finančními nástroji.

88. EFS není pouhým *informačním kanálem* pro předávání příkazů. Představuje systém umožňující obchodovat s finančními nástroji (podíly v otevřených investičních fondech), který funguje v souladu s pravidly, jež určil organizátor systému, Euronext, prostřednictvím *příručky obchodování*³⁷.

89. Dvoustranné systémy obchodování (např. SI) takovouto vzájemnou interakci neumožňují. Bod 17 odůvodnění směrnice MiFID II, který můžeme použít jako vodítko pro výklad, přestože tato směrnice dosud nevstoupila v platnost, v tomto ohledu stanoví, že „[z]atímco obchodní systémy jsou mechanismy, v nichž dochází k interakci početných zájmů třetích osob na nákupu nebo prodeji v rámci systému, systematickému internalizátorovi by nemělo být povoleno sdružovat nákupní a prodejní zájmy třetích osob způsobem, který je z funkčního hlediska stejný jako obchodní systém“.

90. Je nutné vzít v potaz okolnost, že otevřený investiční fond je jedním ze SKIPCP, jejichž činnost, jak jsem již uvedl výše, spočívá ve veřejném nabývání prostředků za účelem jejich investování a celkové správy, přičemž rizika a výsledky plynoucí z této investice se rozdělují mezi příslušné podílníky, kteří mohou tímto způsobem dosáhnout zisku ze svých investic, aniž se přitom vystavují větším rizikům.

37 – Výše uvedený Euronext Investment Fund Services Trading Manual, jež později nahradil Trading Manual for the NAV Trading Facility.

91. Hlavním cílem otevřeného investičního fondu je získat kapitál od podílníků, což bylo také cílem, který sledovaly nizozemské fondy založením takového systému organizovaného obchodování, jako je EFS. Tento systém podporuje sdružování zájmů jednotlivých fondů, které jsou zastoupeny příslušnými agenty, na prodeji a nákupu, jakož i zájmů investorů hodlajících získat nebo prodat podíly v těchto fondech a zapojujících se do systému EFS prostřednictvím svých makléřů. Ve srovnání se systémy obchodování OTC nebo SI přináší EFS nespornou výhodu z hlediska podpory sdružování zájmů na koupi a prodeji v souvislosti s podíly v otevřených investičních fondech.

92. Kromě toho, přestože fondy Robeco nadále uvádějí své podíly na trh prostřednictvím dvoustranného obchodování, jak uvedl jejich obhájce během jednání, není mi jasné, jak by mohl být za dvoustranný považován i systém obchodování, v němž působí Euronext. Ve srovnání s dvoustranným obchodováním je podle mého názoru působení třetí osoby v postavení nezávislého organizátora jasnou známkou toho, že EFS je mnohostranným systémem, který má při obchodování s podíly v otevřených investičních fondech podporovat sdružování početných zájmů třetích osob na nákupu a prodeji.

4. Další možné znaky pojmu „regulovaný trh“

93. Předkládající soud a fondy Robeco upozorňují na další prvky, které jsou podle jejich názoru charakteristické pro regulované trhy. Konkrétně: a) mechanismus tvorby cen, který je používán v systému obchodování; b) primární povaha systému a c) existence či neexistence rizika zneužívajícího jednání na trhu. Domnívají se, že uplatnění těchto znaků na systém EFS potvrzuje to, že se nejedná o mnohostranný, nýbrž o dvoustranný systém obchodování s finančními nástroji.

94. Již v tomto okamžiku předesílám, že žádný z těchto prvků není uveden v definici pojmu „regulovaný trh“, která je uvedena v čl. 4 odst. 1 bodě 14 směrnice MiFID I, a to podle mého názoru ani implicitně, takže pro určení, zda taková platforma, jako je EFS, představuje regulovaný trh, nemají tyto prvky žádný význam.

95. Co se týče prvního z těchto faktorů, předkládající soud vysvětluje, že v rámci EFS se uskutečňují obchody na základě Forward Pricing, tj. na základě čisté hodnoty aktiv vypočtené na základě kurzů po Cut-off-time³⁸. Podle názoru fondů Robeco se tento způsob stanovení ceny obchodů v EFS neřídí zákonem nabídky a poptávky po finančních nástrojích, s nimiž se v tomto systému obchoduje, zatímco na regulovaném trhu platí tento zákon za všech okolností.

96. Směrnice MiFID I nicméně nestanoví, že by některý z těchto způsobů tvorby cen představoval prvek typický pro regulované trhy. Toto hledisko není tudíž relevantní pro určení toho, zda EFS představuje v souladu s touto směrnicí regulovaný trh.

97. Tento závěr potvrzují i čl. 29 odst. 2 a čl. 44 odst. 2 směrnice MiFID I, které byly provedeny článkem 18 nařízení č. 1287/2006, v němž se zavádí možnost stanovit výjimky z povinností týkajících se transparentnosti před uskutečněním obchodu, a to v případě MTF a regulovaných trhů, které používají ke stanovení cen mechanismy nesouvisející s nabídkou a poptávkou po finančních nástrojích, s nimiž se v daném systému obchoduje. Důvodem pro umožnění této výjimky je logicky okolnost, že mohou existovat regulované trhy, na nichž se ke stanovení ceny používají mechanismy jiné povahy.

98. Z údajů, jež poskytl AFM během jednání, navíc vyplývá, že při stanovení cen v rámci EFS hraje nabídka a poptávka po podílech přece jen poměrně významnou úlohu. Pokud se poptávka po podílech určitého fondu shoduje s nabídkou, agent fondu zajistí vyrovnání, zatímco pokud poptávka převyšuje nabídku, procentní podíl, jež investoři v souvislosti s těmito podíly zaplatí, bude vyšší; v opačném případě je jim poskytnuta sleva. Zvyšování nabídky či poptávky po podílech v otevřeném investičním fondu závisí na výsledcích investic, které tyto fondy uskutečnily na trzích finančních nástrojů.

38 – Viz podrobnější vysvětlení tohoto mechanismu, které je uvedeno v bodě 31 tohoto stanoviska.

99. Druhý prvek, na nějž upozorňují předkládající soud a fondy, se týká primární povahy trhu, na němž jsou emitovány a upisovány podíly v otevřených investičních fondech, avšak nedochází k sekundárnímu obchodování s těmito finančními nástroji.

100. Definice regulovaného trhu, která je uvedena ve směrnici MiFID I, nicméně žádný odkaz na tento znak neobsahuje (což platí i o definici MTF). Jak kromě toho tvrdí Komise, na regulovaném trhu může docházet jak k počátečnímu (primárnímu) zadávání finančních nástrojů, tak i k následnému sekundárnímu obchodování s těmito nástroji³⁹. Skutečnost, že emise a upisování podílů v investičních fondech nejsou předmětem následného obchodování, nebrání tudíž tomu, aby byl EFS považován za regulovaný trh.

101. Jak uvádí britská vláda, pro úplnost by mělo být poukázáno na nařízení (EU) č. 1031/2010⁴⁰, jehož předmětem jsou dražby povolenek na emise skleníkových plynů, které představují primární obchodování s finančním nástrojem. Článek 35 odst. 1 tohoto nařízení stanoví, že „[d]ražby se konají pouze na dražební platformě, které příslušné vnitrostátní orgány uvedené v odst. 4 na druhém pododstavci vydaly povolení jakožto regulovanému trhu podle odstavce 5.“ Toto ustanovení tedy výslovně připouští, že na trhu regulovaném v souladu s podmínkami stanovenými směrnicí MiFID I mohou být uskutečňovány obchody, které jsou typické pro primární trhy.

102. A konečně, z tvrzení, jež uvádějí fondy Robeco a jež opakuje i předkládající soud, vyplývá, že v systému EFS neexistuje téměř žádné riziko zneužívajícího jednání na trhu, což znamená, že pokud by byl tento systém považován za regulovaný trh (což by vedlo k uložení povinnosti poskytovat informace o činnosti správců investičních fondů), ochrana investorů by se tím nijak nezměnila.

103. Ani tento argument však podle mého názoru nelze přijmout. Zaprvé, větší či menší možnost, že by mohlo docházet k manipulaci trhu, není uvedena mezi znaky obsaženými v definici regulovaného trhu, která je součástí směrnice MiFID I. Na druhou stranu AFM zpochybnil (podle mého názoru oprávněně) tvrzení Robeco tím, že v rámci takových systémů, jako je EFS, může docházet ke zneužívání trhu i ke zneužívání informací v obchodním styku.

104. AFM konkrétně poskytl příklady takového protiprávního jednání, k němuž došlo během obchodování s podíly v investičních fondech. Pokud dojde k odchodu významného správce investičního fondu, mohou existovat důvěrné informace a mohou vést ke zneužívajícímu jednání na trhu, které má dopad na hodnotu podílů⁴¹, což může nastat i v souvislosti s přijímáním takových rozhodnutí, jako je přeměna otevřeného investičního fondu v uzavřené SKIPCP.

105. Článek 9 směrnice 2003/6, která je *ratione temporis* použitelná na spor v původním řízení, uložil povinnost poskytovat informace o správcích společností pouze v souvislosti s finančními nástroji přijatými k obchodování na regulovaných trzích, neboť se jednalo o jediný typ systému organizovaného obchodování, který v okamžiku přijetí této směrnice existoval. Jak jsem již vysvětlil výše, směrnice MiFID I zavedla následně MTF a směrnice MiFID II počítá s vytvořením OTF jakožto nových mnohostranných systémů organizovaného obchodování. Ze systematického výkladu těchto právních předpisů lze vyvodit závěr, že povinnosti poskytovat orgánům dohledu informace s cílem zabránit

39 – Jak uvádí Moloney, pojem regulovaného trhu „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. vyd., Oxford University Press, Oxford, 2014, s. 463).

40 – Nařízení Komise ze dne 12. listopadu 2010 o harmonogramu, správě a jiných aspektech dražeb povolenek na emise skleníkových plynů v souladu se směrnicí Evropského parlamentu a Rady 2003/87/ES o vytvoření systému pro obchodování s povolenkami na emise skleníkových plynů ve Společenství (Uř. věst. 2010, L 302, s. 1).

41 – Odchod správce fondů Pimco, k němuž došlo v září 2014, vedl ke stažení 3 700 milionů eur (<https://www.ft.com/content/56aa4284-4fc1-11e4-a0a4-00144feab7de>). Významný dopad měl rovněž přechod správce Ignis Asset Management do Old Mutual Global Investors na konci roku 2014, jakož i odchod správce fondů Bestinver Asset Management (<http://www.expansion.com/2014/09/23/mercados/fondos/1411459605.html>).

protiprávnímu jednání spočívajícímu ve zneužití důvěrných informací (článek 6 směrnice 2003/6) náleží také organizátorům nových systémů organizovaného obchodování s finančními nástroji obsažených v ustanoveních unijního práva přijatých po roce 2003. Tento výklad v plném rozsahu potvrdilo nové nařízení (EU) č. 596/2014⁴².

106. Výklad, který navrhuji a podle něhož musí být systém obchodování, který má takové vlastnosti jako EFS, považován za regulovaný trh ve smyslu směrnice MiFID I, je v souladu s cílem sledovaným posledně jmenovanou směrnicí.

107. Cílem souboru právních předpisů MiFID I, který posléze potvrdil i soubor MiFID II, totiž je, aby byly jednotlivé postupně vznikající systémy obchodování regulovány a kontrolovány, přičemž jedinou výjimku tvoří občasné dvoustranné obchodování s finančními nástroji⁴³. Veškeré typy organizovaného obchodování musí tedy patřit do některého z mnohostranných nebo dvoustranných systémů, které jsou uvedeny v právních předpisech MiFID I a počínaje 3. lednem 2018 v právních předpisech MiFID II⁴⁴. Tímto způsobem je podporována účinnější hospodářská soutěž mezi jednotlivými systémy obchodování, aniž přitom hrozí nebezpečí, že by provozovatelé, kteří mají v úmyslu vyhnout se kontrolám prováděným orgány dohledu, využili systémů obchodování OTC. Pokud by byl pojem „regulovaný trh“, který je stanoven ve směrnici MiFID I, vykládán v tom smyslu, že se nevztahuje na takové systémy obchodování, jako je systém EFS, v němž ve vzájemné interakci působí investoři a otevřené investiční fondy, cíle sledované v této oblasti unijním normotvůrcem by byly zbaveny své podstaty.

IV. Závěry

108. S ohledem na výše uvedené navrhuji Soudnímu dvoru, aby na předběžnou otázku College van beroep voor het bedrijfsleven (Odvolací soud pro správní spory v hospodářské oblasti, Nizozemsko) odpověděl následovně:

„Organizovaný systém obchodování s finančními nástroji, který má mnohostrannou povahu a v němž ve vzájemné interakci působí zájmy investorů, kteří jsou zastoupeni makléři, na prodeji a nákupu, a zájmy otevřených investičních fondů zastoupených svými agenty, pod dohledem nezávislého organizátora, musí být považován za regulovaný trh ve smyslu čl. 4 odst. 1 bodu 14 směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS.“

42 – Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014 ze dne 16. dubna 2014 o zneužívání trhu (nařízení o zneužívání trhu) a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES a směrnic Komise 2003/124/ES, 2003/125/ES a 2004/72/ES (Úř. věst. 2014, L 173, s. 1). Bod 8 odůvodnění tohoto nařízení zní doslova takto: „Oblast působnosti směrnice 2003/6/ES se zaměřila na finanční nástroje, které byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu nebo pro něž byla podána žádost o přijetí k obchodování na těchto trzích. V posledních letech se nicméně stále více finančních nástrojů obchodovalo v mnohostranných obchodních systémech. Existují i finanční nástroje, které se obchodují pouze na jiných typech organizovaných obchodních systémů nebo formou OTC. Působnost tohoto nařízení by proto měla zahrnovat všechny finanční nástroje obchodované na regulovaném trhu v mnohostranných obchodních systémech nebo a na jakémkoliv jiné jednání nebo činnosti, které mohou mít vliv na takové finanční nástroje, bez ohledu na to, zda probíhají v obchodním systému či nikoli. [...] To by mělo zlepšit ochranu investorů, zachovat integritu trhů a zajistit, aby byla zneužívání trhu s těmito nástroji jednoznačně zakázána.“

43 – Článek 1 odst. 7 směrnice MiFID II v tomto ohledu stanoví: „Všechny mnohostranné systémy s finančními nástroji se řídí buď hlavou II v případě mnohostranných obchodních systémů a organizovaných obchodních systémů, nebo hlavou III v případě regulovaných trhů. Každý investiční podnik, který organizovaně, často, systematicky a významně obchoduje na vlastní účet při provádění pokynů zákazníků mimo regulovaný trh, mnohostranný obchodní systém nebo organizovaný obchodní systém, musí vykonávat svou činnost v souladu s hlavou III nařízení (EU) č. 600/2014. Aniž jsou dotčeny články 23 a 28 nařízení (EU) č. 600/2014, musí být všechny obchody s finančními nástroji uvedené v prvním a druhém pododstavci tohoto odstavce, které nejsou uzavřeny v rámci mnohostranných systémů nebo u systematických internalizátorů, v souladu s příslušnými ustanoveními hlavy III nařízení (EU) č. 600/2014“.

44 – Clause, N. J., 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, s. 285.