



Samling af Afgørelser

FORSLAG TIL AFGØRELSE FRA GENERALADVOKAT
M. CAMPOS SÁNCHEZ-BORDONA
fremsat den 26. april 2017¹

Sag 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**

mod

Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM)

(anmodning om præjudiciel afgørelse indgivet af College van beroep voor het bedrijfsleven (appeldomstol i sager om handel og industri, Nederlandene))

»Markeder for finansielle instrumenter – multilaterale handelsfaciliteter – begrebet »reguleret marked« – forvalter af investeringsfonde – åbne investeringsfonde – markedsmisbrug og insiderhandel«

1. Handelssystemerne for finansielle instrumenter har i de seneste år gennemgået en rivende udvikling som følge af diversificeringen af de finansielle produkter, der markedsføres.
2. Behovet for at kunne tilbyde investorerne en passende beskyttelse, mindske risikoen og øge det offentlige tilsyn med disse markeds funktion med henblik på at sikre finansiell stabilitet har krævet en gradvis tilpasning af handelssystemerne. De traditionelle fondsbørser er blevet suppleret af nye såvel multilaterale som bilaterale handelspladser, som gør det muligt at handle med alle former for finansielle instrumenter, fra de mest simple til de mest avancerede.
3. EU-lovgiver har involveret sig helt og holdent i reguleringen af denne branche. Til dette formål, og ved anvendelse af en til tider vanskeligt forståelig terminologi, har EU-lovgiver defineret »regulerede markeder«, »multilaterale finansieringsordninger«, »organiserede handelsfaciliteter« og »selskaber, der systematisk internaliserer«, som begreber med selvstændige profiler.

¹ – Originalsprog: spansk.

4. Den foreliggende sag giver Domstolen anledning til at udbygge sin praksis, som endnu kun er ved at tage form for så vidt angår kendetegnene ved handelssystemerne og i særdeleshed de regulerede markeder. Den forelæggende ret ønsker oplyst, hvorvidt et system benævnt Euronext Fund Service (herefter »EFS«), som forvaltes af Euronext Amsterdam N.V.², udgør et reguleret marked, når det tages i betragtning, at der på dette marked alene foregår handel mellem investorer og åbne investeringsfonde.

I. Retsforskrifter

A. EU-retten

5. De for tvisten mest relevante bestemmelser skal findes i direktiv 2004/39/EF³ (også benævnt »MiFID I-direktivet«) og i dets primære gennemførelsesbestemmelser, nemlig direktiv 2006/73/EF⁴ og forordning (EF) nr. 1287/2006⁵ (herefter »MiFID I-bestemmelserne« eller »MiFID I-regelsættet«). Det er ligeledes nødvendigt at tage direktiv 2003/6/EF i betragtning⁶.

6. Regelsættet bestående af MiFID I-direktivet og dets gennemførelsesbestemmelser har lidt under virkningerne af finanskrisen i 2008, som afslørede visse svagheder i de finansielle markeders funktion og gennemsigtighed. Endvidere har den teknologiske udvikling nødvendiggjort en styrkelse af lovgivningen, navnlig for så vidt angår handelssystemerne, med henblik på at øge gennemsigtigheden, forbedre beskyttelsen af investorerne, styrke tilliden, behandle hidtil uregulerede områder og sikre, at de tilsynsførende tillægges passende beføjelser til at udføre deres opgaver.

7. Som følge heraf vil MiFID I-regelsættet, der trådte i kraft i 2007, den 3. januar 2018 blive erstattet af det såkaldte MiFID II, som i det væsentlige vil bestå af direktiv 2014/65/EU⁷ (herefter »MiFID II-direktivet«) og forordning (EU) nr. 600/2014⁸. Om end MiFID II-direktivet endnu ikke er trådt i kraft og af logiske årsager ikke finder anvendelse i hovedsagen, indeholder det imidlertid nogle nyttige redskaber til brug ved fortolkningen af MiFID I-bestemmelserne.

1. *Direktiv 2004/39*

8. MiFID I-direktivet bestemmer i artikel 1, stk. 1, at det »finder anvendelse på investeringselskaber og regulerede markeder«.

2 – Euronext Amsterdam N.V. profilerer sig som efterfølger af den historiske fondsbørs i Amsterdam og drives som et reguleret marked.

3 – Europa-Parlamentets og Rådets direktiv af 21.4.2004 om markeder for finansielle instrumenter, om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF, og 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 93/22/EØF (EUT 2004, L 145, s. 1).

4 – Kommissionens direktiv af 10.8.2006 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF for så vidt angår de organisatoriske krav til og betingelserne for drift af investeringselskaber samt definitioner af begreber med henblik på nævnte direktiv (EUT 2006, L 241, s. 26).

5 – Kommissionens forordning af 10.8.2006 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF for så vidt angår registreringsforpligtelser for investeringselskaber, indberetning af transaktioner, markedsgennemsigtighed, optagelse af finansielle instrumenter til handel samt definitioner af begreber med henblik på nævnte direktiv (EUT 2006, L 241, s. 1).

6 – Europa-Parlamentets og Rådets direktiv af 28.1.2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmissbrug) (EUT 2003, L 96, s. 16).

7 – Europa-Parlamentets og Rådets direktiv af 15.5.2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU (EUT 2014, L 173, s. 349).

8 – Europa-Parlamentets og Rådets forordning af 15.5.2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 (EUT 2014, L 173, s. 84).

9. 2., 5., 6., 44. og 49. betragtning til direktivet har følgende ordlyd:

»(2) [Det er] nødvendigt at fastsætte bestemmelser, der sikrer den grad af harmonisering, der er nødvendig for at give investorer en udstrakt beskyttelse og gøre det muligt for investeringselskaber at levere tjenesteydelser i hele Fællesskabet, der er et indre marked, på grundlag af hjemlandstilsyn. [...]

[...]

(5) Det er nødvendigt at anerkende, at der er opstået en ny generation af organiserede handelssystemer ved siden af de regulerede markeder, som bør underlægges forpligtelser, som kan medvirke til at bevare effektive og velfungerende finansielle markeder. [...]

[...]

(6) Der bør fastlægges definitioner af et reguleret marked og en MHF [⁹], der er nøje afstemte, således at de afspejler, at begreberne repræsenterer den samme funktion (organiseret handel). Definitionerne bør ikke omfatte bilaterale systemer, hvor investeringselskabet gennemfører hver handel for egen regning og ikke som en risikofri modpart, der skydes ind mellem køber og sælger. Udtrykket »system« omfatter såvel alle markeder, der består i kraft af både et regelsæt og en handelsplads, som markeder, der udelukkende fungerer på grundlag af et regelsæt. Regulerede markeder og MHF'er er ikke tvunget til at have et »teknisk« system til matchning af ordrer. Et marked, som udelukkende består i kraft af et regelsæt for forhold i forbindelse med medlemskab, optagelse af instrumenter til handel, handel mellem medlemmer, indberetning og, hvis relevant, gennemsigtighedsforpligtelser er i dette direktivs forstand et reguleret marked eller en MHF, og transaktioner, der gennemføres i henhold til disse regler, anses for at være gennemført i henhold til et reguleret markeds eller en MHF's system. Udtrykket »købs- og salgsinteresser« skal opfattes bredt og omfatter ordrer, prisstillelser og interessemarkeringer. Ved kravet om, at interesserne skal sammenbringes inden for systemet og efter faste regler opstillet af systemets operatør, forstås, at interesserne sammenbringes efter systemets regler eller ved brug af systemets protokoller eller interne driftsprocedurer (inklusive de procedurer, der er indarbejdet i computersoftware). Ved »faste regler« forstås, at reglerne ikke overlader det investeringselskab, der driver en MHF, noget skøn med hensyn til, hvorledes interesserne kan matches. Definitionerne kræver, at interesserne sammenbringes på en sådan måde, at det fører til en kontrakt, hvilket indebærer, at udførelsen skal foregå efter systemets regler eller ved brug af systemets protokoller eller interne driftsprocedurer.

[...]

(44) Med det dobbelte formål at beskytte investorerne og sørge for, at værdipapirmarkedene fungerer efter hensigten, skal det sikres, at der er gennemsigtighed i forbindelse med transaktionerne, og at de regler, der i dette direktiv er fastsat i dette øjemed, finder anvendelse på investeringselskaber, når de opererer på markedet. For at gøre det muligt for investorer og markedsdeltagere til enhver tid at vurdere vilkårene for en påtænkt aktiehandel og senere kontrollere de betingelser, hvorunder handelen blev gennemført, bør der fastsættes fælles regler for offentliggørelse af oplysninger om gennemførte aktiehandel og for videregivelse af nærmere oplysninger om aktuelle muligheder for at handle aktier. Reglerne er nødvendige for at sikre en effektiv integrering af medlemsstaternes aktiemarkeder, effektivisere den overordnede kursdannelsesproces for aktier og fremme en effektiv anvendelse af bestemmelserne om »best execution«. Dette kræver omfattende gennemsigtighedsregler, der gælder for alle aktiehandel, uanset om disse gennemføres bilateralt af et investeringselskab eller over regulerede markeder

9 – Akronymet MHF anvendes i direktiv 2004/39 som forkortelse for »multilateral handelsfacilitet«.

eller MHF'er. Investeringselskabers forpligtelser i henhold til dette direktiv til at stille en købs- og salgspris og udføre en ordre til den stillede pris løser ikke disse selskaber fra forpligtelsen til at videresende en ordre til et andet handelssystem, når en sådan internalisering kunne hindre selskabet i at opfylde »best execution«-forpligtelserne.

[...]

- (49) Tilladelsen til at drive et reguleret marked bør omfatte alle aktiviteter, som har direkte forbindelse med offentliggørelse, behandling, udførelse, bekræftelse og indberetning af ordrer fra det tidspunkt, hvor ordrene modtages af det regulerede marked, til det tidspunkt, hvor de formidles med henblik på endelig afvikling, og alle aktiviteter med relation til finansielle instrumenters optagelse til handel. Tilladelsen bør tillige omfatte transaktioner, som gennem prisstillere, der er udpeget af det regulerede marked, gennemføres i henhold til det regulerede markeds systemer og i overensstemmelse med dette systems regler. Ikke alle transaktioner, der indgås af medlemmer eller deltagere på det regulerede marked eller i den regulerede MHF, anses for at være indgået inden for det regulerede markeds eller den regulerede MHF's systemer. Transaktioner, som medlemmer eller deltagere indgår på bilateral basis, og som ikke opfylder alle de forpligtelser, der gælder for et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet (MHF) i henhold til dette direktiv, bør anses som transaktioner, der indgås uden for et reguleret marked eller en MHF, ved anvendelsen af definitionen på et selskab, der systematisk internaliserer (systematic internaliser). I sådanne tilfælde bør investeringselskaber forpligtes til at offentliggøre bindende prisstillelser, hvis betingelserne i dette direktiv er opfyldt.«

10. Artikel 4, stk. 1, nr. 7), 13), 14) og 15), indeholder følger definitioner:

»7) »selskab, der systematisk internaliserer (systematic internaliser)«: investeringselskab, som på organiseret, hyppigt og systematisk grundlag handler for egen regning ved at udføre kundeordrer uden for et reguleret marked eller en MHF

[...]

13) »markedsoperatør«: en eller flere personer, hvis virksomhed består i at forvalte og/eller drive et reguleret markeds forretninger[; m]arkedsoperatøren kan være selve det regulerede marked

14) »reguleret marked«: et multilateralt system, der drives og/eller forvaltes af en markedsoperatør, som – inden for systemet og under iagttagelse af dets ufravigelige regler – sætter forskellige tredjeparters interesse i køb og salg af finansielle instrumenter i forbindelse med hinanden eller befordrer dette på en sådan måde, at der indgås en aftale om finansielle instrumenter, der er optaget til handel efter dette markeds regler og/eller systemer, og som har opnået tilladelse og fungerer efter forskrifterne samt bestemmelserne i afsnit III.

15) »multilateral handelsfacilitet (MHF)«: et multilateralt system drevet af et investeringselskab eller en markedsoperatør, der – inden for systemet og efter ufravigelige regler – sætter forskellige tredjeparters interesse i køb og salg af finansielle instrumenter i forbindelse med hinanden på en sådan måde, at der indgås en aftale efter bestemmelserne i afsnit II.«

2. Forordning nr. 1287/2006

11. I artikel 2, nr. 8), defineres »handelssystem« som »et reguleret marked, en MHF eller et selskab, som systematisk internaliserer – i sidstnævnte tilfælde, som handler i denne egenskab – og i givet fald et system uden for Fællesskabet med tilsvarende funktioner som et reguleret marked eller en MHF«.

12. Det præciseres i forordningens artikel 5:

»I denne forordning forstås ved en henvisning til en transaktion en henvisning udelukkende til køb og salg af et finansielt instrument. Med henblik på denne forordning bortset fra kapitel II omfatter køb og salg af et finansielt instrument ikke følgende:

[...]

- c) primærmarkedstransaktioner (såsom udstedelse, tildeling eller tegning) i finansielle instrumenter, der er omfattet af artikel 4, stk. 1, nr. 18), litra a) og b), i direktiv 2004/39/EF.«

13. I artikel 21, stk. 1, opstilles kriterier til bestemmelse af, om et investeringsselskab systematisk internaliserer:

»Et investeringsselskab, der handler for egen regning ved udførelse af kundeordrer uden for et reguleret marked eller en MHF, betragtes som et selskab, der systematisk internaliserer, hvis det opfylder følgende betingelser, der angiver, at det udfører denne aktivitet organiseret, hyppigt og systematisk:

- a) Aktiviteten spiller en væsentlig kommerciel rolle for selskabet og udføres i overensstemmelse med faste regler og procedurer.
- b) Aktiviteten udføres af personale eller ved hjælp af et automatiseret teknisk system, der specielt anvendes til dette formål, uanset om personalet eller systemet udelukkende anvendes til dette formål.
- c) Aktiviteten står jævnlige og løbende til kundernes disposition.«

3. Direktiv 2003/6

14. Ifølge direktivets artikel 1, nr. 1), forstås ved:

»»intern viden«: specifik viden, som ikke er blevet offentliggjort, som direkte eller indirekte vedrører en eller flere udstedere af finansielle instrumenter eller et eller flere finansielle instrumenter, og som, hvis den blev offentliggjort, mærkbart ville kunne påvirke kursen på disse finansielle instrumenter eller på de afledte finansielle instrumenter«.

15. Det bestemmes i artikel 6, stk. 4:

»Personer med overordnet ansvar i et selskab, der udsteder finansielle instrumenter, og eventuelle personer, der er tæt knyttet til førstnævnte, skal som et minimum underrette den kompetente myndighed om transaktioner, som de udfører for egen regning, og som vedrører finansielle instrumenter fra den pågældende udsteder, eller om afledte eller andre finansielle instrumenter, som er forbundet hermed. Medlemsstaterne påser, at offentligheden hurtigst muligt får let adgang til oplysninger om disse transaktioner, i det mindste på et individuelt grundlag.«

B. National ret

16. I artikel 1:1 i Wet op het financieel toezicht (lov om finansielt tilsyn, herefter »Wft«) defineres begrebet »reguleret marked« som følger:

»et multilateralt system, der – inden for systemet og under iagttagelse af dettes ufravigelige regler – sætter forskellige tredjeparters interesse i køb og salg af finansielle instrumenter i forbindelse med hinanden eller befordrer dette på en sådan måde, at der indgås en aftale om finansielle instrumenter, der er optaget til handel efter dette markeds regler og/eller systemer, og som har opnået tilladelse og fungerer efter forskrifterne om meddelelse af tilladelser og varigt tilsyn«.

17. I henhold til artikel 5:60, stk. 1, litra a), er

- enhver, der leder den daglige drift eller er medbestemmende ved den daglige drift af en i Nederlandene emitterende virksomhed, der har udstedt eller har til hensigt at udstede finansielle instrumenter i overensstemmelse med artikel 5:56, stk. 1, litra a) [dvs. finansielle instrumenter, der er optaget til handel på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet]
- eller enhver, på hvis forslag der er formidlet en købsaftale om et finansielt instrument som omhandlet i det pågældende litra, som ikke er et værdipapir
- eller som foreslår en købsaftale om et finansielt instrument som omhandlet i det pågældende litra, som ikke er et værdipapir,

forpligtet til inden fem arbejdsdage efter transaktionens dato at give indberetning om for egen regning gennemførte eller for andre formidlede transaktioner i andele, der vedrører en emitterende institution som omhandlet i henholdsvis litra a), b) og c) (i artikel 5:60, stk. 1) eller i finansielle instrumenter, hvis værdi medbestemmes af værdien af disse andele.

18. I henhold til artikel 5:56, stk. 1, litra a), er det forbudt for enhver, der er omfattet af ovennævnte bestemmelse, at gøre brug af insiderviden i forbindelse med gennemførelsen af en transaktion i eller fra Nederlandene eller fra en anden medlemsstat vedrørende finansielle instrumenter, der er optaget til handel på et reguleret marked, for hvilket der er meddelt en tilladelse som omhandlet i artikel 5:26, stk. 1, eller en multilateral handelsfacilitet, for hvilken investeringsselskabet har fået meddelt en tilladelse som omhandlet i artikel 2:96, eller for hvilken der er ansøgt om tilladelse til handel.

19. I henhold til artikel 1:40, stk. 1, skal tilsynsmyndigheden fakturere de med tilsynet forbundne udgifter til de virksomheder, som er genstand for tilsynet, for så vidt som disse udgifter ikke skal afholdes over det offentlige budget.

20. I henhold til artikel 5, artikel 6 og artikel 8, stk. 1, punkt i), nr. 4), i Besluit bekostiging financieel toezicht (bekendtgørelse om finansiering af tilsyn med de finansielle markeder) har Stichting Autoriteit Financiële Markten (tilsynsmyndighed for de finansielle markeder, Nederlandene, herefter »AFM«) kompetence til at pålægge emitterende institutioner i henhold til Wft's artikel 5:60, stk. 1, litra a), afgifter.

II. Tvisten i hovedsagen og det præjudicielle spørgsmål

21. Tvisten i hovedsagen er mellem AFM over for Robeco Hollands Bezit N.V. og yderligere 11 selskaber (åbne institutter for kollektiv investering i værdipapirer eller åbne investeringsfonde, herefter »Robeco« eller »Robeco-fondene«), som har anfægtet nogle afgiftsopkrævninger fra den pågældende myndighed.

22. Tvistens genstand er nærmere bestemt de af AFM truffne afgørelser af 30. oktober 2009, 31. december 2010, 30. september 2011 og 28. september 2012 (herefter »de første afgørelser«). AFM pålagde ved disse afgørelser Robeco-fondene afgifter for regnskabsårene 2009, 2010, 2011 og 2012 svarende til beløb på henholdsvis 110 EUR, 350 EUR, 630 EUR og 180 EUR, i henhold til Wft's artikel 1:40 og artikel 5:60, stk. 1, litra a), og Besluit bekostiging financieel toezicht (bekendtgørelse om finansiering af tilsyn med de finansielle markeder).

23. Ifølge AFM indtrådte disse afgifter som følge af de af den nævnte myndighed udførte tilsynsopgaver vedrørende Robeco-fondene i forbindelse med gennemførelsen af direktiv 2003/6, som blev indarbejdet i Nederlandenes lovgivning ved Wft, hvorefter udstedere af finansielle instrumenter, der er optaget til handel på regulerede markeder, har pligt til at foretage indberetning af deres forvalteres aktiviteter.

24. Ved afgørelse af 13. december 2012 afslog AFM de af Robeco indgivne klager.

25. Robeco anlagde søgsmål til prøvelse af denne afgørelse ved rechtbank Rotterdam (retten i første instans i Rotterdam, Nederlandene), som frifandt AFM ved dom af 24. december 2013.

26. Retten afviste Robecos påstand og tiltrådte AMF's synspunkter. Den fastslog, at EFS var i overensstemmelse med definitionen af regulerede markeder i Wft's artikel 1:1. Wft's artikel 5:60 fandt anvendelse på direktions- og bestyrelsesmedlemmer, og de af AFM afgifter var opkrævet i overensstemmelse med loven.

27. Robeco appellerede dommen i første instans til College van beroep voor het bedrijfsleven (appeldomstol i sager om handel og industri, Nederlandene), som skal tage endelig stilling til, om EFS kan henføres under begrebet »reguleret marked« i direktiv 2004/39.

28. Den forelæggende ret har lagt flere forskellige faktiske forhold og omstændigheder til grund i hovedsagen, hvilket jeg kort vil redegøre for i det følgende.

29. Den har for det første bemærket, at Euronext har en tilladelse til at drive et reguleret marked i henhold til Wft's artikel 5:26, stk. 1. Et segment af Euronext er EFS, der er opbygget som et særligt handelssystem, i hvilket der udelukkende handles med andele i »open end«-investeringsfonde. Robeco-fondene er »open end«-investeringsfonde (med variabel kapital), og de skal udføre ordrer om køb eller udstedelse af deltagerbeviser gennem EFS.

30. For det andet har den forelæggende ret bekræftet, at fund agents og mæglere er tilknyttet EFS som medlemmer. Hver investeringsfond eller hver gruppe af investeringsfonde har sin egen agent, der handler for investeringsfondens eller gruppen af investeringsfondes regning og risiko. En mægler indsamler købs- og salgsordrer fra investorerne og videregiver dem til den pågældende investeringsfonds agent.

31. Endelig har den forelæggende ret forklaret, at transaktionerne inden for EFS sker ved hjælp af forward pricing. En mægler kan placere en ordre hos en agent indtil kl. 16:00 (cut-off time), hvorefter investeringsfondenes nettoaktivværdi (og således værdien af den deltagerret, der skal udstedes eller købes) beregnes på grundlag af de kurser, der ligger efter cut-off time. Agenten udfører den hos ham placerede ordre inden kl. 10:00 den følgende morgen på grundlag af den beregnede nettoaktivværdi med et begrænset tillæg eller fradrag for de transaktionsomkostninger, som investeringsfonden vil få. Hverken fund agents eller mæglere gennemfører transaktioner indbyrdes inden for EFS. Transaktionerne inden for EFS sker i henhold til reglerne i EFS Trading Manual og TCS-web User Guide to the EFS.

32. På baggrund af det ovenstående hælder College van beroep voor het bedrijfsleven (appeldomstol i sager om handel og industri) – i modsætning til, hvad retten i første instans fastslog – til den opfattelse, at EFS ikke er et multilateralt system, og at det derfor ikke kan anses for et reguleret marked som omhandlet i artikel 4, stk. 1, nr. 14), i MiFID I-direktivet.

33. Efter dens opfattelse foretages der i sjette betragtning til MiFID I-direktivet en sondring mellem de bilaterale systemer (ordningen med selskaber, der systematisk internaliserer) og de multilaterale handelsfaciliteter, som de regulerede markeder henhører under. Forskellen består i, at der i de bilaterale systemer udelukkende foretages transaktioner mellem investeringsselskabet og investoren, mens der i de multilaterale systemer ligeledes kan forekomme transaktioner mellem investorerne indbyrdes. EFS er et bilateralt system, fordi der her optræder en mægler (på vegne af investoren) og en fund agent (på vegne af fondene), idet den førstnævnte udfører transaktioner med den sidstnævnte.

34. Ifølge den forelæggende ret fremgår det af sjette betragtning til MiFID I-direktivet, at et system, hvor der alene gennemføres transaktioner, som ikke er underlagt indberetningspligt, ikke kan kvalificeres som et reguleret marked. I henhold til artikel 5, litra c), i forordning nr. 1287/2006, udgør transaktioner inden for EFS primærmarkedstransaktioner og ikke transaktioner, der omfatter køb og salg af et finansielt instrument. Forordningens kapitel III finder ikke anvendelse på disse primærmarkedstransaktioner, hvorfor den deri fastsatte indberetningspligt ikke er gældende for transaktioner inden for EFS. Da der via EFS udelukkende gennemføres primærmarkedstransaktioner, der således ikke er indberetningspligtige, kan EFS ikke anses for et reguleret marked.

35. Denne antagelse bestyrkes ifølge den forelæggende ret af, at værdien af de deltagerrettigheder, der handles via EFS, fastsættes ved beregning af deres nettoaktivværdi, således som der tidligere er redegjort for. På et reguleret marked fastsættes prisen ikke på denne måde, men derimod på grundlag af udbud og efterspørgsel fra deltagerne på dette marked.

36. Endelig har den forelæggende ret anført, at EFS ikke er et reguleret marked, fordi der ikke er mulighed for at manipulere med priserne, og fordi insiderhandel er vanskelig at forestille sig.

37. Ikke desto mindre kan det efter den forelæggende rets opfattelse ligeledes forsvares at kvalificere EFS som et reguleret marked i den forstand, hvori udtrykket er anvendt i MiFID I-direktivets artikel 4, stk. 1, nr. 14). Retten har medgivet, at det hverken af denne bestemmelses ordlyd eller af sjette betragtning til direktivet direkte kan udledes, at en handelsplads, hvor der ikke udelukkende gennemføres indberetningspligtige transaktioner, og hvor prisen på handlerne ikke fastsættes på grundlag af udbud og efterspørgsel, ikke kan kategoriseres som et reguleret marked. Det er tilstrækkeligt, at der er tale om et marked, der består i kraft af et regelsæt som anført i sjette betragtning, og at kriterierne i definitionen i MiFID I-direktivets artikel 4, stk. 1, nr. 14), er til stede.

38. Endvidere kan EFS efter den forelæggende rets opfattelse henføres under begrebet »reguleret marked« som omhandlet i MiFID I-direktivet, eftersom EFS er en uafhængig handelsplads, som drives af Euronext i henhold til en behørig tilladelse, det er et multilateralt system, hvortil der er knyttet flere forskellige mæglere og fund agents med kompetence til at placere ordrer, brugerne af EFS kan anses for tredjemænd i forhold til Euronext, og der inden for EFS bringes købs- og salgsinteresser sammen, hvorved der opstår transaktioner.

39. På baggrund af tvivlen vedrørende fortolkningen af begrebet »reguleret marked« har College van beroep voor het bedrijfsleven (appeldomstol i sager om handel og industri, Nederlandene) forelagt Domstolen følgende præjudicielle spørgsmål:

»Skal et system, hvori deltager flere fund agents og mæglere, som inden for systemet repræsenterer henholdsvis »open end«-investeringsselskaber og investorer i handelstransaktioner, og som faktisk kun hjælper disse »open end«-investeringsselskaber ved udførelsen af deres pligt til at gennemføre de af investorerne indgivne købs- og salgsordrer på deltagerrettigheder, betragtes som et reguleret marked som omhandlet i artikel 4, stk. 1, nr. 14), i [MiFID I-direktivet], og hvilke kriterier er herved i bekræftende fald afgørende?«

III. Analyse af det præjudicielle spørgsmål

40. Den forelæggende ret ønsker af Domstolen oplyst, om en handelsplads for finansielle instrumenter med EFS' kendetegn udgør et reguleret marked i den forstand, hvori udtrykket er anvendt i MiFID I-direktivet. Inden jeg går i gang med at besvare dette spørgsmål, finder jeg det nødvendigt at gøre rede for de i MiFID I-direktivet fastsatte regler for handelssystemer for finansielle instrumenter samt den udvikling, der har fundet sted, siden direktivet trådte i kraft. Selv om de ikke finder anvendelse *ratione temporis* i sagen, henviser jeg alligevel til de ændringer, der vil finde sted efter den 3. januar 2018, når MiFID II-regelsættet træder i kraft.

A. Indledende betragtninger vedrørende handelssystemerne for finansielle instrumenter

41. MiFID I-direktivet og dets gennemførelsesbestemmelser har ændret den juridiske ordning for handelssystemerne for finansielle instrumenter i væsentlig grad¹⁰. Med det formål at øge disse markeders integration, konkurrencedygtighed og effektivitet i Unionen blev det handelsmonopol, som de traditionelle fondsbørser nød godt af i visse medlemsstater, afskaffet, idet der blev åbnet op for konkurrencen mellem de traditionelle handelspladser og de nye alternative handelssystemer, der fremkom som følge af den teknologiske udvikling, men som faldt uden for den eksisterende regulering.

42. EU-lovgivers hensigt var som nævnt at øge gennemsigtigheden, forbedre beskyttelsen af investorerne, styrke tilliden og sikre, at tilsynsmyndighederne råder over de nødvendige beføjelser til at udføre deres opgaver¹¹.

10 – Disse handelssystemer »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« (G. Ferrarini og P. Saguato, »Regulating Financial Market Infrastructures«, *ECGI Working Paper* nr. 259/2014, juni 2014, s. 7).

11 – Ifølge en undersøgelse finansieret af Kommissionen har resultatet været en øget konkurrence mellem markedspladserne for handelen med finansielle instrumenter med flere valgmuligheder for investorer med hensyn til tjenesteydere og tilgængelige finansielle instrumenter, idet disse fremskridt er blevet forstærket af den teknologiske udvikling. Overordnet set er transaktionsomkostningerne faldet og integrationen vokset, jf. undersøgelsen *Monitoring Prices, Costs and Volumes of Trading and Post-trading Services*, Oxera, 2011. Jf. ligeledes dokumentet KOM(2011) 652 endelig, s. 2.

43. MiFID I-direktivet beskæftiger sig med tre former for handelssystemer for finansielle instrumenter, hvoraf de to er multilaterale (reguleret marked og MHF)¹², og det tredje er bilateralt (systematisk internalisering). Ud over disse systemer, som er kendetegnet ved, at handelen er organiseret, er der i henhold til MiFID I-bestemmelserne ligeledes mulighed for uorganiseret handel (*over-the-counter*, herefter »OTC«) med finansielle instrumenter.

44. Den første og mest veletablerede kategori inden for handelssystemerne for finansielle instrumenter er de regulerede markeder, som er omhandlet i MiFID I- og MiFID II-regelsættene og i andre EU-bestemmelser. Om end jeg senere i dette forslag vil foretage en nærmere analyse af deres kendetegn, udgør de regulerede markeder ifølge definitionen i MiFID I-direktivets artikel 4, stk. 1, nr. 14), multilaterale handelssystemer for finansielle instrumenter, der drives af en operatør under iagttagelse af ufravigelige regler, og hvor flere forskellige tredjeparters købs- og salgsinteresser sættes i forbindelse med hinanden, hvilket fører til indgåelse af aftaler. De svarer til de traditionelle fondsbørser, og ifølge databasen hos Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (herefter »EMSA«)¹³ findes der på nuværende tidspunkt 102 regulerede markeder i Den Europæiske Union (fire i Nederlandene, hvoraf det ene er Euronext Amsterdam).

45. Den anden kategori, som dækker over de såkaldte multilaterale handelsfaciliteter (MHF), blev indført ved MiFID I-direktivet med henblik på at omfatte de alternative handelsmekanismer, der var fremkommet som følge af den teknologiske udvikling. MHF'erne er ligeledes multilaterale handelssystemer, hvor flere forskellige tredjeparters købs- og salgsinteresser interagerer, hvilket fører til indgåelse af aftaler, og som drives af en operatør eller et investeringsselskab under iagttagelse af ufravigelige regler og under forudsætning af, at der foreligger en administrativ tilladelse. Selv om ordningen herfor minder om ordningen for regulerede markeder, adskiller den sig ved, at der ikke på forhånd er foretaget en kontrol af, hvilke typer af finansielle instrumenter der kan gøres til genstand for handel.

46. Ifølge EMSA's database¹⁴ findes der på nuværende tidspunkt 150 MHF'er i Den Europæiske Union, hvoraf handelspladser som BATS Trading Ltd (Det Forenede Kongerige) skiller sig ud på grund af deres størrelse. I Nederlandene findes der to: Tom MTF Derivatives Markets og Tom MTF Cash Markets.

47. Den tredje kategori, der blev indført ved MiFID I-direktivet, omfatter de såkaldte »selskaber, der systematisk internaliserer«. Til forskel fra de foregående kategorier er de ikke opbygget som multilaterale handelscentre, der drives af en tredjemand, og hvor investorer køber og sælger finansielle instrumenter, men derimod som bilaterale handelssystemer. Der er i henhold til MiFID I-direktivets artikel 4, stk. 1, nr. 7), tale om investeringsselskaber, som på organiseret, hyppigt og systematisk grundlag handler for egen regning ved at udføre kundeordrer. Dette handelssystem er ikke defineret i sig selv, men derimod i forbindelse med den operatør, der driver det.

12 – De multilaterale systemer kan også benævnes »handelsplads«, der i henhold til artikel 2, nr. 4), i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 648/2012 af 4.7.2012 om OTC-derivater, centrale modpart og transaktionsregistre (EUT 2012, L 201, s. 1) er defineret som »et system, der drives af et investeringsselskab eller en markedsoperatør som omhandlet i artikel 4, stk. 1, nr. 1) og 13), i direktiv 2004/39/EF, dog ikke et selskab, der systematisk internaliserer (systematic internaliser) som omhandlet i artikel 4, stk. 1, nr. 7), i nævnte direktiv, som inden for systemet sætter interesser i køb eller salg af finansielle instrumenter i forbindelse med hinanden på en sådan måde, at der indgås en aftale i overensstemmelse med direktivets afsnit II eller III«.

13 – Oplysningerne kan findes på https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_rma

14 – Oplysningerne kan findes på https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_mtf

48. Selv om der ikke er noget krav om, at de skal have en administrativ tilladelse fra den nationale tilsynsmyndighed, har selskaber, der systematisk internaliserer, en tilstrækkelig størrelse til internt at kunne sætte købs- og salgsordrer fra investorer i forbindelse med hinanden, og de er derfor underlagt betydelige krav om gennemsigtighed. Ordningen med selskaber, der systematisk internaliserer, har tilsyneladende ikke været særlig attraktiv, for ifølge EMSA's oplysninger¹⁵ er kun 11 virksomheder registreret som sådan i hele Den Europæiske Union, og ingen i Nederlandene.

49. Ud over muligheden for at handle med finansielle instrumenter gennem disse organiserede handelssystemer omfatter MiFID I-direktivet som allerede nævnt en fjerde metode til udførelse af ordrer vedrørende finansielle instrumenter, nemlig OTC. Dette fremgår af 53. betragtning til direktivet¹⁶, hvori det anføres, at der kræves »anvendelse af regler for gennemsigtighed før handel på transaktioner, der foretages på OTC-grundlag, og hvis kendetegn bl.a. er, at de er ad hoc og uregelmæssige, foretages med engrosmodparter og er et led i en forretningsforbindelse, der selv er kendetegnet ved handler over normal markedsstørrelse, og hvor handlerne foretages uden for de systemer, som det pågældende selskab normalt benytter til sine forretninger som et selskab, der systematisk internaliserer«.

50. Muligvis på grund af de krav, der stilles til selskaber, som systematisk internaliserer (handel på et organiseret, hyppigt og systematisk grundlag som fastsat i artikel 21, stk. 3, i forordning nr. 1287/2006), og den endnu mere restriktive udformning af de regulerede markeder og MHF'erne, har EU-lovgiver valgt, at MiFID I-direktivet ikke skal finde anvendelse på andre former for OTC-handel, som udgør en betydelig andel af handelen med finansielle instrumenter. Dette er tilfældet med de såkaldte *broker crossing systems*, *broker-dealer crossing networks* og *dark pools* eller e-indkøbsplatforme¹⁷.

51. Efter finanskrisen i 2008, og i lyset af udviklingen inden for handelspladser¹⁸, har MiFID II-direktivet, som endnu ikke er trådt i kraft, bibeholdt den samme typeinddeling af handelssystemer, om end der bliver tilføjet yderligere en kategori benævnt »organiserede handelsfaciliteter« (herefter »OHF«).

52. OHF'erne defineres meget bredt, fordi denne nye form for multilateral handel skal omfatte OTC-handelssystemerne, som var faldet uden for reguleringen i MiFID I-direktivet¹⁹. Den væsentligste forskel fra de regulerede markeder og MHF'erne er, at operatørerne af en OHF har mulighed for at udføre ordrer skønsmæssigt, om end de i så fald er underlagt kravene om førhandelsgennemsigtighed og »best execution«-forpligtelserne.

15 – Oplysningerne kan findes på https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_sys

16 – Jf. betragtningerne fra P. Gomber, A. Pierron, »MiFID: Spirit and Reality of a European Financial Market Directive«, *Celent Paper*, november 2010, s. 12.

17 – Jf. den detaljerede analyse i A. Onofrei, *La négociation des instruments financiers au regard de la directive MIF*, Larcier, Bruxelles, 2012, s. 360-363.

18 – Det begrundes på følgende vis i fjerde betragtning til MiFID II-direktivet: »Den finansielle krise har afsløret svagheder i de finansielle markeders virkemåde og gennemsigtighed. Udviklingen på de finansielle markeder har gjort det klart, at der er behov for at styrke reguleringen af markederne for finansielle instrumenter, herunder hvor der på sådanne markeder handles »over the counter« (OTC), for at øge gennemsigtigheden, beskytte investorerne bedre, styrke tilliden, behandle uregulerede områder og sikre, at de tilsynsførende tillægges passende beføjelser til at udføre deres opgaver.«

19 – Organiseret handelsfacilitet (OHF) defineres i MiFID II-direktivets artikel 4, stk. 1, nr. 23), som »ethvert multilateralt system, som ikke er et reguleret marked eller en MHF, og hvor forskellige tredjeparters købs- og salgsinteresser i obligationer, strukturerede finansielle produkter, emissionskvoter eller derivater kan interagere i systemet på en sådan måde, at det medfører indgåelse af en aftale efter afsnit II i dette direktiv«.

53. Den ovenfor beskrevne udvikling afslører, at EU-lovgiver har til hensigt at regulere de forskellige handelssystemer for finansielle instrumenter, som løbende fremkommer, alene med undtagelse af bilateral og sporadisk handel med sådanne instrumenter²⁰. Målsætningen er således, at al organiseret handel med finansielle instrumenter skal finde sted gennem et af de multilaterale eller bilaterale systemer i MiFID II-direktivet²¹. På denne måde sikres en mere hensigtsmæssig konkurrence mellem de forskellige handelssystemer uden risiko for, at de operatører, der ønsker at omgås tilsynsmyndighedernes kontrol, udvikler andre, alternative systemer.

B. Begrebet »reguleret marked« og dets anvendelse på en handelsplads som EFS

54. Den forelæggende ret har anmodet Domstolen om at oplyse, hvorvidt en handelsplads med EFS' kendetegn opfylder definitionen af et reguleret marked i MiFID I-direktivet. Inden jeg tilkendegiver min holdning hertil, finder jeg det hensigtsmæssigt at fremsætte tre præciseringer.

55. For det første skal det præciseres, at det tilkommer den nationale ret – som har et direkte og fuldstændigt kendskab til den måde, hvorpå EFS fungerer – at tage stilling til, om denne handelsplads opfylder betingelserne for at kunne kvalificeres som et reguleret marked. Domstolen kan naturligvis stille redskaber til rådighed for fortolkningen af MiFID I-direktivet ved at redegøre for de krav heri, som skal opfyldes af et handelssystem, for at det kan henføres under denne kategori. Blandt disse krav skal der navnlig tages højde for dem, der er genstand for den foreliggende sag²², således at der kan gives et brugbart svar.

56. For det andet skal det præciseres, at oplysningerne fra den nationale ret samt de af parterne fremlagte oplysninger på retsmødet lader til at bekræfte, at driften af EFS foregår inden for rammerne af den administrative tilladelse til at fungere som et reguleret marked, som AFM har udstedt til Euronext.

57. Det fremgår imidlertid ikke, at segmentet EFS i sig selv udgør et reguleret marked. Det figurerer ikke blandt de nederlandske regulerede markeder i EMSA's database²³, og til forskel fra andre analoge segmenter bliver det ej heller specifikt markedsført som sådan²⁴.

20 – I denne henseende bestemmes det i MiFID II-direktivets artikel 1, stk. 7: »Alle multilaterale systemer for finansielle instrumenter skal anvendes i overensstemmelse med bestemmelserne i enten afsnit II for så vidt angår MHF'er eller OHF'er eller bestemmelserne i afsnit III for så vidt angår regulerede markeder.

Et investeringsselskab, som på organiseret, hyppigt, systematisk og væsentligt grundlag handler for egen regning ved udførelse af kundeordrer uden for et reguleret marked, en MHF eller en OHF, skal handle i overensstemmelse med afsnit III i forordning (EU) nr. 600/2014.

Uden at dette berører artikel 23 og 28 i forordning (EU) nr. 600/2014, skal al handel med de i første og andet afsnit omhandlede finansielle instrumenter, der ikke foretages på multilaterale systemer eller systematiske internalisatorer, overholde de relevante bestemmelser i afsnit III i forordning (EU) nr. 600/2014«.

21 – Ifølge Moloney er »MiFID II/MiFIR [...] designed to repatriate trading on to organized trading venues and away from OTC markets« (N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3. udg., Oxford University Press, Oxford, 2014, s. 434). Jf. ligeledes N.J. Clausen & K.E. Sørensen, »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 – Domstolen har anvendt denne fremgangsmåde i dom af 3.12.2015, Banif Plus Bank (C-312/14, EU:C:2015:794), præmis 51, og af 30.5.2013, Genil 48 og Comercial Hosteleria de Grandes Vinos (C-604/11, EU:C:2013:344), præmis 43.

23 – Det bestemmes i MiFID I-direktivets artikel 47, under overskriften »Liste over regulerede markeder«, at »[h]ver medlemsstat opstiller en liste over de regulerede markeder, som den er hjemland for, og meddeler de øvrige medlemsstater og Kommissionen denne liste. Der skal på samme måde gives underretning om enhver ændring i denne liste. Kommissionen offentliggør en liste over alle regulerede markeder i Den Europæiske Unions Tidende og ajourfører listen mindst en gang om året. Kommissionen offentliggør og ajourfører også listen på sin hjemmeside, hver gang medlemsstaterne meddeler ændringer i deres lister«.

24 – Som f.eks. den italienske børss' ETFplus market (the open-ended collective investment undertaking (CIUs) segment). Jf. i denne henseende, <http://www.borsaitaliana.it/fondi/formazione/formazione.htm>. Dette marked beskæftiger sig med handel med åbne investeringsfondes finansielle instrumenter, og det er opført på EMSA's liste over regulerede markeder i Italien og er såvel opbygget som udtrykkeligt markedsført som sådan. Markedet er i EMSA's database henført under ELECTRONIC OPEN-END FUNDS AND ETC MARKET på linket https://registers.esma.europa.eu/publication/details?core=esma_registers_mifid_rma&docId=mifid731rma

58. Det forhold, at EFS ikke er opregnet på den nævnte liste over regulerede markeder, udelukker imidlertid ikke, at det kan være af en sådan art. Domstolen fastslog i dommen i sagen Nilas m.fl.²⁵, at den blotte omstændighed, at markedet ikke fremgår af nævnte liste, ikke er tilstrækkeligt til at udelukke, at det pågældende marked er et reguleret marked²⁶.

59. Euronext kan godt på samme tid fungere som operatør af det regulerede marked Euronext Amsterdam og af handelspladsen EFS. Domstolen medgav i dommen i sagen Nilas m.fl., at direktiv 2004/39 udtrykkeligt sigter på tilfælde, hvor operatøren af et reguleret marked også driver et andet handelssystem, uden at sidstnævnte af den grund bliver et reguleret marked²⁷. For at et handelssystem for finansielle instrumenter kan kvalificeres som et reguleret marked, kræver det ifølge Domstolen, at det meddeles en tilladelse som et reguleret marked, og at dets funktion er i overensstemmelse med de krav, der stilles i MiFID I-direktivets afsnit III²⁸.

60. Det tilkommer den forelæggende ret – inden for rammerne af dens frie skøn – at tage stilling til, om EFS reelt udgør et segment af det regulerede marked Euronext Amsterdam, som drives i henhold til den nævnte tilladelse, eller om det i sig selv udgør en anden form for handelsplads eller -system, på trods af, at de begge drives af den samme operatør.

61. Den tredje præcisering vedrører de sagsøgende virksomheders kendetegn. Robeco-fondene er institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter), hvorpå direktiv 2009/65/EF finder anvendelse²⁹. Ifølge direktivets artikel 1, stk. 2, forstås ved investeringsinstitut et foretagende: a) der har som eneste formål at foretage kollektiv investering i værdipapirer eller i andre i artikel 50, stk. 1, nævnte likvide finansielle aktiver af kapital tilvejebragt ved henvendelse til offentligheden, og hvis virksomhed bygger på princippet om risikospredning, og b) hvis andele på forlangende af ihændehabererne tilbagekøbes eller indløses direkte eller indirekte for midler af disse institutters aktiver.

62. Nærmere bestemt er Robeco-fondene åbne og offentligt tilgængelige investeringsinstitutter, som er oprettet i henhold til aftale (investeringsfonde administreret af administrationsselskaber), i overensstemmelse med artikel 1, stk. 3, i direktiv 2009/65. De åbne investeringsfondes virksomhed »består i tilvejebringelse af kapital fra offentligheden, fælles investering og forvaltning heraf, spredning af de risici og resultater, der er forbundet med den pågældende investering, samt udbetaling af modydelse på vegne af investeringsinstituttet til investorer eller deltagere«³⁰.

63. Under anvendelse af EFS, som drives af Euronext, beskæftiger Robeco-fondene sig med at indsamle kapital fra investorerne på et organiseret, hyppigt og systematisk grundlag, og af denne årsag må EFS i princippet anses for et handelssystem. I artikel 2, nr. 8), i forordning nr. 1287/2006 defineres et »handelssystem« som »et reguleret marked, en MHF eller et selskab, som systematisk internaliserer – i sidstnævnte tilfælde, som handler i denne egenskab – og i givet fald et system uden for Fællesskabet med tilsvarende funktioner som et reguleret marked eller en MHF«.

64. Henset til de kendetegn ved EFS, hvilke der er gjort rede for i forelæggelsesafgåelsen, forekommer den virksomhed, der udøves af systemet og af Robeco-fondene, som anvender dette system, at udgøre en handel med finansielle instrumenter på et organiseret, hyppigt og systematisk grundlag.

25 – Dom af 22.3.2012 (C-248/11, EU:C:2012:166), præmis 54.

26 – Selv om opførelsen på den af medlemsstaten opstillede liste ikke er omfattet af definitionen i MiFID I-direktivets artikel 4, stk. 1, nr. 14), udgjorde den imidlertid et element i definitionen af begrebet »reguleret marked« i artikel 1, nr. 13), i Rådets direktiv 93/22/EØF af 10.5.1993 om investeringsservice i forbindelse med værdipapirer (EUT 1993, L 141, s. 27), ophævet med virkning fra den 1.11.2007.

27 – Dom af 22.3.2012, Nilas m.fl. (C-248/11, EU:C:2012:166), præmis 44-46.

28 – *Ibidem*, præmis 42-43.

29 – Europa-Parlamentets og Rådets direktiv af 13.7.2009 om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter) (EUT 2009, L 302, s. 32).

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

65. Såfremt dette er tilfældet, bør EFS i princippet være omfattet af en af de typer handelssystemer, der er omhandlet i MiFID I-direktivet, dvs. reguleret marked, MHF eller selskab, der systematisk internaliserer (medmindre der er tale om en OTC-handelsplads, som ikke er omfattet af disse tre kategorier, og som i henhold til MiFID II-direktivet vil skulle henføres under den nye type handelssystem, nemlig OHF).

66. Selv om den nationale ret alene ønsker oplyst, om EFS er et reguleret marked, finder jeg det relevant, at Domstolen gør rede for de øvrige former for handelssystemer i MiFID I-direktivet, således at retten kan tage stilling til, om EFS direkte eller subsidiært kan henføres under en eller flere af disse.

67. Denne gennemgang er vigtig, for hvis EFS ikke er et reguleret marked, vil den forelæggende ret muligvis overveje, om der i stedet er tale om en MHF eller et selskab, der systematisk internaliserer, og om indberetningspligten i henhold til den nederlandske lovgivning (i forbindelse med reglerne for tilsyn med markedsmisbrug) ligeledes finder anvendelse på disse andre typer handelssystem, således at den kan begrunde AFM's opkrævning af de omtvistede afgifter.

1. Generelle krav til de regulerede systemer

68. Det fremgår af definitionen i MiFID I-direktivets artikel 4, stk. 1, nr. 14), at følgende betingelser skal være opfyldt, for at et handelssystem for finansielle instrumenter kan anses for et reguleret marked:

- Der skal være tale om et multilateralt, og ikke bilateralt, handelssystem, som drives af en markedsoperatør, der handler som uafhængig tredjemand i forhold til køberne og sælgerne.
- Det skal – inden for systemet – sætte forskellige tredjeparters interesse i køb og salg af finansielle instrumenter i forbindelse med hinanden eller befordre dette.
- Transaktionerne med de finansielle instrumenter, der er optaget til handel efter dette markeds regler eller systemer, skal finde sted på en sådan måde, at det fører til indgåelse af aftaler.
- Det skal fungere under iagttagelse af ufravigelige regler.
- Det skal være i besiddelse af en administrativ tilladelse, som meddeles af de nationale finanstillidsmyndigheder, hvis handelspladsen fungerer efter forskrifterne samt bestemmelserne i MiFID I-direktivets afsnit III³¹.

69. Det er ved den forelæggende ret ikke blevet bestridt, at EFS opfylder nogle af disse betingelser, nemlig:

- EFS drives af en markedsoperatør, Euronext, og fungerer som en handelsplads under iagttagelse af ufravigelige regler (nærmere bestemt reglerne i Euronext Fund Service Trading Manual og sidenhen i Trading Manual for the NAV Trading Facility).
- De transaktioner, der finder sted mellem investorer og investeringsfonde i EFS, fører til indgåelse af aftaler mellem disse investorer og investeringsfonde, og det er uden betydning, om den endelige indgåelse af disse aftaler kommer i stand inden for eller uden for systemet.

31 – I henhold til MiFID I-direktivets artikel 36, stk. 1, første afsnit, skal tilladelsen til at udøve virksomhed som et reguleret marked alene meddeles de handelssystemer, som opfylder bestemmelserne i direktivets afsnit III. Domstolen har fastslået, at idet »optagelse på den i samme direktivs artikel 47 omhandlede liste nødvendigvis skal ske efter denne tilladelse, kan den ikke ud fra en logisk betragtning udgøre en betingelse herfor« (dom af 22.3.2012, Nilas m.fl., C-248/11, EU:C:2012:166, præmis [53]).

- Endelig har EFS siden oprettelsen i 2007 »fungeret efter forskrifterne« inden for rammerne af det regulerede marked Euronext Amsterdam, med Euronext som operatør og i overensstemmelse med bestemmelserne i MiFID I-direktivets afsnit III. Selv om dette forhold som nævnt skal efterprøves af den nationale ret, synes de i forelæggelsesafgørelsen indeholdte oplysninger samt de oplysninger, der er fremført af flertallet af parterne³², at bekræfte, at EFS drives under den administrative tilladelse til at fungere som et reguleret marked, som AFM har meddelt Euronext³³.

70. Tvisten vedrører således de øvrige betingelser, dvs. kravet om, at systemet skal være multilateralt, og muligheden for at sætte forskellige tredjeparters interesse i køb og salg af finansielle instrumenter, der er optaget til handel, i forbindelse med hinanden. Den forelæggende ret og Robeco-fondene har endvidere anført andre elementer af begrebet »reguleret marked«, der ikke er taget højde for i affattelsen af MiFID I-direktivet, og som jeg ligeledes vil analysere.

2. Kravet om, at regulerede markeder skal være multilaterale

71. Sjette betragtning til MiFID I-direktivet fremhæver EU-lovgivers ønske om at sondre mellem multilaterale og bilaterale handelssystemer for finansielle instrumenter. Begreberne »reguleret marked« og »MHF« bør efter dennes opfattelse »ikke omfatte bilaterale systemer, hvor investeringsselskabet gennemfører hver handel for egen regning og ikke som en risikofri modpart, der skydes ind mellem køber og sælger«.

72. Selv om de multilaterale systemer ikke er defineret i MiFID I-direktivet, kan det efter min opfattelse være hensigtsmæssigt at skele til MiFID II-direktivet, som netop indeholder en definition heraf i artikel 4, stk. 1, nr. 19): »Multilateralt system [er] ethvert system eller enhver facilitet, hvor forskellige tredjemænds købs- og salgsinteresser i finansielle instrumenter kan interagere i systemet«.

73. Hvis begge tekster tages i betragtning, er et handelssystem for finansielle instrumenter efter min opfattelse multilateralt, hvis forskellige investorer interagerer heri med henblik på køb og salg af finansielle instrumenter, og der findes en risikofri modpart (handelspladsens operatør), som skydes ind mellem disse investorer for at sikre, at systemet fungerer optimalt.

74. Selv om der heller ikke findes en retlig definition af de bilaterale handelssystemer i MiFID I-direktivet, fremgår det af sjette betragtning hertil, at det er de systemer, »hvor investeringsselskabet gennemfører hver handel for egen regning og ikke som en risikofri modpart, der skydes ind mellem køber og sælger«. Det præciseres i MiFID I-direktivets artikel 4, stk. 1, nr. 6), at »handel for egen regning« er »handel over egenbeholdningen, som resulterer i handler med et eller flere finansielle instrumenter«. Således er bilaterale handelssystemer kendetegnet ved³⁴, at investorerne handler med finansielle instrumenter direkte med investeringsselskabet, som deltager for egen regning og risiko, uden at der skydes nogen tredjemand ind imellem.

75. Forudsætningerne for at kunne fastslå, at en handelsplads for finansielle instrumenter er multilateral, kan således sammenfattes til a) at der skal deltage forskellige investorer, som ønsker at købe og sælge finansielle instrumenter, og b) at der skal findes en risikofri modpart (operatøren), som skydes ind imellem de forskellige investorer for at sikre, at systemet fungerer optimalt.

32 – AFM har oplyst, at Euronext Amsterdam N.V. har fremsendt en skrivelse til den forelæggende ret, hvori det blev bekræftet, at EFS er et reguleret marked, og det blev gjort gældende, at samtlige tilsynsmyndigheder i de medlemsstater, hvor Euronext driver regulerede markeder (ud over Nederlandene, Frankrig, Det Forenede Kongerige, Belgien og Portugal), er af samme opfattelse.

33 – Robeco-fondene har i retsmødet præciseret, at dette kun har været tilfældet siden 2012, hvor AFM begyndte at kategorisere EFS som et reguleret marked og at opkræve betaling af de omtvistede afgifter.

34 – Committee of European Securities Regulators (CESR) har bemærket, at udtrykket »multilaterale systemer« har til formål at udelukke de bilaterale systemer, og at sidstnævnte er »those systems where a single entity enters into every trade entered through the system, on own account and not as a riskless counterparty interposed between the buyer and seller. By contrast, a system where multiple participants (e.g. market-makers) act as counterparties to the orders entered through the system would be regarded as multilateral« (punkt 13 i dokument CESR, Standards for Alternative Trading Systems, CESR/02-086b, juli 2002, (http://www.esma.europa.eu/system/files/l-02_086b.pdf)).

76. Der skal herefter tages stilling til, om en enhed som EFS opfylder disse forudsætninger med de i punkt 55-67 anførte forbehold.

77. Robeco-fondene har i deres skriftlige indlæg anført, at EFS er bilateralt. Efter deres opfattelse er der tale om en distributionskanal for andele i åbne investeringsfonde. Investorerne kan enten kontakte disse fonde direkte eller via EFS. I sidstnævnte tilfælde indsamler mæglerne købs- og salgsordrer fra deres kunder og videregiver dem til agenterne hos de investeringsfonde, der opererer i EFS. Fordelen for investorerne ved at benytte EFS er, at dette system giver adgang til en lang række investeringsfonde, og at videregivelsen af ordrerne sker på en mere effektiv måde. Ifølge Robecos udsagn på retsmødet er EFS det mest anvendte system for små investorer til at erhverve andele i åbne investeringsfonde, mens de større investorer har tendens til at handle direkte.

78. EFS er således et bilateralt system, hvor der videregives købs- og salgsordrer vedrørende andele i åbne investeringsfonde, og hvor mæglerne ikke interagerer indbyrdes, men alene med fund agents. Hver fund agent handler for sin egen fonds regning og matcher ikke købs- og salgsordrer vedrørende andele, men clearer dem derimod. Der placeres udelukkende ordrer, som fører til transaktioner på et primærmarked.

79. Efter min opfattelse er disse argumenter imidlertid ikke tilstrækkelige til at tilbagevise, at EFS er multilateralt.

80. Som anført af AFM og Kommissionen, findes der i EFS en operatør (Euronext Amsterdam N.V.), som videreformidler de af mæglerne indgivne købs- og salgsordrer fra investorerne til de relevante fund agents. Ved transaktionerne mellem mæglere og fund agents optræder Euronext som tredjemand i sin egenskab af EFS' operatør. Dens drift af denne handelsplads finder sted efter ufravigelige regler, nemlig under iagttagelse af Euronext Fund Service Trading Manual.

81. Mæglere og fund agents kan uden tvivl gennemføre deres transaktioner bilateralt, hvilket imidlertid ikke er nogen hindring for at anse EFS for et multilateralt system, for så vidt som en tredjemand (Euronext) optræder som markedsoperatør, der tilfører sikkerhed i handelen, gennemsigtighed og øget beskyttelse af investorerne. Denne omstændighed forklarer, hvorfor de små investorer i åbne investeringsfonde er de primære brugere af EFS. De større investorer har den fornødne viden til at kunne beskytte sig selv.

82. Euronexts deltagelse giver fondene bedre mulighed for at tiltrække investorer, end hvis de alene benyttede sig af bilateral handel. EFS blev netop oprettet i 2007³⁵ af Euronext Amsterdam i nært samarbejde med AFM og den repræsentative sammenslutning for de nederlandske investeringsfonde. Euronext anførte, at den største fordel for investorerne ved den nye model, EFS, var muligheden for at operere på »*a clearly regulated market*«³⁶.

83. Hvis investorerne, eller deres mæglere, køber og sælger andele direkte hos en åben investeringsfonds fund agents uden for EFS, vil der være tale om et bilateralt handelssystem i form af et selskab, der systematisk internaliserer (såfremt det finder sted på et løbende, hyppigt og systematisk grundlag) eller i form af en OTC-handel, som ikke er omfattet af MiFID I-direktivet (såfremt der kun er tale om en sporadisk handel). Dette synes ikke at være tilfældet i den foreliggende sag.

35 – Euronext har til hensigt at udvide EFS-systemet til Frankrig ved at udvikle en multilateral handelsplads for de åbne investeringsfonde, der hidtil har handlet på den parisiske fondsbørs, som ligeledes vil blive benævnt Euronext Fund Services, og som vil blive drevet af Euronext Paris. For nærmere oplysninger henvises til 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, juni 2007, s. 2.

84. EFS' multilaterale karakter kommer endvidere til udtryk ved, at Euronext optræder i systemet som en operatør, der ikke handler for egen regning eller udsætter egne midler for risici. Ikke nok med det. Euronext har forbud mod at købe, sælge eller matche andele i fondene, således at det kan opretholde den status som uafhængig og upartisk, som er en forudsætning for at kunne videregive før- og efterhandelsoplysninger til AFM vedrørende de gennemførte transaktioner i EFS, i overensstemmelse med MiFID I-direktivets bestemmelser.

3. Krav om at sætte forskellige tredjeparters købs- og salgsinteresser på de regulerede markeder i forbindelse med hinanden

85. Det andet element i definitionen af regulerede markeder, som volder den forelæggende ret vanskeligheder, er kravet om at sætte forskellige tredjeparters købs- og salgsinteresser i forbindelse med hinanden.

86. Robeco-fondene har gjort gældende, at der i EFS alene forekommer bilaterale forhold mellem en mægler og en fund agent, og at andele købes eller sælges på grundlag heraf. Der forekommer således ingen interaktion internt mellem fund agents eller mellem mæglere.

87. Dette argument forekommer mig heller ikke overbevisende. Som anført af Det Forenede Kongeriges regering, handler de forskellige fondes fund agents i EFS med forskellige mæglere, som repræsenterer investorerne. Mæglerne kan vælge, hvilke transaktioner de vil gennemføre med de forskellige fondes fund agents, og disse fund agents kan ligeledes handle med forskellige investors mæglere. Følgelig sættes forskellige tredjeparters købs- og salgsinteresser i forbindelse med hinanden, eller der finder en interaktion sted mellem disse, og det er netop det, der kendetegner et reguleret marked eller en hvilken som helst anden multilateral handelsplads for finansielle instrumenter.

88. EFS er ikke en simpel *informationskanal* for videregivelse af ordrer. Det er et system, hvor der handles med finansielle instrumenter (andele i åbne investeringsfonde), og som drives i overensstemmelse med de regler, der er fastsat af systemets operatør, Euronext, i en *handelsvejledning*³⁷.

89. Denne form for interaktion er ikke tilladt i de bilaterale handelssystemer (som f.eks. de selskaber, der systematisk internaliserer). Derfor fremgår det af 17. betragtning til MiFID II-direktivet, der kan anvendes som fortolkningsmæssigt element, til trods for, at direktivet endnu ikke er trådt i kraft, at »[m]ens markedspladser er faciliteter, hvor forskellige tredjeparters købs- og salgsinteresser interagerer i systemet, bør en systematisk internalisator ikke have tilladelse til at sætte tredjeparters købs- og salgsinteresser i forbindelse med hinanden på grundlæggende samme måde som en markedsplads«.

90. Det er nødvendigt at have for øje, at en åben investeringsfond er et investeringsinstitut, hvis formål som nævnt er at tilvejebringe kapital fra offentligheden med henblik på kollektiv investering og forvaltning heraf, således at de dermed forbundne risici og resultater spredes ud blandt deltagerne, som på denne måde kan opnå et mindre risikofyldt afkast på deres investeringer.

91. For en åben investeringsfond har tilvejebringelse af kapital fra deltagerne altafgørende betydning, og det var netop de nederlandske fondes hensigt ved oprettelsen af et organiseret handelssystem som EFS. Det har til formål at gøre det lettere at sætte købs- og salgsinteresserne hos fondene – repræsenteret af deres fund agents – og hos de investorer, der har ønske om at købe eller sælge

37 – Den tidligere nævnte *Euronext Investment Fund Services Trading Manual*, som sidenhen er blevet erstattet af *Trading Manual for the NAV Trading Facility*.

andele i disse fonde, og som handler i EFS via deres mæglere, i forbindelse med hinanden. Til forskel fra OTC-handelssystemerne og de selskaber, der systematisk internaliserer, har EFS en klar fordel, når det kommer til at gøre det lettere at sætte købs- og salgsinteresser vedrørende andele i de åbne investeringsfonde i forbindelse med hinanden.

92. Såfremt Robeco-fondene fortsætter med at markedsføre deres andele gennem bilateral handel, således som deres forsvarer har medgivet i retsmødet, har jeg endvidere vanskeligt ved at forstå, hvordan et handelssystem, hvori Euronext optræder, ligeledes kan betegnes som bilateralt. I modsætning til den bilaterale handel er en tredjemands medvirken som uafhængig operatør efter min opfattelse udtryk for, at EFS er et multilateralt system, hvormed man har ønsket at lette interaktionen mellem forskellige tredjeparters købs- og salgsinteresser for så vidt angår handel med andele i åbne investeringsfonde.

4. Andre mulige elementer af begrebet »reguleret marked«

93. Den forelæggende ret og Robeco-fondene har henvist til andre elementer, som efter deres opfattelse kendetegner de regulerede markeder. Det drejer sig nærmere bestemt om: a) den prisdannelsesmekanisme, der anvendes i handelssystemet, b) systemets karakter af primærmarked, samt c) hvorvidt der kan foreligge en risiko for markedsmisbrug. Anvendes disse elementer på EFS, understøtter det efter deres opfattelse, at der er tale om et bilateralt system og ikke en multilateral handelsplads for finansielle instrumenter.

94. Jeg kan allerede nu løfte sløret for, at ingen af disse elementer indgår i definitionen af »reguleret marked« i MiFID I-direktivets artikel 4, stk. 1, nr. 14), og de er efter min opfattelse heller ikke implicit omfattet heraf, hvorfor de ikke bør tages i betragtning ved bedømmelsen af, om en handelsplads som EFS udgør et reguleret marked.

95. For så vidt angår det første element har den forelæggende ret forklaret, at transaktionerne i EFS finder sted ved hjælp af forward pricing, dvs. på grundlag af den nettoaktivværdi, der beregnes ud fra de kurser, der ligger efter cut-off time³⁸. Ifølge Robeco-fondene er denne metode til fastsættelse af prisen på transaktionerne i EFS ikke styret af princippet om udbud og efterspørgsel af de finansielle instrumenter, der handles på handelspladsen, og som altid bør være gældende på et reguleret marked.

96. Der er imidlertid ingen af de forskellige prisdannelsesmekanismer, som i MiFID I-direktivet er angivet som element til differentiering af de regulerede markeder. Følgelig er dette element ikke relevant, når der skal tages stilling til, om EFS er et reguleret marked i henhold til det pågældende direktiv.

97. Dette bekræftes i MiFID I-direktivets artikel 29, stk. 2, og artikel 44, stk. 2, som er gennemført ved artikel 18 i forordning nr. 1287/2006, der sigter på at give mulighed for at indføre undtagelser til kravet om førhandelsgennemsigtighed i forbindelse med MHF'er og regulerede markeder, hvis priser fastsættes af andre mekanismer end udbuddet og efterspørgslen af de finansielle instrumenter, der handles på handelspladsen. Når en sådan undtagelse anerkendes, skyldes dette naturligvis, at der kan forekomme regulerede markeder med anderledes prisdannelsesmekanismer.

38 – For en nærmere gennemgang af denne mekanisme henvises til punkt 31 i dette forslag til afgørelse.

98. Endvidere fremgår det af de oplysninger, som AFM har fremlagt i retsmødet, at udbud og efterspørgsel af andele faktisk spiller en vis rolle i forbindelse med prisdannelsen i EFS. Når udbud og efterspørgsel af andele i en fond er i balance, bliver der kompenseret herfor af agenten, men hvis efterspørgslen overstiger udbuddet, betaler investorerne en procentdel af andelen i tillæg, og i modsat fald får de et nedslag. Om det er udbuddet eller efterspørgslen af andele i en åben investeringsfond, der er størst, afhænger af resultaterne af fondens investeringer på markederne for finansielle instrumenter.

99. Det andet element, som den forelæggende ret og Robeco-fondene har anført, handler om, hvorvidt der er tale om et primærmarked, hvor der udstedes og tegnes andele i åbne investeringsfonde, men hvor der ikke finder en sekundær handel sted med disse finansielle instrumenter.

100. Definitionen af »reguleret marked« i MiFID I-direktivet indeholder imidlertid ingen henvisning til dette element (og det samme er tilfældet for så vidt angår definitionen af »MHF«). Endvidere er det som anført af Kommissionen muligt på et reguleret marked både at foretage den første (primære) udstedelse af finansielle instrumenter og at handle sekundært med disse efterfølgende³⁹. Den omstændighed, at udstedelsen og tegningen af andele i investeringsfonde ikke er genstand for efterfølgende handel, udgør således ingen hindring for, at EFS kan være et reguleret marked.

101. Ydermere omhandler forordning (EU) nr. 1031/2010⁴⁰ som anført af Det Forenede Kongeriges regering auktioner over kvoter for drivhusgasemissioner, som udgør en primær handel med et finansielt instrument. Som det fremgår af forordningens artikel 35, stk. 1, »må [der] kun gennemføres auktioner på en auktionsplatform, der har fået tilladelse som et reguleret marked, jf. stk. 5, af de kompetente nationale myndigheder, der er omhandlet i stk. 4, andet afsnit«. Det anerkendes således udtrykkeligt i denne bestemmelse, at der på et marked, som er reguleret i henhold til MiFID I-direktivet, foretages transaktioner, der er forbeholdt primærmarkederne.

102. Endelig har Robeco-fondene – støttet af den forelæggende ret – gjort gældende, at der i EFS stort set ikke er risiko for markedsmisbrug, og at kvalificeringen heraf som et reguleret marked (med den deraf følgende indberetningspligt vedrørende investeringsfondenes forvalteres aktiviteter) derfor ikke vil indebære nogen forbedring hvad angår beskyttelsen af investorerne.

103. Jeg er imidlertid af den opfattelse, at dette argument heller ikke kan tiltrædes. For det første indgår den større eller mindre sandsynlighed for kursmanipulation ikke blandt elementerne i definitionen af »reguleret marked« i MiFID I-direktivet. For det andet har AFM foretaget en (efter min opfattelse velbegrunnet) tilbagevisning af Robecos påstand ved at bekræfte muligheden for markedsmisbrug eller insiderhandel i systemer som EFS.

104. AFM har konkret fremsat eksempler, hvor denne type ulovlig adfærd har fundet sted i forbindelse med handel med andele i investeringsfonde. I tilfælde, hvor en betydningsfuld forvalter forlader en investeringsfond, kan der foreligge insiderviden, der kan føre til markedsmisbrug, hvilket kan påvirke andelenes værdi⁴¹, og dette kan ligeledes forekomme i tilfælde, hvor det besluttes at omdanne en åben investeringsfond til et lukket investeringsinstitut.

39 – Ifølge Moloney er begrebet »reguleret marked« »therefore »opting in« in design and captures the distinct primary market capital-rising and secondary market trading functionalities« (N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3. udg., Oxford University Press, Oxford, 2014, s. 463).

40 – Kommissionens forordning af 12.11.2010 om det tidsmæssige og administrative forløb af auktioner over kvoter for drivhusgasemissioner og andre aspekter i forbindelse med sådanne auktioner i medfør af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/87/EF om en ordning for handel med kvoter for drivhusgasemissioner i Fællesskabet (EUT 2010, L 302, s. 1).

41 – Da formueforvalteren forlod Pimco i september 2014, gav det anledning til, at der blev trukket 3,7 mia. EUR ud af fonden (<https://www.ft.com/content/56aa4284-4fc1-11e4-a0a4-00144feab7de>). Det havde ligeledes betydelige følger, da lederen af Ignis Asset Management i slutningen af 2014 forlod fonden til fordel for Old Mutual Global Investors, og da formueforvalteren forlod Bestinvest Asset Management (<http://www.expansion.com/2014/09/23/mercados/fondos/1411459605.html>).

105. Artikel 9 i direktiv 2003/6, som finder anvendelse ratione temporis i hovedsagen, foreskrev alene en indberetningspligt for lederne af de selskaber, der har instrumenter optaget til handel på regulerede markeder, eftersom dette var den eneste form for organiseret handelssystem, der fandtes på tidspunktet for direktivets vedtagelse. Efterfølgende blev MHF'erne som nævnt skabt ved MiFID I-direktivet, mens MiFID II-direktivet vil omfatte OHF'er som nye organiserede multilaterale handelssystemer. Ved en systematisk fortolkning af disse bestemmelser er det muligt at konkludere, at pligten til at indberette oplysninger til tilsynsmyndighederne for at hindre ulovlig adfærd i form af insiderhandel (artikel 6 i direktiv 2003/6) også bør gælde for de personer, der er ansvarlige for de nye organiserede handelssystemer for finansielle instrumenter, som er omhandlet i de EU-retlige forskrifter, der er trådt i kraft efter 2003. Denne fortolkning bekræftes fuldt ud i den nye forordning (EU) nr. 596/2014⁴².

106. Den fortolkning, som jeg vil foreslå, hvorefter et handelssystem med EFS' kendetegn bør betragtes som et reguleret marked i henhold til MiFID I-direktivet, er i overensstemmelse med det formål, der forfølges med dette direktiv.

107. Formålet med MiFID I-regelsættet, som sidenhen har afstedkommet vedtagelsen af MiFID II, har netop været at regulere og kontrollere de forskellige handelssystemer, der er fremkommet, idet det alene har været hensigten at udelukke den bilaterale og sporadiske handel med finansielle instrumenter herfra⁴³. Enhver organiseret handel skal derfor kunne henføres under et af de multilaterale eller bilaterale systemer, der er nævnt i MiFID I-bestemmelserne, og i MiFID II-bestemmelserne efter den 3. januar 2018⁴⁴. På denne måde sikres en mere hensigtsmæssig konkurrence mellem de forskellige handelssystemer uden risiko for, at de operatører, der ønsker at omgå tilsynsmyndighedernes kontrol, udvikler OTC-handelssystemer. Hvis begrebet »reguleret marked« i MiFID I-direktivet fortolkes således, at det ikke omfatter handelspladser som EFS, hvor investorer interagerer med åbne investeringsfonde, vil det være i strid med EU-lovgivers hensigt på dette område.

42 – Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16.4.2014 om markedsmissbrug (forordningen om markedsmissbrug) og om ophævelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF og Kommissionens direktiv 2003/124/EF, 2003/125/EF og 2004/72/EF (EUT 2014, L 173, s. 1). Ottende betragtning til forordningen er affattet således: »Anvendelsesområdet for direktiv 2003/6/EF havde fokus på finansielle instrumenter, der er optaget til handel på et reguleret marked, eller for hvilke der var indgivet en anmodning om optagelse til handel på et sådant marked. I de senere år er finansielle instrumenter imidlertid i stigende omfang blevet handlet på multilaterale handelsfaciliteter (MHF'er). Der findes også finansielle instrumenter, som kun handles på andre typer af organiserede handelsfaciliteter (OHF'er), eller som kun handles over the counter (OTC). Denne forordnings anvendelsesområde bør derfor omfatte alle finansielle instrumenter, der handles på et reguleret marked, en MHF eller en OHF, og enhver anden adfærd eller handling, som kan påvirke et sådant finansielt instrument, uanset om det finder sted på en markedsplads. [...]. Dette bør sikre en bedre investorbeskyttelse, opretholde markedsintegriteten og sikre, at der er et klart forbud mod markedsmissbrug af sådanne instrumenter.«

43 – I denne henseende bestemmes det i MiFID II-direktivets artikel 1, stk. 7: »Alle multilaterale systemer for finansielle instrumenter skal anvendes i overensstemmelse med bestemmelserne i enten afsnit II for så vidt angår MHF'er eller OHF'er eller bestemmelserne i afsnit III for så vidt angår regulerede markeder. Et investeringselskab, som på organiseret, hyppigt, systematisk og væsentligt grundlag handler for egen regning ved udførelse af kundeordrer uden for et reguleret marked, en MHF eller en OHF, skal handle i overensstemmelse med afsnit III i forordning (EU) nr. 600/2014. Uden at dette berører artikel 23 og 28 i forordning (EU) nr. 600/2014, skal al handel med de i første og andet afsnit omhandlede finansielle instrumenter, der ikke foretages på multilaterale systemer eller systematiske internalisatorer, overholde de relevante bestemmelser i afsnit III i forordning (EU) nr. 600/2014.«

44 – N.J. Clausen & K.E. Sørensen, »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.

IV. Forslag til afgørelse

108. På baggrund af det ovenstående skal jeg herefter foreslå, at Domstolen besvarer det af College van beroep voor het bedrijfsleven (appeldomstol i sager om handel og industri, Nederlandene) forelagte præjudicielle spørgsmål som følger:

»Et organiseret multilateralt handelssystem for finansielle instrumenter, hvor investorernes købs- og salgsinteresser interagerer via mæglere og åbne investeringsfonde, repræsenteret af deres fund agents, og som drives af en uafhængig operatør, skal betragtes som et reguleret marked i henhold til artikel 4, stk. 1, nr. 14), i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF, og 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 93/22/EØF.«