



## Συλλογή της Νομολογίας

ΑΠΟΦΑΣΗ ΤΟΥ ΔΙΚΑΣΤΗΡΙΟΥ (τέταρτο τμήμα)

της 16ης Νοεμβρίου 2017\*

«Προδικαστική παραπομπή – Οδηγία 2004/39/EK – Αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων – Άρθρο 4, παράγραφος 1, σημείο 14 – Έννοια της “ρυθμιζόμενης αγοράς” – Πεδίο εφαρμογής – Σύστημα στο οποίο μετέχουν, αφενός, μεσίτες εκπροσωπώντας επενδυτές και, αφετέρου, πράκτορες οργανισμών επενδύσεων “ανοικτού τύπου” με υποχρέωση εκτελέσεως των σχετικών με τα κεφάλαια των επενδυτών εντολών»

Στην υπόθεση C-658/15,

με αντικείμενο αίτηση προδικαστικής αποφάσεως δυνάμει του άρθρου 267 ΣΛΕΕ, που υπέβαλε το College van Beroep voor het Bedrijfsleven (διοικητικό εφετείο αρμόδιο επί οικονομικών υποθέσεων, Κάτω Χώρες) με απόφαση της 2ας Δεκεμβρίου 2015, η οποία περιήλθε στο Δικαστήριο στις 7 Δεκεμβρίου 2015, στο πλαίσιο της δίκης

**Robeco Hollands Bezit NV κ.λπ.**

κατά

**Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM),**

ΤΟ ΔΙΚΑΣΤΗΡΙΟ (τέταρτο τμήμα),

συγκείμενο από τους T. von Danwitz, πρόεδρο τμήματος, C. Vajda (εισηγητή), E. Juhász, K. Jürimäe και K. Λυκούργο, δικαστές,

γενικός εισαγγελέας: M. Campos Sánchez-Bordona

γραμματέας: M. Ferreira, κύρια διοικητική υπάλληλος,

έχοντας υπόψη την έγγραφη διαδικασία και κατόπιν της επ’ ακροατηρίου συζητήσεως της 1ης Φεβρουαρίου 2017,

λαμβάνοντας υπόψη τις παρατηρήσεις που υπέβαλαν:

- οι Robeco Hollands Bezit NV κ.λπ., εκπροσωπούμενοι από τους E. Pijnacker Hordijk και A. M. ter Haar, advocaten,
- η Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM), εκπροσωπούμενη από τον M. J. Blotwijk, advocaat, και την M. van Kwawegen,
- η Κυβέρνηση του Ηνωμένου Βασιλείου, εκπροσωπούμενη από τους D. Robertson και B. Kennelly καθώς και από την S. Simmons,

\* Γλώσσα διαδικασίας: η ολλανδική.

– η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, εκπροσωπούμενη από τους I. V. Rogalski και F. Wilman,

αφού άκουσε τον γενικό εισαγγελέα που ανέπτυξε τις προτάσεις του κατά τη συνεδρίαση της 26ης Απριλίου 2017,

εκδίδει την ακόλουθη

### Απόφαση

- 1 Η αίτηση προδικαστικής αποφάσεως αφορά την ερμηνεία του άρθρου 4, παράγραφος 1, σημείο 14, της οδηγίας 2004/39/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 21ης Απριλίου 2004, για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, για την τροποποίηση των οδηγιών 85/611/ΕΟΚ και 93/6/ΕΟΚ του Συμβουλίου και της οδηγίας 2000/12/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και για την κατάργηση της οδηγίας 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου (ΕΕ 2004, L 145, σ. 1).
- 2 Η αίτηση αυτή υποβλήθηκε στο πλαίσιο ένδικης διαφοράς μεταξύ της Robeco Hollands Bezit NV και δέκα άλλων εταιριών, αφενός, και της Stichting Autoriteit Financiële Markten (στο εξής: AFM) (αρχή εποπτείας των χρηματοπιστωτικών αγορών, Κάτω Χώρες), αφετέρου, σχετικά με την επιβολή επιβαρύνσεων στις εταιρίες αυτές λόγω των εξόδων στα οποία υποβλήθηκε η AFM στο πλαίσιο της αποστολής εποπτείας που της έχει ανατεθεί.

### Το νομικό πλαίσιο

#### *Το δίκαιο της Ένωσης*

#### *Η οδηγία 2004/39*

- 3 Οι αιτιολογικές σκέψεις 2, 5 και 6 της οδηγίας 2004/39 έχουν ως εξής:
  - «(2) [...] πρέπει να εξασφαλιστεί ο απαιτούμενος βαθμός εναρμόνισης που θα προσφέρει στους επενδυτές υψηλό επίπεδο προστασίας και θα επιτρέψει στις επιχειρήσεις επενδύσεων να παρέχουν τις υπηρεσίες τους σε όλη την Κοινότητα, ως ενιαία αγορά, βάσει της εποπτείας της χώρας καταγωγής. [...]
  - [...]
  - (5) Είναι αναγκαίο να θεσπιστεί ένα συνολικό ρυθμιστικό καθεστώς που να διέπει την εκτέλεση των συναλλαγών επί χρηματοπιστωτικών μέσων, ανεξάρτητα από τις μεθόδους διαπραγμάτευσης που χρησιμοποιούνται για τον σκοπό αυτό, ώστε να εξασφαλισθεί η υψηλή ποιότητα στην εκτέλεση των συναλλαγών των επενδυτών και να διασφαλισθεί η ακεραιότητα και η αποτελεσματικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος στο σύνολό του. Θα πρέπει να δημιουργηθεί ένα πλαίσιο συνεκτικό και ικανό να λαμβάνει υπόψη τον κίνδυνο, το οποίο θα ρυθμίζει τους κυριότερους τρόπους εκτέλεσης εντολών που χρησιμοποιούνται σήμερα στην ευρωπαϊκή χρηματοπιστωτική αγορά. [...]
  - (6) Οι έννοιες της “ρυθμιζόμενης αγοράς” και του “ΠΜΔ” [(Πολυμερούς Μηχανισμού Διαπραγμάτευσης)] θα πρέπει να οριστούν και οι ορισμοί αυτοί να εναρμονιστούν στενά μεταξύ τους ώστε να εκφράζουν το γεγονός ότι αμφότεροι οι όροι αντιπροσωπεύουν την ίδια λειτουργία οργανωμένης διαπραγμάτευσης. Οι ορισμοί θα πρέπει να εξαιρούν τα διμερή συστήματα στα οποία επιχείρηση επενδύσεων συμμετέχει στη συναλλαγή για ίδιο λογαριασμό και όχι ως αντισυμβαλλόμενος ο οποίος παρεμβάλλεται μεταξύ αγοραστή και πωλητή χωρίς να αναλαμβάνει

κίνδυνο. Ο όρος “σύστημα” περιλαμβάνει όλες τις αγορές που αποτελούνται από σύνολο κανόνων και από χώρο συναλλαγών, καθώς και τις αγορές που λειτουργούν μόνο βάσει συνόλου κανόνων. Δεν υπάρχει υποχρέωση λειτουργίας “τεχνικού” συστήματος αντιστοίχισης των εντολών για τις ρυθμιζόμενες αγορές και τα ΠΜΔ. Οι αγορές που αποτελούνται μόνον από σύνολο κανόνων σχετικών με την ιδιότητα του μέλους, την εισαγωγή χρηματοπιστωτικών μέσων στη διαπραγμάτευση, τις συναλλαγές μεταξύ μελών, την υποβολή δηλώσεων, και –ανάλογα με την περίπτωση– τις υποχρεώσεις διαφάνειας αποτελούν ρυθμιζόμενες αγορές ή ΠΜΔ κατά την έννοια της παρούσας οδηγίας, οι δε συναλλαγές που πραγματοποιούνται στο πλαίσιο αυτών των κανόνων θεωρούνται πραγματοποιούμενες εντός των συστημάτων ρυθμιζόμενης αγοράς ή ΠΜΔ. Ο όρος “ενδιαφέρον για την αγορά και την πώληση” πρέπει να ερμηνευτεί με ευρεία έννοια και υποδηλώνει εντολές, ζεύγη εντολών και κάθε άλλη εκδήλωση ενδιαφέροντος. Η απαίτηση τα ενδιαφέροντα αυτά να “... συναντώνται στο εσωτερικό του συστήματος με κανόνες που δεν παρέχουν διακριτική ευχέρεια και τους οποίους καθορίζει ο διαχειριστής αγοράς” σημαίνει ότι η συνάντησή τους γίνεται με τους κανόνες του συστήματος ή με τα πρωτόκολλα ή τις εσωτερικές λειτουργικές διαδικασίες του (περιλαμβανομένων των διαδικασιών που είναι ενσωματωμένες σε λογισμικό Η/Υ). [...]»

4 Το άρθρο 4, παράγραφος 1, σημεία 6, 7, 14, 15 και 17, της οδηγίας αυτής ορίζει τα εξής:

«Για τους σκοπούς της παρούσας οδηγίας, νοούνται ως:

[...]

6) “διενέργεια συναλλαγών για ίδιο λογαριασμό”: η διαπραγμάτευση βάσει ιδίων κεφαλαίων, η οποία οδηγεί στην ολοκλήρωση συναλλαγών σε ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα,

7) “συστηματικός εσωτερικοποιητής” (systematic internaliser): επιχείρηση επενδύσεων η οποία συναλλάσσεται κατά τρόπο οργανωμένο, συχνά και συστηματικά για ίδιο λογαριασμό εκτελώντας εντολές πελατών εκτός ρυθμιζόμενης αγοράς ή ΠΜΔ,

[...]

14) “ρυθμιζόμενη αγορά”: πολυμερές σύστημα που το διευθύνει ή το εκμεταλλεύεται διαχειριστής αγοράς και το οποίο επιτρέπει ή διευκολύνει την προσέγγιση πλειόνων συμφερόντων τρίτων για την αγορά και την πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων –εντός του συστήματος και σύμφωνα με τους κανόνες του που δεν παρέχουν διακριτική ευχέρεια– κατά τρόπο καταλήγοντα στη σύναψη σύμβασης σχετικής με χρηματοπιστωτικά μέσα εισηγμένα προς διαπραγμάτευση βάσει των κανόνων και/ή των συστημάτων του, και το οποίο έχει λάβει άδεια λειτουργίας και λειτουργεί κανονικά σύμφωνα με τις διατάξεις του τίτλου III,

15) “πολυμερής μηχανισμός διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ)”: πολυμερές σύστημα που το εκμεταλλεύεται επιχείρηση επενδύσεων ή διαχειριστής αγοράς και εντός του οποίου συναντώνται πλείονα συμφέροντα τρίτων για την αγορά και την πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων –εντός του συστήματος και σύμφωνα με κανόνες που δεν παρέχουν διακριτική ευχέρεια– κατά τρόπο καταλήγοντα στην σύναψη σύμβασης σύμφωνα με τις διατάξεις του Τίτλου II,

[...]

17) “χρηματοπιστωτικό μέσο”: τα μέσα που προσδιορίζονται στο τμήμα Γ του Παραρτήματος I,

[...]».

5 Το εν λόγω τμήμα Γ αφορά, στο σημείο 3, τα «Μερίδια οργανισμών συλλογικών επενδύσεων».

## **Το ολλανδικό δίκαιο**

- 6 Το άρθρο 1:40, παράγραφος 1, του *Wet op het financieel toezicht* (νόμου περί εποπτείας των χρηματοπιστωτικών αγορών, στο εξής: *Wft*), ορίζει ότι η εποπτεύουσα αρχή χρεώνει με τα έξοδα των δραστηριοτήτων, τις οποίες αυτή ασκεί σχετικά με την εκτέλεση των καθηκόντων της βάσει του νόμου, τις επιχειρήσεις για λογαριασμό των οποίων ασκούνται οι εν λόγω δραστηριότητες, κατά το μέτρο που τα έξοδα αυτά δεν επιβαρύνουν τον προϋπολογισμό του Βασιλείου των Κάτω Χωρών.
- 7 Δυνάμει των άρθρων 5, 6 και 8, παράγραφος 1, στοιχείο i, σημείο 4, του *Besluit bekostiging financieel toezicht* (διατάγματος για τη χρηματοδότηση της εποπτείας των χρηματοπιστωτικών αγορών), η AFM είναι αρμόδια για την επιβολή συναφών επιβαρύνσεων στους κατά το άρθρο 5:60, παράγραφος 1, στοιχείο a, του *Wft* οργανισμούς εκδόσεως τίτλων.
- 8 Το άρθρο 5:60, παράγραφος 1, στοιχείο a, του *Wft* προβλέπει ότι όποιος, είτε μόνος του είτε από κοινού με άλλους, καθορίζει την ημερήσια πολιτική οργανισμού εκδόσεως τίτλων εδρεύοντος στις Κάτω Χώρες, ο οποίος έχει εκδώσει ή προτίθεται να εκδώσει χρηματοπιστωτικά μέσα κατά την έννοια του άρθρου 5:56, παράγραφος 1, στοιχείο a, του νόμου αυτού, καθώς και όποιος υπέβαλε πρόταση βάσει της οποίας καταρτίστηκε σύμβαση πωλήσεως σχετικά με χρηματοπιστωτικό μέσο κατά την έννοια της εν λόγω διατάξεως, εκτός από κινητές αξίες, ή όποιος προτείνει την κατάρτιση συμβάσεως πωλήσεως σχετικά με χρηματοπιστωτικό μέσο κατά την έννοια της εν λόγω διατάξεως, εκτός από κινητές αξίες, οφείλει, το αργότερο την πέμπτη εργάσιμη ημέρα μετά την ημερομηνία της συναλλαγής, να γνωστοποιήσει τις για ίδιο λογαριασμό πραγματοποιηθείσες ή διασφαλισθείσες συναλλαγές, με αντικείμενο μετοχές οι οποίες αφορούν τον κατά το άρθρο 5:60, παράγραφος 1, στοιχεία a έως c, του *Wft*, αντιστοίχως, οργανισμό εκδόσεως ή με αντικείμενο χρηματοπιστωτικά μέσα η αξία των οποίων καθορίζεται επίσης από την αξία των μετοχών αυτών.
- 9 Κατά το άρθρο 5:56, παράγραφος 1, στοιχείο a, του *Wft*, στα πρόσωπα που υπάγονται στην κατά την παράγραφο 2 του άρθρου αυτού κατηγορία απαγορεύεται η χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών για την πραγματοποίηση ή τη διασφάλιση συναλλαγής στις ή από τις Κάτω Χώρες ή κράτος το οποίο δεν είναι κράτος μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης, με αντικείμενο χρηματοπιστωτικά μέσα, τα οποία έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά, για την οποία έχει χορηγηθεί άδεια κατά την έννοια του άρθρου 5:26, παράγραφος 1, του νόμου αυτού, ή σε πολυμερή χώρο συναλλαγών, για τον οποίο η επιχείρηση επενδύσεων έχει άδεια κατά την έννοια του άρθρου 2:96 του εν λόγω νόμου, ή για τα οποία έχει ζητηθεί η εν λόγω εισαγωγή προς διαπραγμάτευση.
- 10 Το άρθρο 1:1 του *Wft* έχει ως εξής:

«ρυθμιζόμενη αγορά: πολυμερές σύστημα το οποίο επιτρέπει ή διευκολύνει την προσέγγιση πλειόνων συμφερόντων τρίτων για την αγορά και την πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων –εντός του συστήματος και σύμφωνα με τους κανόνες του οι οποίοι δεν παρέχουν διακριτική ευχέρεια– κατά τρόπο καταλήγοντα στη σύναψη συμβάσεως σχετικής με χρηματοπιστωτικά μέσα εισηγμένα προς διαπραγμάτευση βάσει των κανόνων και/ή των συστημάτων του, και το οποίο λειτουργεί νομότυπα, σύμφωνα με τις διατάξεις περί αδειοδοτήσεως και συνεχούς εποπτείας.»

## **Η διαφορά της κύριας δίκης και το προδικαστικό ερώτημα**

- 11 Οι εκκαλούσες της υποθέσεως της κύριας δίκης είναι οργανισμοί επενδύσεων «ανοικτού τύπου». Η διαπραγμάτευση των μεριδίων των κεφαλαίων τους γίνεται μέσω του συστήματος «Euronext Fund Services» (στο εξής: σύστημα EFS), τμήματος της Euronext Amsterdam NV (στο εξής: Euronext). Η Euronext έχει άδεια εκμεταλλεύσεως ή διαχειρίσεως ρυθμιζόμενης αγοράς βάσει του άρθρου 5:26, παράγραφος 1, του *Wft*.

- 12 Από την απόφαση περί παραπομπής προκύπτει ότι το σύστημα EFS είναι διακριτό σύστημα διαπραγματεύσεως εντός του οποίου γίνεται μόνο διαπραγμάτευση μεριδίων επενδυτικών κεφαλαίων «ανοικτού τύπου». Στα μέλη του περιλαμβάνονται πράκτορες οργανισμών επενδύσεων και μεσίτες. Οι μεσίτες συγκεντρώνουν τις εντολές των επενδυτών για αγορά και πώληση και τις προωθούν στον πράκτορα του σχετικού οργανισμού επενδύσεων. Οι συναλλαγές πραγματοποιούνται βάσει «προθεσμιακών» τιμών, υπό την έννοια ότι όταν ένας μεσίτης δώσει εντολή σε πράκτορα μέχρι τις 16:00, ο πράκτορας την εκτελεί την επομένη στις 10:00 βάσει της εσωτερικής αξίας των μεριδίων του οργανισμού επενδύσεων, αναπροσαρμοσμένης για να ληφθούν υπόψη τα έξοδα συναλλαγής.
- 13 Με πλείονες αποφάσεις, επιβεβαιωθείσες με απόφαση της 13ης Δεκεμβρίου 2012, η AFM επέβαλε στις εκκαλούσες της υποθέσεως της κύριας δίκης επιβαρύνσεις για τα έτη 2009 έως 2012 βάσει του άρθρου 1:40 του Wft. Η αρχή αυτή θεώρησε ότι οι επιβαρύνσεις αυτές οφείλονταν λόγω του ότι το σύστημα EFS είναι «ρυθμιζόμενη αγορά», κατά την έννοια του άρθρου 4, παράγραφος 1, σημείο 14, της οδηγίας 2004/39, το οποίο μεταφέρθηκε στο ολλανδικό δίκαιο με το άρθρο 1:1 του Wft, όπερ σημαίνει ότι το άρθρο 5:60 του Wft έχει εφαρμογή στα μέλη του διοικητικού και του εποπτικού συμβουλίου των εν λόγω εκκαλουσών.
- 14 Επειδή το Rechtbank Rotterdam (πρωτοδικείο Ρότερνταμ, Κάτω Χώρες) απέρριψε την προσφυγή κατά της εν λόγω επιβεβαιωτικής αποφάσεως, οι εκκαλούσες της υποθέσεως της κύριας δίκης άσκησαν έφεση ενώπιον του αιτούντος δικαστηρίου, το οποίο διερωτάται κατά πόσον το σύστημα EFS εμπίπτει στον ορισμό της «ρυθμιζόμενης αγοράς» που περιλαμβάνεται στην εν λόγω διάταξη της οδηγίας 2004/39.
- 15 Κατά το αιτούν δικαστήριο, βάσει πολλών στοιχείων μπορεί να θεωρηθεί ότι το σύστημα EFS δεν είναι πολυμερές σύστημα και, επομένως, δεν συνιστά ρυθμιζόμενη αγορά κατά την έννοια της ίδιας αυτής διατάξεως.
- 16 Πρώτον, το αιτούν δικαστήριο εκτιμά ότι το σύστημα EFS ομοιάζει μάλλον με διμερές σύστημα εντός του οποίου, όπως προκύπτει, μεταξύ άλλων, από την αιτιολογική σκέψη 6 της οδηγίας 2004/39, οι συναλλαγές γίνονται αποκλειστικώς μεταξύ του οργανισμού επενδύσεων και του επενδυτή. Συναφώς, το αιτούν δικαστήριο παρατηρεί ότι, στο πλαίσιο του συστήματος EFS, ο πράκτορας του οργανισμού επενδύσεων και ο μεσίτης εκπροσωπούν, αντιστοίχως, τον οργανισμό επενδύσεων και τον επενδυτή και ο πρώτος εκτελεί πάντοτε τις εντολές του δεύτερου.
- 17 Δεύτερον, το αιτούν δικαστήριο διαπιστώνει ότι δεν υφίσταται υποχρέωση γνωστοποίησης των συναπτομένων μέσω του συστήματος EFS συναλλαγών. Κατά το αιτούν δικαστήριο, καθόσον η εν λόγω αιτιολογική σκέψη 6 αναφέρει τους κανόνες της ρυθμιζόμενης αγοράς που αφορούν, μεταξύ άλλων, τη γνωστοποίηση των συναλλαγών, μπορεί να συναχθεί ότι σύστημα εντός του οποίου πραγματοποιούνται μόνον συναλλαγές μη υποκείμενες σε υποχρέωση γνωστοποίησης δεν μπορεί να χαρακτηριστεί «ρυθμιζόμενη αγορά».
- 18 Στο πλαίσιο αυτό, το αιτούν δικαστήριο εκτιμά ότι από τον κανονισμό (ΕΚ) 1287/2006 της Επιτροπής, της 10ης Αυγούστου 2006, για την εφαρμογή της οδηγίας 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τις υποχρεώσεις τήρησης αρχείων για τις επιχειρήσεις επενδύσεων, τη γνωστοποίηση συναλλαγών, τη διαφάνεια της αγοράς, την εισαγωγή χρηματοπιστωτικών μέσων προς διαπραγμάτευση, καθώς και τους ορισμούς που ισχύουν για τους σκοπούς της οδηγίας αυτής (ΕΕ 2006, L 241, σ. 1), προκύπτει ότι οι πραγματοποιούμενες στην πρωτογενή αγορά συναλλαγές δεν υπόκεινται σε υποχρέωση γνωστοποίησης, οπότε σύστημα όπως το EFS, στο πλαίσιο του οποίου πραγματοποιούνται αποκλειστικώς και μόνο συναλλαγές στην πρωτογενή αγορά, δεν μπορεί να θεωρηθεί «ρυθμιζόμενη αγορά».

- 19 Τρίτον, το αιτούν δικαστήριο υπενθυμίζει ότι η τιμή των μεριδίων στο σύστημα EFS καθορίζεται από την εσωτερική τους αξία ενώ, κατά τις εκκαλούσες στην υπόθεση της κύριας δίκης, η τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων που τίθενται υπό διαπραγμάτευση στις ρυθμιζόμενες αγορές διαμορφώνεται από τη σχέση προσφοράς και ζητήσεως.
- 20 Τέταρτον, το αιτούν δικαστήριο κρίνει ότι, καθόσον οι κίνδυνοι χειραγωγήσεως της αγοράς ή διαπραγματεύσεως βάσει εμπιστευτικών πληροφοριών είναι αμελητέοι στο πλαίσιο του συστήματος EFS, η ερμηνεία σύμφωνα με την οποία το εν λόγω σύστημα δεν αποτελεί ρυθμιζόμενη αγορά δεν προσκρούει στους σκοπούς της οδηγίας 2004/39.
- 21 Εντούτοις, το αιτούν δικαστήριο δεν αποκλείει την αντίθετη άποψη, σύμφωνα με την οποία το σύστημα EFS αποτελεί ρυθμιζόμενη αγορά, κατά την έννοια του άρθρου 4, παράγραφος 1, σημείο 14, της οδηγίας 2004/39. Παρατηρεί ότι η Euronext εκμεταλλεύεται αυτόνομα το σύστημα αυτό και διαθέτει σχετική άδεια. Το εν λόγω δικαστήριο κρίνει ότι το σύστημα EFS μπορεί να χαρακτηριστεί ως πολυμερές, εφόσον συμμετέχουν σε αυτό πολλοί μεσίτες και πράκτορες οργανισμών, μέσω αυτού γίνεται διαπραγμάτευση μεριδίων πολλών οργανισμών επενδύσεων και πολλοί συμμετέχοντες δίνουν μέσω αυτού εντολές. Κατά το ίδιο αυτό δικαστήριο, ο όρος «τρίτος» που χρησιμοποιείται στη διάταξη αυτή, ερμηνευόμενος κατά τη συνήθη έννοιά του, προσδιορίζει κάθε χρήστη του συστήματος. Εξάλλου, στο σύστημα EFS γίνεται αντιστοίχιση των ενδιαφερόντων αγοραστών και πωλητών με σκοπό τη σύναψη συμβάσεων και η λειτουργία του υπόκειται σε κανόνες μη παρέχοντες διακριτική ευχέρεια, οι οποίοι περιλαμβάνονται σε δύο έγγραφα με τίτλο «*EFS Trading Manual*» (εγχειρίδιο διαπραγματεύσεως του συστήματος EFS) και «*TCS-web user Guide to the EFS*» (οδηγός χρήσεως TCS-web του συστήματος EFS).
- 22 Το αιτούν δικαστήριο κρίνει επίσης ότι δεν συνάγεται ευθέως από την αιτιολογική σκέψη 6 και το άρθρο 4, παράγραφος 1, σημείο 14, της οδηγίας 2004/39 ότι η μη απαίτηση γνωστοποίησης και διαμορφώσεως των τιμών βάσει της προσφοράς και της ζήτησεως αποκλείει τον χαρακτηρισμό του συστήματος EFS ως «ρυθμιζόμενης αγοράς».
- 23 Υπό τις συνθήκες αυτές, το College van Beroep voor het bedrijfsleven (διοικητικό εφετείο αρμόδιο επί οικονομικών υποθέσεων, Κάτω Χώρες) αποφάσισε να αναστείλει τη διαδικασία και να υποβάλει στο Δικαστήριο το ακόλουθο προδικαστικό ερώτημα:

«Πρέπει να χαρακτηριστεί ως ρυθμιζόμενη αγορά κατά την έννοια του άρθρου 4, παράγραφος 1, σημείο 14, της [οδηγίας 2004/39] ένα σύστημα στο οποίο μετέχουν πλείονες πράκτορες και μεσίτες, προκειμένου εντός του συστήματος αυτού να εκπροσωπήσουν, κατά τις συναλλαγές, αντιστοίχως “ανοικτού τύπου” οργανισμούς επενδύσεων και επενδυτές, και το οποίο στην πράξη διευκολύνει μόνο αυτούς τους “ανοικτού τύπου” οργανισμούς επενδύσεων όσον αφορά την υποχρέωσή τους να εκτελούν τις διδόμενες από επενδυτές εντολές αγοράς και πωλήσεως μεριδίων, και, σε περίπτωση καταφατικής απαντήσεως, ποια χαρακτηριστικά είναι καθοριστικά προς τούτο;»

#### **Επί του προδικαστικού ερωτήματος**

- 24 Με το ερώτημά του, το αιτούν δικαστήριο ζητεί, κατ’ ουσίαν, να διευκρινισθεί αν το άρθρο 4, παράγραφος 1, σημείο 14, της οδηγίας 2004/39 έχει την έννοια ότι εμπίπτει στην έννοια της «ρυθμιζόμενης αγοράς», κατά τη διάταξη αυτή, σύστημα διαπραγματεύσεως στο πλαίσιο του οποίου πλείονες πράκτορες και μεσίτες εκπροσωπούν οργανισμούς επενδύσεων «ανοικτού τύπου» και επενδυτές, αντιστοίχως, και το οποίο έχει μοναδικό σκοπό να συνδράμει αυτούς τους οργανισμούς επενδύσεων όσον αφορά την υποχρέωσή τους να εκτελούν τις εντολές αγοράς και πωλήσεως μεριδίων τις οποίες δίνουν οι εν λόγω επενδυτές.

- 25 Καίτοι εναπόκειται αποκλειστικώς στο αιτούν δικαστήριο να αποφανθεί επί του χαρακτηρισμού του συστήματος EFS βάσει των συγκεκριμένων περιστάσεων της υποθέσεως της κύριας δίκης, εντούτοις το Δικαστήριο είναι αρμόδιο να συναγάγει από τις διατάξεις της οδηγίας 2004/39, εν προκειμένω από το άρθρο της 4, παράγραφος 1, σημείο 14, τα κριτήρια που μπορεί ή πρέπει να εφαρμόζει το εθνικό δικαστήριο για τον σκοπό αυτό (βλ., συναφώς, απόφαση της 3ης Δεκεμβρίου 2015, Banif Plus Bank, C-312/14, EU:C:2015:794, σκέψη 51 και εκεί παρατιθέμενη νομολογία).
- 26 Το άρθρο 4, παράγραφος 1, σημείο 14, της οδηγίας 2004/39 ορίζει τη ρυθμιζόμενη αγορά ως ένα πολυμερές σύστημα που το διευθύνει ή το εκμεταλλεύεται διαχειριστής αγοράς και το οποίο επιτρέπει ή διευκολύνει την προσέγγιση πλειόνων συμφερόντων τρίτων για την αγορά και την πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων –εντός του συστήματος και σύμφωνα με τους κανόνες του που δεν παρέχουν διακριτική ευχέρεια– κατά τρόπο καταλήγοντα στη σύναψη συμβάσεως σχετικής με χρηματοπιστωτικά μέσα εισηγμένα προς διαπραγμάτευση βάσει των κανόνων και/ή των συστημάτων του, και το οποίο έχει λάβει άδεια λειτουργίας και λειτουργεί κανονικά σύμφωνα με τις διατάξεις του τίτλου III της οδηγίας αυτής.
- 27 Συναφώς, από την απόφαση περί παραπομπής προκύπτει ότι το σύστημα EFS έχει πράγματι ορισμένα από τα χαρακτηριστικά της ρυθμιζόμενης αγοράς τα οποία διευκρινίζονται στον ορισμό αυτό. Επομένως, κατά το αιτούν δικαστήριο, η Euronex εκμεταλλεύεται το σύστημα αυτό, το οποίο υπόκειται σε κανόνες που δεν παρέχουν διακριτική ευχέρεια, ήτοι στους κανόνες που περιλαμβάνονται σε δύο εκδοθέντα από τον οργανισμό αυτόν έγγραφα, με τίτλο «*EFS Trading Manual*» και «*TCS-web user Guide to the EFS*». Οι εντολές που δίνουν στο πλαίσιο του συστήματος EFS οι μεσίτες στους πράκτορες των οργανισμών επενδύσεων καταλήγουν στη σύναψη συμβάσεων που αφορούν μερίδια των οργανισμών αυτών. Εξάλλου, η Euronex έχει λάβει άδεια για την εκμετάλλευση του συστήματος EFS, η οποία από κανένα στοιχείο δεν προκύπτει ότι δεν είναι σύμφωνη προς τις διατάξεις του τίτλου III της οδηγίας 2004/39, όπερ εναπόκειται στο αιτούν δικαστήριο να εξακριβώσει.
- 28 Διαπιστώνεται επίσης ότι τα εν λόγω μερίδια των οργανισμών επενδύσεων αποτελούν «χρηματοπιστωτικά μέσα», κατά την έννοια του άρθρου 4, παράγραφος 1, σημείο 17, της οδηγίας 2004/39, σε συνδυασμό με το παράρτημα I, τμήμα Γ, σημείο 3, της οδηγίας αυτής.
- 29 Επομένως, για να δοθεί απάντηση στο ερώτημα του αιτούντος δικαστηρίου, πρέπει να εξετασθεί αν τέτοιο σύστημα διαπραγματεύσεως πρέπει να θεωρηθεί πολυμερές σύστημα το οποίο επιτρέπει ή διευκολύνει την προσέγγιση πλειόνων συμφερόντων τρίτων για αγορά και πώληση, κατά την έννοια του άρθρου 4, παράγραφος 1, σημείο 14, της οδηγίας 2004/39.
- 30 Καίτοι η εν λόγω οδηγία δεν καθορίζει την έννοια του «πολυμερούς συστήματος», αυτή καθαυτή, στην αιτιολογική σκέψη 6 της οδηγίας αυτής αναφέρεται ότι ο ορισμός των εννοιών της «ρυθμιζόμενης αγοράς» και του «πολυμερούς μηχανισμού διαπραγματεύσεως (ΠΜΔ)», που είναι τα δύο είδη πολυμερούς συστήματος τα οποία αφορά η εν λόγω οδηγία, πρέπει να αποκλείει τα διμερή συστήματα στο πλαίσιο των οποίων επιχείρηση επενδύσεων συμμετέχει στη συναλλαγή για ίδιο λογαριασμό και όχι ως αντισυμβαλλόμενος ο οποίος παρεμβάλλεται μεταξύ αγοραστή και πωλητή χωρίς να αναλαμβάνει κίνδυνο. Δυνάμει του άρθρου 4, παράγραφος 1, σημείο 6, της οδηγίας 2004/39, διενέργεια συναλλαγών για ίδιο λογαριασμό σημαίνει διαπραγμάτευση βάσει ιδίων κεφαλαίων, η οποία οδηγεί στην ολοκλήρωση συναλλαγών που αφορούν χρηματοπιστωτικά μέσα.
- 31 Από τη σαφή αυτή διάκριση μεταξύ πολυμερούς και διμερούς συστήματος συνάγεται ότι ο διαχειριστής αγοράς ή η επιχείρηση επενδύσεων που εκμεταλλεύεται πολυμερές σύστημα ενεργεί χωρίς να αναλαμβάνει κίνδυνο και χωρίς να διαπραγματεύεται βάσει ιδίων κεφαλαίων κατά τη διενέργεια συναλλαγών που πραγματοποιούνται εντός του συστήματος αυτού. Σύμφωνα με τον ορισμό του άρθρου 4, παράγραφος 1, σημείο 14, της οδηγίας 2004/39, η παρέμβαση αυτή λαμβάνει

χώρα μεταξύ πλειόνων συμφερόντων τρίτων για αγορά και πώληση, οι δε τρίτοι πρέπει να νοούνται ως κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο το οποίο είναι διαφορετικό και ανεξάρτητο του συστήματος διαπραγματεύσεως και του διαχειριστή του.

- 32 Από τις παρασχεθείσες διευκρινίσεις του αιτούντος δικαστηρίου φαίνεται να προκύπτει ότι το σύστημα EFS έχει τα χαρακτηριστικά αυτά και, κατά συνέπεια, πρέπει να θεωρηθεί «ρυθμιζόμενη αγορά», κατά την έννοια του άρθρου 4, παράγραφος 1, σημείο 14, της οδηγίας 2004/39.
- 33 Πράγματι, πρώτον, φαίνεται ότι οι συναλλαγές αγοράς και πώλησεως μεριδίων οργανισμών επενδύσεων «ανοικτού τύπου» μεταξύ των μεσιτών, οι οποίοι εκπροσωπούν τους επενδυτές, και των πρακτόρων αυτών των οργανισμών επενδύσεων εκτελούνται εντός του συστήματος EFS, το οποίο δεν αναλαμβάνει κίνδυνο ούτε χρησιμοποιεί ίδια κεφάλαια στο πλαίσιο των συναλλαγών αυτών.
- 34 Στο πλαίσιο αυτό, δεν μπορεί να γίνει δεκτή η άποψη ότι το σύστημα EFS ομοιάζει μάλλον με διμερές σύστημα, εφόσον, στην πραγματικότητα, εντός του συστήματος αυτού, η εντολή επενδυτή εκτελείται πάντοτε από οργανισμό επενδύσεων. Όπως τόνισε ο γενικός εισαγγελέας στο σημείο 92 των προτάσεών του, η άποψη αυτή δεν λαμβάνει υπόψη την παρέμβαση της Euronex, η οποία εκμεταλλεύεται το σύστημα EFS ως ανεξάρτητος φορέας στο πλαίσιο των συναλλαγών αυτών, παρέμβαση η οποία δεν υφίσταται στη διμερή διαπραγμάτευση.
- 35 Συναφώς, όπως παρατηρεί η Κυβέρνηση του Ηνωμένου Βασιλείου, δεν ασκεί επιρροή το γεγονός ότι, εντός συστήματος όπως το σύστημα EFS, δεν γίνεται διαπραγμάτευση μεταξύ των διαφόρων μεσιτών ή μεταξύ των διαφόρων πρακτόρων των οργανισμών επενδύσεων, εφόσον, στο πλαίσιο του συστήματος αυτού, οι εν λόγω πράκτορες μπορούν να διενεργούν συναλλαγές με πλείονες μεσίτες και αντιστρόφως.
- 36 Δεύτερον, θεωρείται ότι η προσέγγιση πλειόνων συμφερόντων τρίτων για την αγορά και την πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων έγκειται στην παρουσία, εντός του συστήματος EFS, μεσιτών που εκπροσωπούν επενδυτές καθώς και πρακτόρων των οργανισμών επενδύσεων.
- 37 Αφενός, οι εν λόγω μεσίτες και πράκτορες είναι τρίτοι σε σχέση με το σύστημα αυτό, καθόσον είναι διαφορετικά πρόσωπα, ανεξάρτητα του συστήματος αυτού.
- 38 Αφετέρου, το γεγονός, το οποίο τόνισαν το αιτούν δικαστήριο καθώς και οι εκκαλούσες της υποθέσεως της κύριας δίκης, ότι οι πράκτορες και οι οργανισμοί τους επενδύσεων εκτελούν αποκλειστικώς και υποχρεωτικώς τις εντολές εκδόσεως και εξαγοράς μεριδίων οργανισμών επενδύσεων, τις οποίες λαμβάνουν μέσω του συστήματος EFS, δεν εμποδίζει την προσέγγιση πλειόνων συμφερόντων για την αγορά και την πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων, βάσει της παρουσίας των εν λόγω πρακτόρων και μεσιτών εντός του συστήματος αυτού. Πράγματι, λαμβανομένης υπόψη, μεταξύ άλλων, της ευρείας έννοιας του όρου «ενδιαφέρον για την αγορά και την πώληση» που περιλαμβάνεται στην αιτιολογική σκέψη 6 της οδηγίας 2004/39, ο όρος αυτός δεν μπορεί να ερμηνευθεί υπό την έννοια ότι αποκλείει τις θέσεις ενός συμμετέχοντος στο σύστημα διαπραγματεύσεως για τον λόγο και μόνον ότι αυτές προκύπτουν από την υποχρέωση εξαγοράς ή εκδόσεως τέτοιων μεριδίων.
- 39 Τρίτον, το αιτούν δικαστήριο καθώς και οι εκκαλούσες της υποθέσεως της κύριας δίκης αναγνωρίζουν ορισμένα χαρακτηριστικά του συστήματος EFS, τα οποία αφορούν τη μη ύπαρξη υποχρεώσεως γνωστοποιήσεως των εκτελούμενων στο πλαίσιο του συστήματος αυτού συναλλαγών, τον πρωτογενή χαρακτήρα τους, το γεγονός ότι οι τιμές δεν προκύπτουν ευθέως από τη σχέση προσφοράς και ζήτησεως αλλά από την εσωτερική αξία των αγοραζομένων ή πωλουμένων μεριδίων, όπως καθορίζεται την επομένη της διαβιβάσεως των εντολών, καθώς και τον αμελητέο κίνδυνο χειραγωγήσεως της αγοράς ή διαπραγματεύσεως βάσει εμπιστευτικών πληροφοριών. Κρίνουν ότι τα χαρακτηριστικά αυτά συνηγορούν υπέρ της απόψεως ότι το εν λόγω σύστημα δεν μπορεί να χαρακτηριστεί ως ρυθμιζόμενη αγορά.



- 40 Κανένα όμως από τα χαρακτηριστικά αυτά, ακόμα και αν υποθεθεί ότι αποδεικνύονται, δεν μπορεί να θεωρηθεί ασύμβατο προς την έννοια της «ρυθμιζόμενης αγοράς», όπως καθορίζεται στο άρθρο 4, παράγραφος 1, σημείο 14, της οδηγίας 2004/39.
- 41 Πράγματι, όπως επισημαίνουν η AFM, η Κυβέρνηση του Ηνωμένου Βασιλείου και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή στις γραπτές τους παρατηρήσεις, η διάταξη αυτή δεν περιλαμβάνει καμία διευκρίνιση ή περιορισμό σχετικά με τη λειτουργία της ρυθμιζόμενης αγοράς όσον αφορά τη γνωστοποίηση ή μη των συναλλαγών, τον πρωτογενή ή δευτερογενή χαρακτήρα των συναλλαγών αυτών ή τη διαμόρφωση της τιμής τους.
- 42 Όσον αφορά, ειδικότερα, τη γνωστοποίηση των συναλλαγών, επισημαίνεται ότι η μνεία, στην αιτιολογική σκέψη 6 της οδηγίας 2004/39, του γεγονότος ότι αγορά αποτελούμενη μόνον από σύνολο κανόνων σχετικών, μεταξύ άλλων, με τη γνωστοποίηση των συναλλαγών είναι ρυθμιζόμενη αγορά ή ΠΜΔ, σημαίνει μόνον ότι, για τον χαρακτηρισμό μιας αγοράς ως ρυθμιζόμενης αγοράς ή ΠΜΔ, αρκεί η αγορά αυτή να έχει τα ως άνω χαρακτηριστικά. Δεν συνάγεται εξ αυτού ότι η γνωστοποίηση των συναλλαγών είναι απαραίτητη προϋπόθεση για τον χαρακτηρισμό αυτόν.
- 43 Το επιχείρημα ότι, κατ' ουσίαν, δεν υπάρχει ανάγκη να χαρακτηριστεί το σύστημα EFS ως «ρυθμιζόμενη αγορά», δεδομένου του αμελητέου κινδύνου καταχρήσεων κατά την εκτέλεση των συναλλαγών, δεν μπορεί να ευδοκιμήσει. Πράγματι, όπως τονίζει η Επιτροπή στις γραπτές παρατηρήσεις της, ο σκοπός των διατάξεων της οδηγίας 2004/39 περί των ρυθμιζόμενων αγορών δεν περιορίζεται στην πρόληψη των καταχρήσεων. Όπως προκύπτει, μεταξύ άλλων, από τις αιτιολογικές σκέψεις 2 και 5 της οδηγίας αυτής, οι διατάξεις αυτές αποσκοπούν, ευρύτερα, στην απαιτούμενη εναρμόνιση που θα προσφέρει στους επενδυτές υψηλό επίπεδο προστασίας, με τη θέσπιση ενός συνολικού ρυθμιστικού καθεστώτος που να διέπει την εκτέλεση των συναλλαγών επί χρηματοπιστωτικών μέσων, ώστε να εξασφαλισθεί η υψηλή ποιότητα στην εκτέλεση των συναλλαγών και να διασφαλισθεί η ακεραιότητα και η αποτελεσματικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος στο σύνολό του.
- 44 Λαμβανομένων υπόψη των προεκτεθέντων, στο υποβληθέν ερώτημα πρέπει να δοθεί η απάντηση ότι το άρθρο 4, παράγραφος 1, σημείο 14, της οδηγίας 2004/39 έχει την έννοια ότι εμπίπτει στη «ρυθμιζόμενη αγορά», κατά τη διάταξη αυτή, σύστημα διαπραγματεύσεως, στο πλαίσιο του οποίου πλείονες πράκτορες οργανισμών επενδύσεων και μεσίτες εκπροσωπούν οργανισμούς επενδύσεων «ανοικτού τύπου» και επενδυτές, αντιστοίχως, και το οποίο έχει μοναδικό σκοπό να συνδράμει αυτούς τους οργανισμούς επενδύσεων όσον αφορά την υποχρέωσή τους να εκτελούν τις εντολές αγοράς και πωλήσεως μεριδίων τις οποίες δίνουν οι εν λόγω επενδυτές.

### **Επί των δικαστικών εξόδων**

- 45 Δεδομένου ότι η παρούσα διαδικασία έχει ως προς τους διαδίκους της κύριας δίκης τον χαρακτήρα παρεμπύπτοντος που ανέκυψε ενώπιον του εθνικού δικαστηρίου, σ' αυτό εναπόκειται να αποφανθεί επί των δικαστικών εξόδων. Τα έξοδα στα οποία υποβλήθηκαν όσοι υπέβαλαν παρατηρήσεις στο Δικαστήριο, πλην των ως άνω διαδίκων, δεν αποδίδονται.

Για τους λόγους αυτούς, το Δικαστήριο (τέταρτο τμήμα) αποφαινεται:

**Το άρθρο 4, παράγραφος 1, σημείο 14, της οδηγίας 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 21ης Απριλίου 2004, για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, για την τροποποίηση των οδηγιών 85/611/ΕΟΚ και 93/6/ΕΟΚ του Συμβουλίου και της οδηγίας 2000/12/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και για την κατάργηση της οδηγίας 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου, έχει την έννοια ότι εμπίπτει στη «ρυθμιζόμενη αγορά», κατά τη διάταξη αυτή, σύστημα διαπραγματεύσεως, στο πλαίσιο του οποίου πλείονες πράκτορες οργανισμών επενδύσεων και μεσίτες εκπροσωπούν οργανισμούς επενδύσεων**

**«ανοικτού τύπου» και επενδυτές, αντιστοίχως, και το οποίο έχει μοναδικό σκοπό να συνδράμει αυτούς τους οργανισμούς επενδύσεων όσον αφορά την υποχρέωσή τους να εκτελούν τις εντολές αγοράς και πωλήσεως μεριδίων τις οποίες δίνουν οι εν λόγω επενδυτές.**

(υπογραφές)