



# Recopilación de la Jurisprudencia

CONCLUSIONES DEL ABOGADO GENERAL  
M. CAMPOS SÁNCHEZ-BORDONA  
presentadas el 26 de abril de 2017<sup>1</sup>

## Asunto 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**

**contra**

**Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM)**

[Petición de decisión prejudicial planteada por el College van beroep voor het bedrijfsleven (Tribunal de apelación en materia económica, Países Bajos)]

«Mercados de instrumentos financieros — Sistemas multilaterales de negociación — Concepto de mercado regulado — Gestor de fondos de inversión — Fondos de inversión abiertos — Abuso de mercado y uso de información privilegiada»

1. Los sistemas de negociación de instrumentos financieros han experimentado una evolución vertiginosa en los últimos años, como consecuencia de la diversificación de los productos financieros comercializados.
2. La necesidad de ofrecer a los inversores una protección adecuada, de reducir el riesgo y de incrementar la supervisión pública del funcionamiento de estos mercados, para garantizar la estabilidad financiera, ha requerido un ajuste progresivo de los sistemas de negociación. A las tradicionales bolsas de valores se han unido nuevas plataformas, tanto de carácter multilateral como bilateral, que sirven para operar con todo tipo de instrumentos financieros, desde los más sencillos hasta los más sofisticados.
3. El legislador de la Unión ha entrado de lleno en la regulación de este sector. Con esa finalidad, y utilizando una terminología a veces de difícil comprensión, ha desarrollado, como figuras dotadas de sus propios perfiles, los «mercados regulados», los «sistemas multilaterales de financiación», los «sistemas organizados de contratación» y los «internalizadores sistemáticos» (en lo sucesivo, «IS»).

<sup>1</sup> Lengua original: español.

4. Este asunto permitirá al Tribunal de Justicia ampliar su aún incipiente jurisprudencia sobre las características de los sistemas de negociación, en especial, de los mercados regulados. El tribunal de reenvío quiere saber si un sistema denominado Euronext Fund Service (en lo sucesivo, «EFS»), gestionado por el Euronext Amsterdam N.V.,<sup>2</sup> es o no un mercado regulado, atendiendo a que en él interactúan únicamente inversores con fondos de inversión de tipo abierto.

## I. Marco jurídico

### A. Derecho de la Unión

5. Las disposiciones más relevantes para el litigio se plasman en la Directiva 2004/39/CE<sup>3</sup> (conocida como «Directiva MiFID I») y en sus principales normas de aplicación, que son la Directiva 2006/73/CE<sup>4</sup> y el Reglamento (CE) n.º 1287/2006<sup>5</sup> (en lo sucesivo, «normas MiFID I» o «conjunto normativo MiFID I»). También será imprescindible tener en cuenta la Directiva 2003/6/CE.<sup>6</sup>

6. El conjunto formado por la Directiva MiFID I y sus normas de aplicación ha sufrido el impacto de la crisis financiera de 2008, que dejó al descubierto algunas debilidades en el funcionamiento y en la transparencia de los mercados financieros. Además, la evolución tecnológica ha impuesto el fortalecimiento del marco normativo, especialmente de los sistemas de negociación, para aumentar su transparencia, mejorar la protección de los inversores, reforzar la confianza, abordar los ámbitos hasta entonces no cubiertos y garantizar que los supervisores tengan las competencias indispensables para llevar a cabo sus cometidos.

7. En consecuencia, el conjunto normativo MiFID I, que entró en vigor en 2007, será sustituido a partir del 3 de enero de 2018 por el denominado MiFID II, integrado, esencialmente, por la Directiva 2014/65/UE<sup>7</sup> (en lo sucesivo, «Directiva MiFID II») y por el Reglamento (UE) n.º 600/2014.<sup>8</sup> Aunque la Directiva MiFID II no ha entrado aún en vigor y obviamente no resulta aplicable al litigio principal, contiene algunas pautas útiles para interpretar las normas MiFID I.

#### 1. Directiva 2004/39

8. La Directiva MiFID I recoge en su artículo 1, apartado 1, que «se aplicará a las empresas de inversión y a los mercados regulados».

2 Euronext Amsterdam N.V se anuncia como sucesora de la histórica Bolsa de valores de Amsterdam y opera bajo la fórmula de mercado regulado.

3 Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo (DO 2004, L 145, p. 1).

4 Directiva de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión, y términos definidos a efectos de dicha Directiva (DO 2006, L 241, p. 26).

5 Reglamento de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, la admisión a negociación de instrumentos financieros, y términos definidos a efectos de dicha Directiva (DO 2006, L 241, p. 1).

6 Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado) (DO 2003, L 96, p. 16).

7 Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE (DO 2014, L 173, p. 349).

8 Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012 (DO 2014, L 173, p. 84).

9. Sus considerandos segundo, quinto, sexto, cuadragésimo cuarto y cuadragésimo noveno tienen el siguiente tenor:

«(2) [...] conviene alcanzar el grado de armonización necesario para ofrecer a los inversores un alto nivel de protección y permitir que las empresas de inversión presten servicios en toda la Comunidad, ya que se trata de un mercado único, tomando como base la supervisión del país de origen [...]

[...]

(5) [...] hay que reconocer la aparición, paralelamente a los mercados regulados, de una nueva generación de sistemas de negociación organizada que deben estar sometidos a ciertas obligaciones para preservar el funcionamiento eficiente y ordenado de los mercados financieros [...]

[...]

(6) Deben introducirse las definiciones de mercado regulado y de SMN,<sup>[9]</sup> y deben alinearse estrechamente entre sí para reflejar que cubren las mismas funciones de negociación organizada. Las definiciones deben excluir los sistemas bilaterales en los que una empresa de inversión participa en cada negociación por cuenta propia y no como una contraparte exenta de riesgo, interpuesta entre el comprador y el vendedor. El término “sistema” engloba todos aquellos mercados que operan únicamente sobre la base de un conjunto de normas y una plataforma de negociación, así como los que operan solo con arreglo a un conjunto de normas. Los mercados regulados y los SMN no están obligados a utilizar un sistema “técnico” para casar órdenes. Un mercado compuesto únicamente por un conjunto de normas que regulan aspectos relacionados con la condición de miembro, la admisión de instrumentos a negociación, la negociación entre miembros y las obligaciones de información y, en su caso, de transparencia es un mercado regulado o un SMN según lo definido en la presente Directiva y las operaciones concluidas con arreglo a dichas normas se consideran concluidas con arreglo a los sistemas de un mercado regulado o un SMN. La expresión “intereses de compra y venta” debe entenderse en sentido amplio e incluye órdenes, cotizaciones e indicaciones de interés. El requisito de que los intereses se confronten dentro del sistema, según normas no discrecionales establecidas por el gestor del sistema significa que se confronten con arreglo a las normas del sistema o por medio de los métodos o procedimientos de funcionamiento interno del sistema (incluidos los procedimientos integrados en los programas informáticos). Por “normas no discrecionales” han de entenderse aquellas normas que no permiten a la empresa de inversión que gestiona un SMN ningún margen de discrecionalidad sobre la interacción de los intereses. Las definiciones exigen que esos intereses se confronten de tal modo que den lugar a un contrato, cuya ejecución se ajuste a las normas del sistema o a los métodos o procedimientos de funcionamiento interno del sistema.

[...]

(44) Con el doble objetivo de proteger a los inversores y de asegurar el funcionamiento armónico de los mercados de valores, es preciso garantizar la transparencia de las operaciones y velar por que las normas establecidas a tal fin se apliquen a las empresas de inversión cuando éstas operen en los mercados. Para que los inversores o los participantes del mercado puedan evaluar en todo momento las condiciones de una operación sobre acciones que están sopesando y puedan comprobar *a posteriori* las condiciones en las que se llevó a cabo, deben establecerse normas comunes para la publicación de los datos de las operaciones sobre acciones ya concluidas y la difusión de los datos de las operaciones sobre acciones que son posibles en aquel momento.

9 Las siglas SMN se emplean en la Directiva 2004/39 como abreviatura de «sistema multilateral de negociación».

Estas normas son necesarias para garantizar la integración real de los mercados de valores de los Estados miembros, para reforzar la eficiencia del proceso global de formación de precios de los instrumentos de renta variable y para contribuir a la observancia efectiva de las obligaciones de “ejecución óptima”. Para ello es preciso disponer de un régimen global de transparencia aplicable a todas las operaciones sobre acciones, independientemente de que las realice una empresa de inversión de modo bilateral o se ejecuten a través de mercados regulados o SMN. La obligación impuesta a las empresas de inversión en el marco de la presente Directiva de indicar los precios de compra/venta y de ejecutar una orden al precio indicado no exime a una empresa de inversión de la obligación de encaminar una orden a otro lugar de ejecución cuando esta internalización sea susceptible de impedir que la empresa cumpla las obligaciones de “ejecución óptima”.

[...]

- (49) La autorización para gestionar un mercado regulado debe abarcar todas las actividades directamente relacionadas con la presentación, tratamiento, ejecución, confirmación e información de las órdenes desde el momento en que estas son recibidas por el mercado regulado hasta el momento en que se transmiten para su ulterior conclusión, así como las actividades relacionadas con la admisión a negociación de instrumentos financieros. Debe también incluir las operaciones realizadas a través de creadores de mercado designados por el mercado regulado, de conformidad con sus sistemas y con arreglo a las normas que los regulan. No todas las operaciones concluidas por miembros o participantes del mercado regulado o el SMN han de ser consideradas concluidas en el marco de los sistemas del mercado regulado o SMN. Las operaciones que miembros o participantes realicen de forma bilateral y que no cumplan todas las obligaciones establecidas para un mercado regulado o un SMN con arreglo a la presente Directiva deben considerarse operaciones concluidas al margen de un mercado regulado o un SMN a los efectos de la definición de internalizador sistemático. En tal caso, la obligación de las empresas de inversión de hacer públicas las cotizaciones en firme debe aplicarse si se cumplen las condiciones establecidas en la presente Directiva.»

10. El artículo 4, apartado 1, puntos 7, 13, 14 y 15 detalla los siguientes conceptos:

«7) Internalizador sistemático: la empresa de inversión que, de forma organizada, frecuente y sistemática, negocia por cuenta propia mediante la ejecución de órdenes de clientes al margen de un mercado regulado o un SMN.

[...]

13) Gestor del mercado: la persona o personas que gestionan o desarrollan la actividad de un mercado regulado. El gestor del mercado puede ser el propio mercado regulado.

14) Mercado regulado: sistema multilateral, operado o gestionado por un gestor del mercado, que reúne o brinda la posibilidad de reunir —dentro del sistema y según sus normas no discrecionales— los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos con respecto a los instrumentos financieros admitidos a negociación conforme a sus normas o sistemas, y que está autorizado y funciona de forma regular de conformidad con lo dispuesto en el título III.

15) Sistema de negociación multilateral (SMN): sistema multilateral, operado por una empresa de inversión o por un gestor del mercado, que permite reunir —dentro del sistema y según normas no discrecionales— los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos, de conformidad con lo dispuesto en el título II».

## 2. Reglamento 1287/2006

11. El artículo 2, punto 8, define «sistema de negociación» como «un mercado regulado, SMN o internalizador sistemático cuando actúa como tal y, cuando proceda, un sistema fuera de la Comunidad con funciones similares a un mercado regulado o SMN».

12. El artículo 5 de este Reglamento especifica:

«A efectos del presente Reglamento, las referencias a una operación se entenderán como referencias únicamente a la compra y venta de un instrumento financiero. A efectos del presente Reglamento, a excepción del capítulo II, la compra y venta de un instrumento financiero no incluirá:

[...]

c) las operaciones de mercado primario (como emisiones, asignaciones o suscripciones) en instrumentos financieros contemplados en el artículo 4, apartado 1, punto 18, letras a) y b), de la Directiva 2004/39/CE.»

13. El artículo 21, apartado 1, enumera los criterios para determinar si una empresa de inversión es IS:

«Cuando una empresa de inversión negocie por cuenta propia ejecutando órdenes de clientes fuera de un mercado regulado o SMN, se considerará internalizador sistemático si cumple los siguientes criterios que indican que realiza esta actividad de forma organizada, frecuente y sistemática:

- a) la actividad tiene un papel comercial importante para la empresa, y se realiza siguiendo normas y procedimientos no discrecionales;
- b) la actividad es realizada por personal, o mediante un sistema técnico automatizado, asignado con ese fin, independientemente de si ese personal o ese sistema se utilizan exclusivamente para dicho fin;
- c) la actividad está disponible para los clientes de forma regular o continua.»

## 3. Directiva 2003/6

14. Su artículo 1, punto 1, entiende por:

«*Información privilegiada*: la información de carácter concreto, que no se haya hecho pública, y que se refiere directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros, y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de esos instrumentos financieros o sobre la cotización de instrumentos financieros derivados relacionados con ellos.»

15. Según su artículo 6, apartado 4:

«Las personas que ejerzan responsabilidades de dirección en el seno de un emisor de instrumentos financieros y, si procede, las personas que tengan un vínculo estrecho con ellas, deberán, al menos, comunicar a la autoridad competente la existencia de operaciones efectuadas por su propia cuenta en relación con acciones de dicho emisor, o sobre instrumentos derivados u otros instrumentos financieros vinculados a ellos. Los Estados miembros velarán por que el acceso del público a esa información, al menos de manera individual, esté disponible lo antes posible.»

## B. Derecho nacional

16. El artículo 1:1 de la *Wet op het financieel toezicht* (Ley de supervisión de los mercados financieros; en lo sucesivo, «Wft») describe el concepto de mercado regulado en los siguientes términos:

«sistema multilateral que reúne o brinda la posibilidad de reunir —dentro del sistema y según sus normas no discrecionales— los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos con respecto a los instrumentos financieros admitidos a negociación conforme a sus normas y sistemas, que funciona de forma regular y de conformidad con las normas en vigor en materia de concesión de autorizaciones y de supervisión continuada.»

17. Para el artículo 5:60, apartado 1, letra a), toda persona

- que determina, o determina de forma conjunta, la gestión ordinaria de un fondo emisor con domicilio social en los Países Bajos que haya emitido o se proponga emitir instrumentos financieros en el sentido del artículo 5:56, apartado 1, letra a) [esto es, instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado o en un sistema de negociación multilateral],
- o bien la persona a cuya propuesta se haya celebrado un contrato de compra de un instrumento financiero en el sentido de la presente letra, siempre que no se trate de un valor,
- o bien que proponga la celebración de un contrato de compra relativo a un instrumento financiero en el sentido de la presente letra siempre que no se trate de un valor negociable,

estará obligada a notificar, no más tarde del quinto día hábil siguiente a la fecha de la operación, las operaciones realizadas o ejecutadas por cuenta propia con participaciones relacionadas con el emisor mencionado en las letras a), b) o c) (del artículo 5:60, apartado 1), o bien con instrumentos financieros cuyo valor se determine asimismo sobre la base del valor de dichas participaciones.

18. A tenor del artículo 5:56, apartado 1, letra a), las personas contempladas en la disposición anterior tienen prohibido servirse de información privilegiada cuando efectúen en los Países Bajos, o a partir de estos o de un Estado miembro, una transacción sobre instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado que ha recibido la autorización prevista en el artículo 5:26, apartado 1, o en un sistema multilateral de negociación para el que la empresa de inversión disfrute de la autorización prevista en el artículo 2:96 o respecto a la que ha solicitado la admisión para negociar en ella.

19. Con arreglo al artículo 1:40, apartado 1, la autoridad de supervisión repercute los gastos de las actividades que practica en cumplimiento de sus funciones a las empresas respecto a las que se llevan a cabo tales actividades, en la medida en que dichos gastos no corran por cuenta del presupuesto estatal.

20. En virtud de los artículos 5, 6 y 8, apartado 1, inciso i), punto 4, del *Besluit bekostiging financieel toezicht* (Decreto sobre financiación de la supervisión de los mercados financieros), la *Stichting Autoriteit Financiële Markten* (Autoridad de Supervisión de los Mercados Financieros, Países Bajos; en lo sucesivo, «AFM») está facultada para imponer tasas a las entidades emisoras en el sentido del artículo 5:60, apartado 1, letra a), de la *Wft*.

## II. Litigio nacional y cuestión prejudicial

21. El proceso *a quo* enfrenta a la AFM con Robeco Hollands Bezit N.V. y otras once sociedades (organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios de tipo abierto o fondos de inversión abiertos; en adelante, «Robeco» o «fondos Robeco») que impugnaron unas liquidaciones de tasas giradas por aquella autoridad.

22. El objeto de la controversia son, en concreto, las decisiones de la AFM de 30 de octubre de 2009, 31 de diciembre de 2010, 30 de septiembre de 2011 y 28 de septiembre de 2012 (en lo sucesivo, «primeras decisiones»). A través de ellas, la AFM liquidó a los fondos Robeco las tasas correspondientes a los ejercicios 2009, 2010, 2011 y 2012, por importes de 110 euros, 350 euros, 630 euros y 180 euros, respectivamente, en aplicación de los artículos 1:40 y 5:60, apartado 1, inicio y letra a), de la Wft y del Besluit bekostiging financieel toezicht (Decreto sobre financiación de la supervisión de los mercados financieros).

23. Según la AFM, estas tasas se devengaron como consecuencia de las tareas de supervisión asumidas, en relación con los fondos Robeco, por aquella autoridad en el marco de la aplicación de la Directiva 2003/6, incorporada en los Países Bajos mediante la Wft, que impone a las entidades emisoras de instrumentos financieros negociados en mercados regulados la obligación de transmitir información sobre las actividades de sus gestores.

24. En la decisión de 13 de diciembre de 2012, la AFM rechazó las reclamaciones que Robeco había formulado.

25. Robeco interpuso entonces un recurso contra esa decisión ante el rechtbank Rotterdam (Tribunal de Rotterdam, Países Bajos), que lo desestimó en su sentencia de 24 de diciembre de 2013.

26. Ese órgano jurisdiccional denegó las pretensiones de Robeco y acogió las tesis de la AMF. Declaró que el sistema EFS se ajustaba a la definición de mercado regulado del artículo 1:1 de la Wft. El artículo 5:60 de la Wft era aplicable a los miembros de los consejos de administración y de vigilancia y las tasas giradas por la AFM resultaban conformes a derecho.

27. Robeco recurrió la sentencia de instancia ante el College van beroep voor het bedrijfsleven (Tribunal de apelación en materia económica, Países Bajos), que ha de dilucidar finalmente si el sistema EFS encaja o no en la noción de mercado regulado de la Directiva 2004/39.

28. La jurisdicción de reenvío considera probados varios elementos y circunstancias del litigio principal, que sumariamente describiré.

29. En primer lugar, afirma que Euronext dispone de una autorización para gestionar un mercado regulado, en virtud del artículo 5:26, apartado 1, de la Wft. Un segmento de Euronext es EFS, configurado como un sistema de negociación específico en el que se opera exclusivamente con participaciones en fondos de inversión de capital variable. Los fondos Robeco son fondos de inversión «*open end*» (de capital variable) y deben ejecutar órdenes de compra o de emisión de derechos de participación a través de EFS.

30. En segundo lugar, el tribunal de reenvío confirma que los agentes de fondos y los intermediarios forman parte del sistema EFS como miembros. Cada fondo de inversión o grupo de fondos de inversión tiene su propio agente, que actúa por cuenta y riesgo del fondo o grupo de fondos de inversión. Un intermediario o bróker recoge las órdenes de compra y de venta de los partícipes y las transmite al agente del fondo de inversión respectivo.

31. Por último, explica la jurisdicción de reenvío, en el sistema EFS, las operaciones se llevan a cabo sobre la base de la fijación de precios futuros. Un intermediario puede dar una orden a un agente hasta las 16 horas (hora límite), tras lo cual el valor liquidativo de los fondos de inversión (y, por tanto, el valor del derecho de participación a emitir o a comprar) se calcula sobre la base de las cotizaciones posteriores a la hora límite. El agente ejecuta, a las 10 de la mañana siguiente, la orden que se le ha encomendado sobre la base del valor liquidativo, computado con un recargo o con un descuento limitado, que deriva de los gastos de operación soportados por el fondo de inversión. Los agentes de fondos no realizan operaciones entre sí dentro del sistema EFS, ni tampoco los intermediarios. Las operaciones efectuadas en el EFS se ajustan a las normas del EFS Trading Manual y a la TCS-web User Guide to the EFS.

32. Partiendo de estos elementos, el *College van beroep voor het bedrijfsleven* (Tribunal de apelación en materia económica), en contra de lo acordado por la jurisdicción de primera instancia, se inclina por entender que el sistema EFS no es multilateral y que, por consiguiente, no puede catalogarse como un mercado regulado, en el sentido del artículo 4, apartado 1, punto 14, de la Directiva MiFID I.

33. A su juicio, el considerando sexto de la Directiva MiFID I distingue los sistemas bilaterales (régimen del IS) de los sistemas multilaterales de negociación, entre los que se hallan los mercados regulados. El elemento diferencial reside en que, en los bilaterales, se materializan operaciones exclusivamente entre la empresa de inversión y el inversor; mientras que en los multilaterales son también posibles las operaciones de los inversores entre sí. EFS sería un sistema bilateral porque en él actúan un intermediario (en representación del inversor) y un agente de fondos (en nombre de estos), ejecutando el primero las transacciones con el segundo.

34. Según el tribunal de reenvío, el considerando sexto de la Directiva MiFID I sugiere que un sistema en el que se practican únicamente transacciones no sujetas a obligación de información no puede calificarse de mercado regulado. En virtud del artículo 5, inicio y letra c), del Reglamento n.º 1287/2006, las transacciones del sistema EFS serían operaciones de mercado primario y no operaciones que comprendan la compra y venta de un instrumento financiero. El capítulo III de aquel Reglamento no resultaría aplicable a estas operaciones del mercado primario y, por eso, las obligaciones de información que contiene no se impondrían en las transacciones del sistema EFS. Al realizarse exclusivamente por medio de EFS operaciones de mercado primario, no sujetas por tanto a la obligación de información, EFS no se reputaría mercado regulado.

35. Esta apreciación, según el juez de reenvío, se ve reforzada por que el valor de los derechos de participación negociados a través del sistema EFS se determina calculando su valor liquidativo, tal como antes se expuso. Por el contrario, en un mercado regulado el precio no se fija así, sino sobre la base de la oferta y la demanda de los participantes.

36. Por último, el tribunal *a quo* aduce que EFS no es un mercado regulado, porque no cabe en él una manipulación de los precios y difícilmente podrían producirse operaciones con información privilegiada.

37. Pese a todo, también le parece defendible la calificación de EFS como un mercado regulado, en el sentido del artículo 4, apartado 1, punto 14, de la Directiva MiFID I. Reconoce que ni del tenor literal de este artículo ni del considerando sexto de esta Directiva cabe inferir de manera directa que no pueda catalogarse de mercado regulado una plataforma de negociación donde no se ejecutan exclusivamente operaciones sujetas a la obligación de información, y en la que el precio de lo negociado no se forma mediante la concurrencia de la oferta y de la demanda. Basta con que se trate de un mercado que opera sobre la base de un conjunto de normas, como las descritas en el considerando sexto, y que concurren los elementos de la definición contenida en el artículo 4, apartado 1, punto 14, de la Directiva MiFID I.



38. Además, para el tribunal de reenvío, el sistema EFS podría encajar en la noción de mercado regulado de la Directiva MiFID I, porque EFS es una plataforma de negociación autónoma gestionada con la autorización pertinente por Euronext; es un sistema multilateral al que están adheridos varios intermediarios y agentes de fondos con capacidad para colocar órdenes; los usuarios del sistema EFS pueden reputarse terceros con respecto a Euronext; y en el sistema EFS se confrontan los intereses de compra y de venta de los intermediarios y de los agentes de fondos para dar lugar a operaciones.

39. A la vista de las dudas sobre la interpretación del concepto de «mercado regulado», el College van beroep voor het bedrijfsleven (Tribunal de apelación en materia económica, Países Bajos) ha elevado al Tribunal de Justicia la siguiente cuestión prejudicial:

«¿Debe tener la consideración de mercado regulado en el sentido del artículo 4, apartado 1, punto 14, de la [Directiva] MiFID [I] un sistema en el que participan varios agentes de fondos e intermediarios que, dentro de dicho sistema, representan, respectivamente, a fondos de inversión de capital variable y a inversores en operaciones y que, de hecho, facilita exclusivamente a estos fondos de inversión de capital variable el cumplimiento de su obligación de ejecutar las órdenes de compra y de venta de derechos de participación dadas por los inversores? Y en caso de respuesta afirmativa, ¿qué características resultan decisivas a tal efecto?».

### III. Análisis de la pregunta prejudicial

40. El juez de reenvío quiere que el Tribunal de Justicia le aclare si una plataforma de negociación de instrumentos financieros con las características del sistema EFS es o no un mercado regulado en el sentido de la Directiva MiFID I. Antes de abordar la respuesta a esta pregunta, creo necesario exponer la regulación de los sistemas de negociación de instrumentos financieros que establece la Directiva MiFID I y la evolución que se ha producido desde su aplicación. Aun cuando no sean aplicables *ratione temporis* al litigio, me referiré también a los cambios que, a partir del 3 de enero de 2018, derivan de la entrada en vigor del conjunto normativo MiFID II.

#### C. Observaciones preliminares sobre los sistemas de negociación de instrumentos financieros

41. La Directiva MiFID I y sus normas de aplicación han modificado en gran medida el régimen jurídico de los sistemas de negociación de instrumentos financieros.<sup>10</sup> Con el propósito de incrementar la integración, la competitividad y la eficiencia de estos mercados en la Unión, se eliminó el monopolio de negociación, existente en algunos Estados miembros, que ostentaban las tradicionales bolsas de valores y se abrió la competencia entre las plataformas tradicionales y los nuevos sistemas de negociación alternativos que estaban apareciendo gracias al desarrollo tecnológico, pero quedaban al margen de la regulación.

42. El diseño del legislador de la Unión fue, como ya he avanzado, aumentar la transparencia, mejorar la protección de los inversores, reforzar la confianza y garantizar a las autoridades de supervisión las competencias precisas para desempeñar sus cometidos.<sup>11</sup>

<sup>10</sup> Estos sistemas de negociación «are multilateral systems or networks, which provide trading, clearing, settlement, and reporting services in relation to securities and derivative transactions. They support financial markets by providing essential services, connecting counterparties, reducing transaction costs through economies of scale, managing systemic and counterparty risks, and fostering transparency» (Ferrarini, G. y Saguato, P., «Regulating Financial Market Infrastructures», *ECGI Working Paper* n.º 259/2014, junio de 2014, p. 7).

<sup>11</sup> Según un estudio financiado por la Comisión, el resultado ha sido un incremento de la competencia entre los diferentes centros de negociación de instrumentos financieros, con mayores posibilidades de elección para los inversores en cuanto a los prestadores de servicios y los instrumentos financieros disponibles, avances que han sido potenciados por la evolución tecnológica. En general, los costes de las operaciones han disminuido y la integración ha aumentado, según el estudio de Oxera, *Monitoring Prices, Costs and Volumes of Trading and Post-trading Services*, 2011. Véase, también el Documento COM (2011) 652 final, p. 2.

43. La Directiva MiFID I se ha ocupado de tres tipos de sistemas de negociación de instrumentos financieros, dos de ellos multilaterales (mercados regulados y SMN)<sup>12</sup> y uno bilateral (IS). Aparte de estos sistemas, que responden a un modelo de negociación organizada, las normas MiFID I contemplan la posibilidad de una negociación no organizada (*over-the-counter*, en lo sucesivo, «OTC») de instrumentos financieros.

44. La primera, y más asentada, categoría de sistema de negociación de instrumentos financieros es la de los mercados regulados, utilizada en los conjuntos normativos MIFID I y II y en otras normas de derecho de la Unión. Aunque analizaré ulteriormente con más detalle los elementos que los caracterizan, los mercados regulados, según la definición del artículo 4, apartado 1, punto 14, de la Directiva MiFID I, son sistemas multilaterales de negociación de instrumentos financieros, controlados por un gestor que aplica normas de funcionamiento no discrecionales, en los que interactúan intereses compradores y vendedores de múltiples terceros, generando la celebración de contratos. Son similares a las clásicas bolsas de valores y, según la base de datos de la Autoridad Europea de Valores Mobiliarios (en lo sucesivo, «AEVM»),<sup>13</sup> existen en este momento en la Unión ciento dos mercados regulados (cuatro en los Países Bajos, uno de los cuales es Euronext Amsterdam).

45. La segunda categoría, que corresponde a los denominados sistemas de negociación multilateral (SMN), fue introducida por la Directiva MiFID I para englobar los mecanismos alternativos de negociación que habían aparecido en la práctica con el desarrollo tecnológico. Los SMN son también sistemas multilaterales de negociación en los que interactúan intereses compradores y vendedores de múltiples terceros que dan lugar a contratos, bajo la gestión no discrecional de un gestor o de una sociedad de inversión y con la necesidad de autorización administrativa. Aunque su régimen es similar al de los mercados regulados, se distingue en que no se controlan previamente los tipos de instrumentos financieros que pueden ser objeto de transacción.

46. Según la base de datos de la AEVM,<sup>14</sup> la Unión tiene en la actualidad ciento cincuenta y un SMN, entre los que destaca por su volumen la plataforma BATS Trading Ltd (Reino Unido). En los Países Bajos hay dos, Tom MTF Derivatives Markets y Tom MTF Cash Markets.

47. La tercera categoría introducida por la Directiva MiFID I corresponde a los denominados «internalizadores sistemáticos». A diferencia de los precedentes, no se configuran como centros de negociación multilateral gestionados por un tercero, a los que acuden inversores para vender y comprar instrumentos financieros, sino como sistemas de negociación bilaterales. Son, según el artículo 4, apartado 1, punto 7, de la Directiva MiFID I, empresas de inversión que, de forma organizada, frecuente y sistemática, negocian por cuenta propia mediante la ejecución de órdenes de clientes. Este sistema de negociación no es definido como tal, sino con relación al actor que lo ejerce.

48. Aunque no necesitan autorización administrativa de la autoridad nacional supervisora, los IS son empresas con tamaño suficiente como para casar internamente órdenes de compra y venta de inversores, por lo que están sometidas a numerosas obligaciones de transparencia. El régimen de los IS no ha sido, al parecer, muy atractivo, pues, según los datos de la AEVM,<sup>15</sup> solo están registradas como tales once empresas en toda la Unión, ninguna en los Países Bajos.

12 Los sistemas multilaterales también se pueden denominar «plataforma de negociación», que es definida como «un sistema explotado por una empresa de inversión o un gestor de mercado en el sentido del artículo 4, apartado 1, puntos 1 y 13, de la Directiva 2004/39/CE, que no sea un internalizador sistemático en el sentido del artículo 4, apartado 1, punto 7, de dicha Directiva, que reúne dentro del sistema los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros para dar lugar a contratos, de conformidad con lo dispuesto en los títulos II o III de la mencionada Directiva», según establece el artículo 2, punto 4, del Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (DO 2012, L 201, p. 1).

13 Véanse los datos en [https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma\\_registers\\_mifid\\_rma](https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_rma).

14 Véanse los datos en el siguiente link [https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma\\_registers\\_mifid\\_mtf](https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_mtf).

15 Véanse los datos en el siguiente link [https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma\\_registers\\_mifid\\_sys](https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_sys)

49. Al margen de la contratación de instrumentos financieros mediante estos sistemas de negociación organizada, la Directiva MiFID I, como hemos dicho ya, contempla una cuarta vía de ejecución de órdenes sobre instrumentos financieros, la OTC. Así se colige de su considerando quincuagésimo tercero,<sup>16</sup> a tenor del que no se demanda «la aplicación de normas de transparencia precomercial a las transacciones realizadas sobre la base de un mercado paralelo, entre cuyas características se hallan su carácter *ad hoc* e irregular y el hecho de que se realizan con contrapartes al por mayor, y que son parte de una relación comercial que se caracteriza por transacciones que exceden del volumen estándar del mercado, y en la que las transacciones se realizan fuera de los sistemas que normalmente utiliza la empresa de que se trate para sus actividades como internalizador sistemático».

50. La Directiva MiFID I, quizás por las exigencias impuestas a los IS (la negociación organizada, frecuente y sistemática, concretada en el artículo 21, apartado 3, del Reglamento n.º 1287/2006), así como por la configuración, aún más restrictiva, de los mercados regulados y de los SMN, dejó fuera de su ámbito otras modalidades de negociación OTC que representan un volumen importante de la contratación de instrumentos financieros. Este es el caso de los denominados *broker crossing systems*, los *broker-dealer crossing networks* o los *dark pools* o plataformas de contratación electrónica.<sup>17</sup>

51. Tras la crisis financiera de 2008, y a la vista de la evolución de las plataformas de negociación,<sup>18</sup> la Directiva MiFID II, aun no vigente, ha mantenido la misma tipología de sistemas de negociación, pero añadiendo una categoría adicional, que denomina «sistemas organizados de contratación» (en lo sucesivo, «SOC»).

52. Los SOC se definen de forma muy amplia, porque esta nueva modalidad de negociación multilateral pretende englobar los sistemas de negociación OTC que habían *escapado* a la regulación de la Directiva MiFID I.<sup>19</sup> Su principal diferencia con los mercados regulados y con los SMN es que los gestores de un SOC pueden ejecutar las órdenes de manera discrecional, supeditada, en su caso, a los requisitos de transparencia pre negociación y a las obligaciones de ejecución óptima.

53. La evolución que se acaba de describir pone de relieve que el legislador de la Unión pretende someter a regulación los diversos sistemas de negociación de instrumentos financieros que se vayan desarrollando, con la sola excepción de la negociación bilateral y esporádica de aquellos instrumentos.<sup>20</sup> El objetivo es, en efecto, que toda negociación organizada de instrumentos financieros

16 Véanse los comentarios de Gomber, P. y Pierron, A., «MiFID: Spirit and Reality of a European Financial Market Directive», *Celent Paper*, noviembre de 2010, p. 12.

17 Véase el detallado análisis de Onofrei, A., *La négociation des instruments financiers au regard de la directive MIF*, Larcier, Bruselas, 2012, pp. 360 a 363.

18 El considerando cuarto de la Directiva MiFID II lo justifica en estos términos: «La crisis financiera ha dejado al descubierto algunos puntos débiles en el funcionamiento y la transparencia de los mercados financieros. La evolución de los mercados financieros ha dejado clara la necesidad de fortalecer el marco regulador de los mercados de instrumentos financieros, también cuando la negociación tiene lugar en mercados extrabursátiles, con el fin de aumentar la transparencia, mejorar la protección de los inversores, reforzar la confianza, abordar los ámbitos no regulados y garantizar que se den a los supervisores las competencias necesarias para desarrollar sus cometidos.»

19 El artículo 4, apartado 1, punto 23, de la Directiva MiFID II define el sistema organizado de contratación (SOC) como «sistema multilateral, que no sea un mercado regulado o un SMN y en el que interactúan los diversos intereses de compra y de venta de bonos y obligaciones, productos de titulización, derechos de emisión o derivados de múltiples terceros para dar lugar a contratos, de conformidad con lo dispuesto en el título II de la presente Directiva [...]».

20 En este sentido, el artículo 1, apartado 7, de la Directiva MiFID II afirma: «Todo sistema multilateral con instrumentos financieros operará o bien con arreglo a las disposiciones del título II para los SMN o para los SOC, o bien con arreglo a las disposiciones del título III para los mercados regulados. Toda empresa de servicios de inversión que, de forma organizada, frecuente y sistemática, negocie por cuenta propia cuando ejecutan órdenes de clientes al margen de un mercado regulado, un SMN o un SOC operará con arreglo al título III del Reglamento (UE) n.º 600/2014. Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 23 y en el artículo 28 del Reglamento (UE) n.º 600/2014, todas las operaciones con instrumentos financieros de los mencionados en los párrafos anteriores que no se concluyan en sistemas multilaterales o internalizadores sistemáticos deberán cumplir las disposiciones pertinentes del título III del Reglamento (UE) n.º 600/2014.»

se lleve a cabo a través de alguno de los cauces, multilaterales o bilaterales, de la Directiva MiFID II.<sup>21</sup> De esta manera se favorece una competencia más adecuada entre los diferentes sistemas de negociación, sin el riesgo de que los operadores que desean esquivar los controles de las autoridades de supervisión pongan en marcha otros mecanismos alternativos.

#### **D. Noción de mercado regulado y su aplicación a una plataforma de contratación como EFS**

54. El tribunal de reenvío solicita al Tribunal de Justicia que le aclare si una plataforma de negociación con las características del sistema EFS encaja o no en la definición de mercado regulado establecida por la Directiva MiFID I. Antes de exponer mi opinión al respecto, quisiera hacer tres precisiones.

55. La primera es que corresponde al juez nacional, que tiene un conocimiento directo y completo del modo de actuar de EFS, dilucidar si esta plataforma cumple o no los requisitos para calificarla como mercado regulado. El Tribunal de Justicia puede, por supuesto, facilitarle pautas para interpretar la Directiva MiFID I, extrayendo de ella las condiciones que debe reunir un sistema de negociación susceptible de entrar en aquella categoría. De entre esas condiciones habrá que prestar especial atención a las controvertidas en este asunto,<sup>22</sup> a fin de que la respuesta sea útil.

56. Como segunda precisión, hay que señalar que las informaciones del juez nacional y las facilitadas por las partes en la vista parecen confirmar que EFS funciona bajo el «paraguas» de la autorización administrativa concedida por la AFM a Euronext para actuar como mercado regulado.

57. No consta, sin embargo, que el segmento EFS constituya, por sí mismo, un mercado regulado. No aparece entre los mercados regulados neerlandeses de la base de datos de la AEVM,<sup>23</sup> ni tampoco se anuncia específicamente como tal, a diferencia de otros análogos.<sup>24</sup>

58. La no inclusión del sistema EFS en la referida enumeración de mercados regulados no impide, sin embargo, que tenga esa naturaleza. El Tribunal de Justicia afirmó en su sentencia Nilaş y otros,<sup>25</sup> que el mero hecho de no figurar en dicha lista no es suficiente motivo para suponer que el mercado en cuestión no es un mercado regulado.<sup>26</sup>

21 Según Moloney «MiFID II/MiFIR is designed to repatriate trading on to organized trading venues and away from OTC markets» (Moloney, N., *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3ª ed., Oxford University Press, Oxford, 2014, p. 434). Véase, también, Clause, N. J. y Sorensen, K. E., «Reforming the Regulation of Trading Venues in the EU under the Proposed MiFID II. Levelling the Playing Field and Overcoming Market Fragmentation?», *European Company and Financial Review*, 2012, p. 28

22 Este enfoque ha sido el utilizado por el Tribunal de Justicia en sus sentencias de 3 de diciembre de 2015, Banif Plus Bank (C-312/14, EU:C:2015:794), apartado 51; y de 30 de mayo de 2013, Genil 48 y Comercial Hostelería de Grandes Vinos (C-604/11, EU:C:2013:344), apartado 43.

23 A tenor del artículo 47 de la Directiva MiFID I, titulado «Lista de mercados regulados»: «Cada Estado miembro elaborará una lista de los mercados regulados de los que sea Estado miembro de origen y enviará esa lista a los demás Estados miembros y a la Comisión. De forma análoga deberá comunicarse toda modificación de la citada lista. La Comisión publicará en el *Diario Oficial de la Unión Europea* una lista de todos los mercados regulados, que actualizará al menos una vez al año. Asimismo, la Comisión publicará y actualizará la lista en su sitio Internet cada vez que los Estados miembros notifiquen cambios en sus respectivas listas.»

24 Así, el ETFplus market (the open-ended collective investment undertaking (CIUs) segment) de la Borsa italiana. Véase al respecto, <http://www.borsaitaliana.it/fondi/formazione/formazione.htm>. Este mercado se dedica a la negociación de instrumentos financieros de fondos de inversión abiertos y está recogido en el elenco de mercados regulados en Italia de la AEVM y se ha configurado y publicitado explícitamente como tal. La base de datos de la AEVM lo recoge como ELECTRONIC OPEN-END FUNDS AND ETC MARKET en el link [https://registers.esma.europa.eu/publication/details?core=esma\\_registers\\_mifid\\_rma&docId=mifid731rma](https://registers.esma.europa.eu/publication/details?core=esma_registers_mifid_rma&docId=mifid731rma).

25 Sentencia de 22 de marzo de 2012 (C-248/11, EU:C:2012:166), apartado 54.

26 La inscripción en el repertorio elaborado por el Estado miembro, que no contempla la definición del artículo 4, apartado 1, punto 14, de la Directiva MiFID I, si era un elemento del concepto «mercado regulado» según el artículo 1, punto 13, de la Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables (DO 1993, L 141, p. 27), derogada por aquella a partir del 1 de noviembre de 2007.

59. Euronext podría actuar a la vez como gestor del mercado regulado Euronext Amsterdam y de la plataforma de negociación EFS. La sentencia Nilas y otros admitió que la Directiva 2004/39 contempla explícitamente situaciones en las que el gestor de un mercado regulado gestiona igualmente otro sistema de negociación, sin que este último se convierta, por ello, en un mercado regulado.<sup>27</sup> La calificación como tal de un sistema de negociación de instrumentos financieros, dice el Tribunal de Justicia, necesita que este sea autorizado como mercado regulado y que su funcionamiento se ajuste a los requisitos establecidos en el título III de la Directiva MiFID I.<sup>28</sup>

60. Corresponde al tribunal *a quo* dilucidar, como hecho sujeto a su libre apreciación, si EFS es verdaderamente un segmento del mercado regulado Euronext Amsterdam, que opera bajo su cobertura, o si constituye por sí mismo una plataforma o sistema de negociación distinto, aunque el gestor de ambos sea el mismo.

61. La tercera precisión concierne a las características de las empresas demandantes. Los fondos Robeco son organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) a los que se aplica la Directiva 2009/65/CE.<sup>29</sup> Según su artículo 1, apartado 2, son OICVM los organismos: a) cuyo objeto exclusivo sea la inversión colectiva, en valores mobiliarios o en otros activos financieros líquidos a los que se refiere el artículo 50, apartado 1, de los capitales obtenidos del público, y cuyo funcionamiento esté sometido al principio de reparto de riesgos; y b) cuyas participaciones sean, a petición de los partícipes, recompradas o reembolsadas, directa o indirectamente, con cargo a los activos de estos organismos.

62. Más concretamente, los fondos Robeco son OICVM públicos y abiertos, con forma contractual (fondos comunes de inversión gestionados por una sociedad de gestión), según el artículo 1, apartado 3, de la Directiva 2009/65. La actividad de los fondos de inversión abiertos «consiste en la captación pública de fondos, en la inversión y gestión común de los mismos, en el reparto de los riesgos y resultados derivados de aquella inversión y en el ofrecimiento de contrapartida por parte del OICVM a sus partícipes o socios».<sup>30</sup>

63. Los fondos Robeco, al utilizar el sistema EFS gestionado por Euronext, se dedican a captar de manera organizada, frecuente y sistemática el dinero de los inversores y, en principio, EFS tendría, por esa razón, la consideración de un sistema de negociación. El artículo 2, punto 8, del Reglamento n.º 1287/2006 define un «sistema de negociación» como «un mercado regulado, SMN o internalizador sistemático cuando actúa como tal y, cuando proceda, un sistema fuera de la Comunidad con funciones similares a un mercado regulado o SMN».

64. Teniendo en cuenta las características del sistema EFS que se exponen en el auto de reenvío, su actividad y la de los fondos Robeco que en él intervienen parece ser una negociación de instrumentos financieros realizada de manera organizada, frecuente y sistemática.

65. Si eso es así, EFS debería encajar, en principio, en uno de los tipos de sistemas de negociación de los que se ocupa la Directiva MiFID I, a saber, mercado regulado, SMN o IS (salvo que se tratara de una plataforma de negociación OTC de las que quedaron fuera de estas tres categorías y que, bajo la Directiva MiFID II, habría de encajar en el nuevo tipo de sistema de negociación, esto es, en los SOC).

27 Sentencia de 22 de marzo de 2012, Nilas y otros (C-248/11, EU:C:2012:166), apartados 44 a 46.

28 *Ibidem*, apartados 42 a 43.

29 Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) (DO 2009, L 302, p. 32).

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

66. Aunque la jurisdicción nacional solo pregunta si EFS es un mercado regulado, creo necesario que el Tribunal de Justicia la ilustre sobre los otros tipos de sistemas de negociación de la Directiva MiFID I, para que valore si EFS pudiera corresponderse, directa o subsidiariamente, con alguno de ellos.

67. Este análisis es importante porque, si EFS no fuera mercado regulado, el juez de reenvío quizás podría plantearse si es un SMN o un IS, así como determinar si las obligaciones de información previstas por la legislación neerlandesa (en relación con las normas sobre el control de conductas de abuso de mercado) son aplicables también a estos otros tipos de sistemas de negociación, de modo que justifiquen la percepción de las tasas controvertidas por parte de la AFM.

### ***1. Condiciones generales exigibles a los sistemas regulados***

68. De la definición que contiene el artículo 4, apartado 1, punto 14, de la Directiva MiFID I se infiere que en un sistema de negociación de instrumentos financieros deben concurrir las condiciones siguientes para que se pueda reputar mercado regulado:

- Ser un sistema multilateral, y no bilateral, de negociación, operado por un gestor de mercado, que actúa como tercero independiente de los compradores y de los vendedores.
- Reunir, o brindar la posibilidad de reunir, dentro del sistema diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros.
- Las transacciones de los instrumentos financieros admitidos a negociación según sus normas o sistemas tienen que dar lugar a la celebración de contratos.
- Funcionar de acuerdo con normas no discrecionales.
- Contar con una autorización administrativa, que las autoridades nacionales de supervisión financiera conceden si la plataforma funciona de forma regular de conformidad con lo dispuesto en el título III de la Directiva MiFID I.<sup>31</sup>

69. No se discute ante el tribunal de reenvío que EFS presenta algunas de estas condiciones, a saber:

- EFS está operado por un gestor de mercado, Euronext, y funciona como una plataforma según normas no discrecionales (en concreto, las recogidas en el Euronext Fund Service Trading Manual y, posteriormente, en el Trading Manual for the NAV Trading Facility).
- Las transacciones que se llevan a cabo en EFS entre los inversores y los fondos de inversión dan lugar a la celebración de contratos entre aquellos y tales fondos, siendo indiferente que la conclusión de esos contratos se perfeccione dentro o fuera del sistema.
- Finalmente, desde su creación en 2007, EFS «funciona de forma regular» en el seno del mercado regulado Euronext Amsterdam, con Euronext como gestor, de acuerdo con las normas del título III de la Directiva MiFID I. Aunque este extremo, según he avanzado, ha de verificarlo el juez

<sup>31</sup> En virtud del artículo 36, apartado 1, párrafo primero, de la Directiva MiFID I, la autorización de mercado regulado ha de reservarse a los sistemas de negociación que cumplan con lo establecido en el título III de esta Directiva. El Tribunal de Justicia consideró que como «la inclusión en la lista mencionada en el artículo 47 de la misma Directiva debe producirse necesariamente con posterioridad a dicha autorización, lógicamente no puede constituir un requisito para su obtención». (Sentencia de 22 de marzo de 2012, Nilaş y otros, C-248/11, EU:C:2012:166, apartado 53).

nacional, las informaciones que su auto de reenvío aporta, así como las facilitadas por la mayoría de las partes,<sup>32</sup> parecen confirmar que EFS opera bajo la cobertura de la autorización administrativa concedida por la AFM a Euronext para actuar como mercado regulado.<sup>33</sup>

70. El debate se ciñe, pues, al resto de las condiciones exigibles, es decir, a la multilateralidad del sistema y a la posibilidad de que permita casar diversos intereses de compra y de venta de múltiples terceros sobre los instrumentos financieros admitidos a negociación. El juez de reenvío y los fondos Robeco mencionan, además, otros elementos de la noción de mercado regulado, no previstos en la formulación de la Directiva MiFID I, que también analizaré.

## ***2. Condición de la multilateralidad en los mercados regulados***

71. El considerando sexto de la Directiva MiFID I pone de relieve la intención del legislador de la Unión de diferenciar entre sistemas de negociación de instrumentos financieros de carácter multilateral y de carácter bilateral. Los conceptos de mercado regulado y de SMN, afirma, «deben excluir los sistemas bilaterales en los que una empresa de inversión participa en cada negociación por cuenta propia y no como una contraparte exenta de riesgo, interpuesta entre el comprador y el vendedor».

72. Aunque la Directiva MiFID I no define los sistemas multilaterales, creo que puede ser oportuno acudir a la Directiva MiFID II, que sí lo ha hecho en su artículo 4, apartado 1, punto 19: «sistema multilateral [es] todo sistema o dispositivo en el que interactúan los diversos intereses de compra y de venta de instrumentos financieros de múltiples terceros».

73. Teniendo en cuenta ambos textos, considero que un sistema de negociación de instrumentos financieros será multilateral cuando interactúen en él múltiples inversores para comprar y vender instrumentos financieros y exista una contraparte exenta de riesgo (gestor de la plataforma) que se interponga entre esos inversores para asegurar un mejor funcionamiento del sistema.

74. Aunque tampoco hay una definición legislativa de los sistemas bilaterales de negociación en la Directiva MiFID I, su considerando sexto proclama que son aquellos «en los que una empresa de inversión participa en cada negociación por cuenta propia y no como una contraparte exenta de riesgo, interpuesta entre el comprador y el vendedor». El artículo 4, apartado 1, punto 6, de la Directiva MiFID I aclara que la «negociación por cuenta propia» es «la negociación con capital propio que da lugar a la conclusión de operaciones sobre uno o más instrumentos financieros». Por tanto, los sistemas de negociación bilaterales se caracterizan<sup>34</sup> porque en ellos los inversores negocian directamente instrumentos financieros con la empresa de inversión, que actúa por cuenta propia y arriesgando su capital, sin interposición de ningún tercero.

75. Los elementos que permiten discernir la multilateralidad de una plataforma de negociación de instrumentos financieros pueden resumirse, pues, en: a) la participación de múltiples inversores para comprar y vender instrumentos financieros; y b) la existencia de una contraparte exenta de riesgo (el gestor), interpuesta entre los diversos inversores para asegurar su adecuado funcionamiento.

32 La AFM informa de que Euronext Amsterdam N.V. remitió al tribunal de reenvío una carta asegurando la condición de mercado regulado de EFS y señalando que todas las autoridades supervisoras de los Estados en los que Euronext gestiona mercados regulados (además de los Países Bajos, Francia, Reino Unido, Bélgica y Portugal) eran de la misma opinión.

33 Los fondos Robeco precisaron en la vista que esta circunstancia solo ha concurrido desde 2012, cuando la AFM comenzó a catalogar a EFS como un mercado regulado y a exigirle el pago de las tasas controvertidas.

34 El Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores señaló que la expresión «sistemas multilaterales» pretende excluir los sistemas bilaterales y que estos últimos son «los sistemas en los que una entidad individual participa en cada negociación introducida en el sistema por cuenta propia y no como una contraparte exenta de riesgo, interpuesta entre el comprador y el vendedor. En cambio, un sistema en el que múltiples participantes (por ejemplo, creadores de mercado) actúan como contrapartes de las órdenes introducidas en el sistema tendrá la consideración de sistema multilateral» (punto 13 del Documento CESR, Standards for Alternative Trading Systems, CESR/02-086b, julio de 2002, ([http://www.esma.europa.eu/system/files/l-02\\_086b.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/l-02_086b.pdf))).

76. Procede ahora verificar, con las reservas expresadas en los puntos 55 a 67, si una entidad como EFS reúne dichos elementos.

77. En sus observaciones, los fondos Robeco argumentan que el sistema EFS tiene carácter bilateral. A su juicio, es un canal de distribución de las participaciones en fondos de inversión abiertos. Los inversores pueden bien ponerse en contacto directamente con estos fondos o bien hacerlo a través del sistema EFS. En este último caso, los brókeres o intermediarios recogen las órdenes de compra y de venta de sus clientes y las transmiten a los agentes de los fondos de inversión que operan en EFS. La ventaja, para los inversores, de utilizar EFS sería que este sistema facilita el acceso a un gran número de fondos de inversión y que la transmisión de órdenes es más eficaz. Según las afirmaciones de Robeco en la vista, EFS es la vía más utilizada por los pequeños inversores para adquirir participaciones en fondos de inversión abiertos, mientras que los grandes inversores suelen acudir a la negociación directa.

78. EFS sería, así, un sistema bilateral de transmisión de órdenes de compra y de venta de participaciones en fondos de inversión abiertos, en el que los brókeres no interactúan entre sí y se relacionan solo con los agentes de los fondos. Cada agente opera por cuenta de su propio fondo y no casa, sino que compensa las órdenes de compra y de venta de participaciones. Únicamente se colocan órdenes que dan lugar a transacciones en un mercado primario.

79. No creo, sin embargo, que estos argumentos sean suficientes para rebatir la multilateralidad del sistema EFS.

80. Tal como destacan la AFM y la Comisión, en el sistema EFS hay un gestor (Euronext Amsterdam N.V.) que transmite a los agentes de los fondos las órdenes de compra y de venta de los inversores presentadas por los brókeres. En las transacciones entre unos (los brókeres) y otros (los agentes), Euronext, en cuanto gestor de EFS, actúa como un tercero. Su gestión de esta plataforma de negociación se lleva a cabo de manera no discrecional, ateniéndose al Euronext Fund Service Trading Manual.

81. Los brókeres y los agentes de los fondos pueden, sin duda, efectuar sus transacciones de manera bilateral, lo que no es obstáculo para reputar a EFS como un sistema multilateral, desde el momento en el que un tercero (Euronext) interviene como gestor del mercado, que aporta seguridad en la negociación, transparencia y mayor protección de los inversores. Esta circunstancia explica que los pequeños inversores en fondos de inversión abiertos sean los principales usuarios del sistema EFS. Los grandes inversores disponen del conocimiento suficiente para protegerse ellos mismos.

82. La intervención de Euronext permite a los fondos captar inversores con mayor facilidad que si solo recurrieran a la negociación bilateral. Precisamente, la creación de EFS en 2007<sup>35</sup> fue realizada por Euronext Amsterdam en estrecha colaboración con la AFM y con la asociación representativa de los fondos de inversión neerlandeses. Euronext aseguraba que la principal ventaja del nuevo modelo EFS para los inversores era la de operar en *“a clearly regulated market”*.<sup>36</sup>

83. Si los inversores, o sus brókeres, compraran y vendieran directamente participaciones con los agentes de un fondo de inversión abierto, al margen de EFS, estaríamos ante un sistema de negociación bilateral, que revestiría la forma de IS (si se lleva a cabo de manera continuada, frecuente y sistemática) o de contratación OTC no sometida a la Directiva MiFID I (si es solo esporádica). No parece que este sea el caso de autos.

35 Euronext pretende extender su sistema EFS a Francia, desarrollando una plataforma multilateral para los fondos de inversión abiertos que operaban en el mercado bursátil parisino, denominada también Euronext Fund Services, que gestionará Euronext Paris. Véase la información en Euronext, *Expansion of Euronext Fund Services to include open-end funds on Euronext Paris*, Info-Flash, 24 de julio de 2015.

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



84. El carácter multilateral de EFS se pone de manifiesto, además, en que Euronext interviene en el sistema como gestor que no actúa por cuenta propia ni expone a riesgo capitales propios. Es más, Euronext tiene prohibido comprar, vender o casar participaciones de los fondos, para mantener las cualidades de independencia e imparcialidad, que le permiten transmitir a la AFM las informaciones pre negociación y post negociación sobre las transacciones hechas en el sistema EFS, de conformidad con lo previsto en la Directiva MiFID I.

### **3. Exigencia del cruce de intereses vendedores y compradores de múltiples terceros en los mercados regulados**

85. El otro elemento de la definición de mercado regulado que plantea dificultades al tribunal de reenvío es la exigencia de que se crucen los intereses vendedores y compradores de múltiples terceros.

86. Los fondos Robeco aducen que en EFS solo hay relaciones bilaterales entre un bróker y un agente de fondos, a raíz de las que se compran o se venden participaciones. No habría, pues, interacción de los agentes de fondos entre sí o de los brókeres entre sí.

87. Tampoco este argumento me resulta convincente. Como asevera el Gobierno británico, en el sistema EFS los agentes de los diversos fondos se encuentran con múltiples brókeres que representan a los inversores. Los brókeres pueden elegir qué transacciones llevan a cabo con agentes de unos o de otros fondos, y dichos agentes, por su parte, pueden negociar con brókeres de múltiples inversores. Por consiguiente, hay cruce o interacción entre los intereses compradores o vendedores de múltiples terceros, que es la característica propia de un mercado regulado o de cualquier plataforma de negociación multilateral de instrumentos financieros.

88. EFS no es un simple *canal informático* de transmisión de órdenes. Es un sistema en el que se negocian instrumentos financieros (participaciones en fondos de inversión abiertos) y cuya actividad se desarrolla de conformidad con las normas fijadas por el gestor del sistema, Euronext, en un *manual de negociación*.<sup>37</sup>

89. Esta interacción no se acepta en los sistemas bilaterales de negociación (como los IS). Por eso, el considerando décimo séptimo de la Directiva MiFID II, que se puede utilizar como elemento hermenéutico, pese a su falta de vigencia, reconoce que, «mientras que las plataformas de negociación son sistemas en los que interactúan intereses múltiples de compra y de venta de terceros, no debe permitirse que un internalizador sistemático confronte los intereses de compra y venta de terceros de la misma forma, en términos funcionales, que un centro de negociación».

90. Hay que tener en cuenta que un fondo de inversión abierto es un OICVM cuyo cometido, como ya he indicado, consiste en la captación pública de fondos con objeto de invertirlos y gestionarlos de manera común, repartiendo así los riesgos y resultados derivados de aquella inversión entre sus partícipes, que pueden obtener de este modo unos rendimientos de sus inversiones con exposición a menores riesgos.

91. Para un fondo de inversión abierto es crucial la captación de capital de los partícipes y eso es lo que buscaron los fondos neerlandeses con la creación de un sistema de negociación organizada como EFS. Se trata con él de favorecer el cruce de los intereses vendedores y compradores de los fondos, representados por sus agentes, y de los inversores interesados en adquirir o vender participaciones en dichos fondos, y que actúan en EFS representados por su brókeres. En contraste con los sistemas de negociación OTC o con los IS, EFS aporta una indudable ventaja para favorecer el cruce de intereses compradores y vendedores relativos a las participaciones en los fondos de inversión abiertos.

<sup>37</sup> El antes mencionado *Euronext Investment Fund Services Trading Manual*, sustituido posteriormente por el *Trading Manual for the NAV Trading Facility*.

92. Además, si los fondos Robeco continúan comercializando sus participaciones mediante negociación bilateral, según su defensor admitió en la vista, no alcanzo a comprender cómo podría calificarse también de bilateral un sistema de negociación en el que interviene Euronext. La intervención de un tercero como gestor independiente, en contraposición a la negociación bilateral, pone de manifiesto, en mi opinión, que EFS es un sistema multilateral con el que se ha pretendido favorecer la interacción de intereses compradores y vendedores de múltiples terceros, para negociar las participaciones en fondos de inversión abiertos.

#### ***4. Otros posibles elementos de la noción de mercado regulado***

93. El tribunal de reenvío y los fondos Robeco han traído a colación otros elementos que, a su juicio, caracterizarían los mercados regulados. En concreto: a) el mecanismo de formación de precios aplicado en el sistema de negociación; b) el carácter primario del sistema; y c) la existencia o inexistencia de riesgo de conductas de abuso de mercado. Consideran que la aplicación de esos elementos a EFS corroboraría que es un sistema bilateral y no una plataforma multilateral de negociación de instrumentos financieros.

94. Adelanto ya que ninguno de esos elementos se contempla en la definición de mercado regulado del artículo 4, apartado 1, punto 14, de la Directiva MiFID I y tampoco me parece que estén implícitos en ella, por lo que no deberían tenerse en cuenta al dilucidar si una plataforma como EFS es o no un mercado regulado.

95. En lo que respecta al primer factor, la jurisdicción de reenvío explica que en EFS se efectúan las operaciones sobre la base de la fijación de precios futuros, es decir, sobre la base del valor liquidativo calculado a partir de las cotizaciones posteriores a la hora límite.<sup>38</sup> Según los fondos Robeco, esta forma de fijar el precio de las transacciones en EFS no se rige por la ley de la oferta y la demanda de instrumentos financieros negociados dentro de la plataforma, que debería regir siempre en un mercado regulado.

96. La Directiva MiFID I no ha recogido, sin embargo, ninguna de las diversas modalidades de formación de precios como elemento diferenciador de los mercados regulados. Ese factor, por consiguiente, no es relevante para determinar si, con arreglo a aquella Directiva, EFS es o no mercado regulado.

97. Así lo ratifican los artículos 29, apartado 2, y 44, apartado 2, de la Directiva MiFID I, desarrollados por el artículo 18 del Reglamento n.º 1287/2006, que contempla la posibilidad de establecer excepciones a las obligaciones de transparencia pre negociación en caso de los SMN y de los mercados regulados cuyos precios se determinen por mecanismos ajenos a la oferta y la demanda de los instrumentos financieros negociados en la plataforma. Si se consiente la excepción es, lógicamente, porque puede haber mercados regulados con mecanismos de formación de precios de dispar naturaleza.

98. Además, según las informaciones suministradas por la AFM en la vista, en la formación de los precios en EFS sí hay un cierto protagonismo de la oferta y de la demanda de participaciones. Cuando la demanda y la oferta de participaciones de un fondo coinciden, son compensadas por su agente, pero si la demanda supera la oferta, los inversores pagan un porcentaje adicional sobre las participaciones; en el caso inverso, se les hace un descuento. La mayor oferta o demanda de las participaciones de un fondo de inversión abierto depende de los resultados de sus inversiones en los mercados de instrumentos financieros.

<sup>38</sup> Véase la exposición más detallada del mecanismo en el punto 31 de estas conclusiones.

99. El segundo factor que aducen el tribunal de reenvío y los fondos Robeco es el relativo al carácter primario del mercado, en el que se emiten y se suscriben participaciones de fondos de inversión abiertos, pero no hay una negociación secundaria de estos instrumentos financieros.

100. Sin embargo, la definición de mercado regulado de la Directiva MiFID I no incluye ninguna referencia a este elemento (tampoco la de SMN). Además, como afirma la Comisión, en un mercado regulado es posible tanto la colocación inicial (primaria) de instrumentos financieros, como su negociación secundaria posterior.<sup>39</sup> Por eso, el que las emisiones y las suscripciones de participaciones en fondos de inversión no sean objeto de negociaciones posteriores no entraña un obstáculo para que EFS sea un mercado regulado.

101. A mayor abundamiento, como señala el Gobierno británico, el Reglamento (UE) n.º 1031/2010<sup>40</sup> se ocupa de las subastas de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero, que constituyen una negociación primaria de un instrumento financiero. Según su artículo 35, apartado 1, «únicamente se celebrarán subastas en plataformas de subastas que hayan sido autorizadas como mercados regulados conforme al apartado 5 por las autoridades nacionales competentes contempladas en el apartado 4, párrafo segundo». Esta norma acepta, pues, de modo expreso, que en un mercado regulado de acuerdo a las condiciones de la Directiva MiFID I se lleven a cabo transacciones propias de los mercados primarios.

102. Finalmente, los fondos Robeco esgrimen, y el tribunal de reenvío se hace eco de su alegato, que en el sistema EFS no hay casi riesgo de conductas de abuso de mercado y que, por tanto, su consideración como mercado regulado (con la consiguiente obligación de transmitir información respecto a las actividades de los gestores de los fondos de inversión) no aportaría nada a la protección de los inversores.

103. Creo, sin embargo, que tampoco este argumento puede ser acogido. Por un lado, la definición de mercado regulado de la Directiva MiFID I no incluye entre sus elementos la mayor o menor posibilidad de que se produzcan manipulaciones del mercado. Por otro lado, la AFM ha rebatido (a mi modo de ver, con fundamento) la tesis de Robeco confirmando la eventualidad de abusos de mercado o de tráfico de información privilegiada en sistemas como EFS.

104. En concreto, la AFM ha facilitado ejemplos en los que aquellas conductas ilícitas se han dado en el seno de la negociación de participaciones en fondos de inversión. En supuestos como la salida de un importante gestor de un fondo de inversión, la información privilegiada puede existir y generar conductas de abuso de mercado con incidencia sobre el valor de las participaciones,<sup>41</sup> circunstancia que se puede dar también en decisiones como la transformación de un fondo de inversión abierto en un OICVM cerrado.

105. El artículo 9 de la Directiva 2003/6, aplicable *ratione temporis* al litigio principal, solo atendía a la obligación de transmisión de información sobre los gestores de las sociedades con instrumentos admitidos a negociación en mercados regulados, porque este era el único tipo de sistema de negociación organizada que había en el momento de la adopción de dicha Directiva. Con posterioridad, como ya he explicado, la Directiva MiFID I creó los SMN y la Directiva MiFID II prevé la implantación de los SOC como nuevos sistemas multilaterales de negociación organizada. Una

<sup>39</sup> Para Moloney, la noción de mercado regulado «is therefore “opting in” in design and captures the distinct primary market capital-rising and secondary market trading functionalities» (Moloney, N., *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3ª ed., Oxford University Press, Oxford, 2014, p. 463).

<sup>40</sup> Reglamento de la Comisión, de 12 de noviembre de 2010, sobre el calendario, la gestión y otros aspectos de las subastas de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero con arreglo a la Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, por la que se establece un régimen para el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en la Comunidad (DO 2010, L 302, p. 1).

<sup>41</sup> La salida del gestor de fondos de Pimco en septiembre de 2014 dio lugar a retiradas de 3 700 millones de euros (<https://www.ft.com/content/56aa4284-4fc1-11e4-a0a4-00144feab7de>). También han tenido un impacto significativo el paso, a finales de 2014, del gestor de Ignis Asset Management a Old Mutual Global Investors y la salida del gestor de fondos de Bestinvest Asset Management (<http://www.expansion.com/2014/09/23/mercados/fondos/1411459605.html>).

interpretación sistemática de estas normas permite concluir que las obligaciones de transmitir, a las autoridades de supervisión, informaciones para impedir las conductas ilícitas de abuso de información privilegiada (artículo 6 de la Directiva 2003/6) debían aplicarse también a los responsables de los nuevos sistemas organizados de negociación de instrumentos financieros contenidos en las disposiciones del derecho de la Unión posteriores a 2003. Esta interpretación ha sido plenamente confirmada por el nuevo Reglamento (UE) n.º 596/2014.<sup>42</sup>

106. La interpretación que sugiero, según la cual un sistema de negociación de las características de EFS debe reputarse mercado regulado, a tenor de la Directiva MiFID I, está en consonancia con el propósito perseguido por esta última.

107. En efecto, el objetivo del conjunto normativo MiFID I, que más tarde ha afianzado el MiFID II, ha sido someter a regulación y a control los diversos sistemas de negociación que han ido apareciendo, dejando fuera de ellos únicamente la negociación bilateral y esporádica de instrumentos financieros.<sup>43</sup> Cualquier negociación organizada ha de encajar, pues, en uno de los sistemas, multilaterales o bilaterales, previstos en las normas MiFID I y, tras el 3 de enero de 2018, en las MiFID II.<sup>44</sup> De esta manera, se favorece una competencia más adecuada entre los diferentes sistemas de negociación, sin el riesgo de que los operadores que desean esquivar los controles de las autoridades de supervisión desarrollen sistemas de negociación OTC. Si se interpretara el concepto de mercado regulado de la Directiva MiFID I de modo que excluyese plataformas de negociación como EFS, en las que interactúan inversores con fondos de inversión abiertos, se desvirtuarían los objetivos perseguidos por el legislador de la Unión en este sector.

#### IV. Conclusión

108. En atención a lo expuesto, propongo al Tribunal de Justicia responder a la pregunta prejudicial del College van beroep voor het bedrijfsleven (Tribunal de apelación en materia económica, Países Bajos) de la manera siguiente:

«Un sistema organizado de negociación de instrumentos financieros, de carácter multilateral, en el que interactúan los intereses compradores y vendedores de los inversores a través de brókeres y de fondos de inversión abiertos, representados por sus agentes, bajo el control de un gestor independiente, debe calificarse de mercado regulado, en el sentido del artículo 4, apartado 1, punto 14, de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo.»

<sup>42</sup> Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado) y por el que se derogan la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la Comisión (DO 2014, L 173, p. 1). Su considerando octavo tiene el siguiente tenor literal: «la Directiva 2003/6/CE se centró principalmente en los instrumentos financieros admitidos a negociación en los mercados regulados o para los que se haya solicitado su admisión a negociación en dicho mercado. No obstante, en los últimos años son cada vez más los instrumentos negociados en los sistemas multilaterales de negociación (SMN). Existen asimismo instrumentos financieros que se negocian exclusivamente en otras categorías de sistemas organizados de contratación (SOC) o que se negocian únicamente en mercados no organizados (OTC). Por consiguiente, el ámbito de aplicación del presente Reglamento debe incluir todos los instrumentos financieros negociados en un mercado regulado, un SMN o un SOC y cualquier otra conducta o actuación que pueda influir sobre esos instrumentos financieros, con independencia de que se produzca en un centro de negociación. [...] De este modo se mejorará la protección del inversor, se preservará la integridad de los mercados y se logrará que el abuso de mercado a través de dichos instrumentos quede claramente prohibido».

<sup>43</sup> En este sentido, el artículo 1, apartado 7, de la Directiva MiFID II afirma: «Todo sistema multilateral con instrumentos financieros operará o bien con arreglo a las disposiciones del título II para los SMN o para los SOC, o bien con arreglo a las disposiciones del título III para los mercados regulados. Toda empresa de servicios de inversión que, de forma organizada, frecuente y sistemática, negocie por cuenta propia cuando ejecuta órdenes de clientes al margen de un mercado regulado, un SMN o un SOC operará con arreglo al título III del Reglamento (UE) n.º 600/2014. Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 23 y en el artículo 28 del Reglamento (UE) n.º 600/2014, todas las operaciones con instrumentos financieros de los mencionados en los párrafos anteriores que no se concluyan en sistemas multilaterales o internalizadores sistemáticos deberán cumplir las disposiciones pertinentes del título III del Reglamento (UE) n.º 600/2014».

<sup>44</sup> Clause, N. J. y Sorensen, K. E., «Reforming the Regulation of Trading Venues in the EU under the Proposed MiFID II. Levelling the Playing Field and Overcoming Market Fragmentation?», *European Company and Financial Review*, 2012, p. 285.

