



## Kohtulahendite kogumik

EUROOPA KOHTU OTSUS (neljas koda)

16. november 2017\*

Eelotsusetaotlus – Direktiiv 2004/39/EÜ – Finantsinstrumentide turg – Artikli 4 lõike 1 punkt 14 – Mõiste „reguleeritud turg“ – Kohaldamisala – Süsteem, milles osalevad esiteks investoreid esindavad maaklerid ja teiseks „avatud“ investeerimisfondide fondivalitsejad, kes on kohustatud täitma oma fondidega seotud tehingukorraldusi

Kohtuasjas C-658/15,

mille ese on ELTL artikli 267 alusel College van Beroep voor het Bedrijfsleven'i (teise astme halduskohus majandusküsimustes, Madalmaad) 2. detsembri 2015. aasta otsusega esitatud eelotsusetaotlus, mis saabus Euroopa Kohtusse 7. detsembril 2015, menetluses

**Robeco Hollands Bezit NV jt**

*versus*

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

EUROOPA KOHUS (neljas koda),

koosseisus: koja president T. von Danwitz, kohtunikud C. Vajda (ettekandja), E. Juhász, K. Jürimäe ja C. Lycourgos,

kohtujurist: M. Campos Sánchez-Bordona,

kohtusekretär: vanemametnik M. Ferreira,

arvestades kirjalikku menetlust ja 1. veebruari 2017. aasta kohtuistungil esitatut,

arvestades seisukohti, mille esitasid:

- Robeco Hollands Bezit NV jt, esindajad: *advocaat* E. Pijnacker Hordijk ja *advocaat* A. M. ter Haar,
- Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM), esindajad: *advocaat* M. J. Blotwijk ja M. van Kwawegen,
- Ühendkuningriigi valitsus, esindajad: D. Robertson, B. Kennelly ja S. Simmons,
- Euroopa Komisjon, esindajad: I. V. Rogalski ja F. Wilman,

olles 26. aprilli 2017. aasta kohtuistungil ära kuulunud kohtujuristi ettepaneku,

\* Kohtumenetluse keel: hollandi.

on teinud järgmise

### **otsuse**

- 1 Eelotsusetaotlus puudutab küsimust, kuidas tõlgendada Euroopa Parlamendi ja nõukogu 21. aprilli 2004. aasta direktiivi 2004/39/EÜ finantsinstrumentide turgude kohta, millega muudetakse nõukogu direktiive 85/611/EMÜ ja 93/6/EMÜ ning Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2000/12/EÜ ja tunnistatakse kehtetuks nõukogu direktiiv 93/22/EMÜ (ELT 2004, L 145, lk 1; ELT eriväljaanne 06/07, lk 263), artikli 4 lõike 1 punkti 14.
- 2 Taotlus esitati Robeco Hollands Bezit NV ja veel kümne äriühingu ning Stichting Autoriteit Financiële Markten (Madalmaade finantsjärelevalveasutus; edaspidi „AFM“) vahelises vaidluses, mille ese on nimetatud äriühingutele AFMi järelevalveülesannete täitmise kuludest tulenevate tasude kehtestamine.

### **Õiguslik raamistik**

#### ***Liidu õigus***

##### *Direktiiv 2004/39*

- 3 Direktiivi 2004/39 põhjendused 2, 5 ja 6 on sõnastatud järgmiselt:

“(2) [...] on vaja näha ette ühtlustamise tase, mida on vaja investoritele kõrgetasemelise kaitse pakkumiseks ja selleks et võimaldada investeerimisühingutel osutada päritoluriigi järelevalve all teenuseid kogu ühenduses, mis on ühtne turg. [...]

[...]

- (5) On vaja kehtestada terviklik regulatiivne režiim, mis reguleerib finantsinstrumentidega tehingute tegemist, olenemata nende tehingute sõlmimiseks kasutatavatest kauplemismeetoditest, et tagada investeerimistehingute tegemisel kõrge kvaliteet ja säilitada rahandussüsteemi terviklikkust ja üldist tõhusust. Tuleks ette näha ühtne ja riskitundlik raamistik Euroopa finantsturul hetkel toimiva korralduste täitmise süsteemi reguleerimiseks. [...]
- (6) Tuleks kehtestada reguleeritud turu ja mitmepoolse kauplemissüsteemi määratlused ning need teineteisega tihedalt ühitada, kajastamaks tõsiasja, et nad väljendavad sama organiseeritud kauplemisfunktsiooni. Määratlustest tuleks välja jätta kahepoolsed süsteemid, kui investeerimisühing asub kauplema enda nimel, mitte riskivaba osapoolena ostja ja müüja vahel. Mõiste „süsteem“ hõlmab kõiki neid turge, mis koosnevad reeglistikust ja kauplemisplatvormist, samuti neid, mis tegutsevad üksnes reeglistiku alusel. Reguleeritud turud ja mitmepoolsed kauplemissüsteemid ei ole kohustatud rakendama korralduste vastavusse viimiseks „tehnilist“ süsteemi. Turg, mis koosneb üksnes reeglistikust, mis reguleerib liikmelisuse, kauplemisinstrumentide vastuvõtmise, liikmetevahelise kauplemise, aruandluse ja vajaduse korral läbipaistvuskohustusega seotud aspekte, on käesoleva direktiivi tähenduses reguleeritud turg või mitmepoolne kauplemissüsteem ja kõnealuste reeglite alusel sõlmitud tehinguid loetakse sõlmituks reguleeritud turu või mitmepoolse kauplemissüsteemi raames. Mõistet ostu- ja müügihuvid tuleb mõista laias tähenduses ning see hõlmab korraldusi, hinnapakumisi ja huviväljendusi. Nõue intresside kokkuviiamiseks süsteemis süsteemi korraldaja kehtestatud mittediskretsionaarsete eeskirjade abil tähendab seda, et need viiakse kokku süsteemi eeskirjade alusel või süsteemi protokollide või sisemise töökorra kohaselt (sealhulgas arvutitarkvaraga hõlmatud protseduurid). [...]

4 Selle direktiivi artikli 4 lõike 1 punktid 6, 7, 14, 15 ja 17 sätestavad:

„Käesolevas direktiivis kasutatakse järgmisi mõisteid:

[...]

6) *Kauplemine omal kulul* – kauplemine endale kuuluva kapitali arvel, mille tulemuseks on tehingute sõlmimine ühe või mitme finantsinstrumendiga;

7) *Kliendi korralduste ühingusisene täitja* – investeerimisühing, mis teeb organiseeritud, sagedases ja süstemaatilises korras omal kulul tehinguid, täites klientide korraldusi väljaspool reguleeritud turgu või mitmepoolset kauplemissüsteemi;

[...]

14) *Reguleeritud turg* – mitmepoolne süsteem, mida korraldab ja/või juhib turu korraldaja, kes viib kokku või hõlbustab mitmete kolmandate poolte finantsinstrumentide ostu- ja müügihuvide kokkuviiimist süsteemis ja kooskõlas selle mittediskretsionaarsete eeskirjadega, viisil, mille tulemuseks on leping, seoses selle reeglite ja/või süsteemide alusel kauplemisele lubatud finantsinstrumentidega, ja kellele on antud tegevusluba ning kes tegutseb korrapäraselt ja kooskõlas III jaotise sätetega;

15) *Mitmepoolne kauplemissüsteem* – investeerimisühingu või turu korraldaja poolt juhitud mitmepoolne süsteem, mis viib süsteemis ja kooskõlas mittediskretsionaarsete eeskirjadega kokku mitmete kolmandate poolte finantsinstrumentide ostu- ja müügihuvid viisil, mille tulemuseks on leping vastavalt II jaotise sätetele;

[...]

17) *Finantsinstrument* – I lisa C jaos määratletud instrumendid;

[...]“.

5 Nimetatud C jao punkt 3 puudutab „ühisinvesteeringu osakuid“.

### ***Madalmaade õigus***

6 Finantsjärelevalve seaduse (Wet op het financieel toezicht, edaspidi „Wft“) artikli 1:40 lõige 1 sätestab, et järelevalveasutus esitab arve kulude kohta, mis tekivad tema seadusjärgsete ülesannete täitmisest, nendele ettevõtjatele, kellega seoses nimetatud ülesandeid täidetakse, kui neid kulusid ei kaeta Kuningriigi eelarvest.

7 Finantsjärelevalve finantseerimise määruse (Besluit bekostiging financieel toezicht) artiklite 5 ja 6 ning artikli 8 lõike 1 punkti i alapunkti 4 kohaselt on AFMil õigus selleks kehtestada emitentidele Wft artikli 5:60 lõike 1 punkti a tähenduses tasusid.

8 Wft artikli 5:60 lõike 1 punkt a sätestab, et iga isik, kes ainuisikuliselt või koos teise isikuga juhib Madalmaades asuva emitendi – kes emiteeris või kavatses emiteerida selle seaduse artikli 5:56 lõike 1 punktis a nimetatud finantsinstrumente – igapäevast majandustegevust, või isik, kelle pakumisel sõlmiti leping viidatud punktis nimetatud sellise finantsinstrumendi ostmiseks, mis ei ole väärtpaber, või isik, kes pakub sõlmimiseks lepingut viidatud punktis nimetatud sellise finantsinstrumendi ostmiseks, mis ei ole väärtpaber, on hiljemalt viiendal tööpäeval pärast tehingu toimumise kuupäeva

kohustatud teatama enda arvel sõlmitud või teostatud tehingutest osakutega, mis on seotud Wft artikli 5:60 lõike 1 punktides a, b või c loetletud emitentidega või finantsinstrumentidega, mille väärtuse määrab muu hulgas nimetatud osakute väärtus.

- 9 Wft artikli 5:56 lõike 1 punkti a kohaselt on selle artikli lõikes 2 nimetatud isikutel keelatud kasutada siseinfot tehingu sõlmimiseks või teostamiseks Madalmaades või Madalmaadest või muust riigist kui liidu liikmesriik finantsinstrumentidega, millega võib kaubelda reguleeritud turul, millele on antud tegevusluba selle seaduse artikli 5:26 lõike 1 tähenduses, või mitmepoolses kauplemissüsteemis, mille jaoks investeerimisühingul on tegevusluba selle seaduse artikli 2:96 tähenduses, või mille kaudu kauplemiseks on esitatud loataotlus.
- 10 Wft artikkel 1:1 näeb ette:

„reguleeritud turg: mitmepoolne süsteem, mis viib kokku või hõlbustab oma süsteemis ja kooskõlas selle mittediskretsionaarsete eeskirjadega kolmandate poolte finantsinstrumentide mitmete ostu- ja müügiühingute kokkuvõtmist viisil, mille tulemuseks on leping, mis sõlmitakse selle reeglite alusel ja/või süsteemides kauplemiseks lubatud finantsinstrumentidega ning mis tegutseb korrapäraselt ja kooskõlas tegevusloa ja jooksva järelevalve kohta kehtivate sätetega.“

### **Põhikohtuasi ja eelotsuse küsimus**

- 11 Põhikohtuasia hagejad on „avatud“ investeerimisühingud. Nende fondide osakutega kaupmiseks kasutasid nad süsteemi „Euronext Fund Services“ (edaspidi „EFS süsteem“), mis on Wft artikli 5:26 lõikes 1 nimetatud reguleeritud turu korraldamise ja juhtimise luba omava Euronext Amsterdam NV (edaspidi „Euronext“) allüksus.
- 12 Eelotsusetaotlusest nähtub, et EFS süsteem on eraldi kauplemissüsteem, milles kaubeldakse ainult „avatud“ investeerimisfondide osakutega. Selle liikmed on fondivalitsejad ja maaklerid. Viimased võtavad investorite ostu- ja müügiühingud vastu ja edastavad need vastava investeerimisfondi fondivalitsejale. Tehing tehakse „tulevase“ hinnaga, st tehingukorralduse, mille maakler edastab fondivalitsejale kuni kella 16.00-ni, täidab viimane järgmisel hommikul kell 10.00, võttes aluseks investeerimisfondi puhaskäivõtte, kohandades seda tehingu kulu arvestades.
- 13 Rea otsustega, mis kinnitati 13. detsembri 2012. aasta otsusega, kehtestas AFM Wft artikli 1:40 alusel põhikohtuasia hagejate poolt tasumisele kuuluvad tasud aastate 2009–2012 suhtes. See asutus oli seisukohal, et neid tasusid tuli maksta, sest EFS süsteem on „reguleeritud turg“ direktiivi 2004/39 artikli 4 lõike 1 punkti 14 tähenduses, mis võeti üle Madalmaade õigusesse Wft artikliga 1:1, mis tähendab, et Wft artikkel 5:60 on kohaldatav nimetatud hagejate juhatuse ja nõukogu liikmetele.
- 14 Pärast seda, kui Rechtbank Rotterdam (Rotterdami kohus, Madalmaad) selle kinnitava otsuse peale esitatud kaebuse rahuldamata jättis, pöördusid põhikohtuasia kaebajad eelotsusetaotluse esitanud kohtu poole, kes kahtleb, kas direktiivi 2004/39 nimetatud sättes määratletud mõiste „reguleeritud turg“ hõlmab või mitte EFS süsteemi.
- 15 Eelotsusetaotluse esitanud kohtu hinnangul lubavad mitu asjaolu järeldada, et EFS süsteem ei ole mitmepoolne süsteem ja seega ka mitte reguleeritud turg viidatud sätte tähenduses.
- 16 Esiteks leiab eelotsusetaotluse esitanud kohus, et EFS süsteem sarnaneb pigem kahepoolsele süsteemile, milles – nagu nähtub eelkõige direktiivi 2004/39 põhjendusest 6 – tehakse tehinguid ainult investeerimisfondi ja investori vahel. Selle kohta märgib ta, et EFS süsteemis esindavad fondivalitseja ja maakler vastavalt fondi ja investorit ning et esimene täidab alati teise tehingukorraldusi.

- 17 Teiseks tuvastas eelotsusetaotluse esitanud kohus, et puudub kohustus EFS süsteemi kaudu sõlmitud tehingutest teada anda. Ta leiab, et kuna nimetatud põhjendus 6 mainib reguleeritud turu reeglistikku, mis näeb muu hulgas ette tehingute aruandluse, võib sellest järeldada, et „reguleeritud turuks“ ei saa kvalifitseerida süsteemi, milles tehakse ainult tehinguid, mille suhtes teavitamiskohustus ei kehti.
- 18 Eeltooduga seoses leiab eelotsusetaotluse esitanud kohus, et komisjoni 10. augusti 2006. aasta määrusest (EÜ) nr 1287/2006, millega rakendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2004/39/EÜ seoses investeerimisühingute registripidamise kohustuse, tehinguaruandluse, turu läbipaistvuse, finantsinstrumentide kauplemisele lubamise ning nimetatud direktiivi jaoks määratletud mõistetega (ELT 2006, L 241, lk 1), tulenevalt esmasturu tehingute suhtes teatamiskohustust ei ole, mistõttu niisugust süsteemi nagu EFS süsteem, milles tehakse ainult esmasturu tehinguid, ei saa pidada „reguleeritud turuks“.
- 19 Kolmandaks, eelotsusetaotluse esitanud kohus meenutab, et EFS süsteemis määrab osakuhinna kindlaks selle puhasväärtus, samas kui põhikohtuasja kaebajate hinnangul reguleeritud turul kaubeldavate finantsinstrumentide hind tuleneb nõudluse ja pakkumise vahekorra.
- 20 Neljandaks on see kohus seisukohal, et kuna EFS süsteemis on väga väike oht, et turuga manipuleeritaks või et kaubeldaks siseinfole tuginedes, ei oleks direktiivi 2004/39 eesmärkidega vastuolus tõlgendus, et tegemist ei ole reguleeritud turuga.
- 21 Kuid eelotsusetaotluse esitanud kohus ei välista vastupidist tõlgendust, st et EFS süsteem on reguleeritud turg direktiivi 2004/39 artikli 4 lõike 1 punkti 14 tähenduses. Ta märgib, et seda süsteemi korraldab sõltumatult Euronext, kellel on selleks asjakohane luba. Nimetatud kohus leiab, et EFS süsteemi võib vaadelda mitmepoolse süsteemina, kuna sellega on liitunud paljud maaklerid ja fondivalitsejad, sellel kaubeldakse mitmete investeerimisfondide osakutega ja selles annavad tehingukorraldusi palju isikuid. Ta on seisukohal, et viidatud sättes kasutatud mõiste „kolmandad pooled“, tõlgendatuna sõna üldises tähenduses, hõlmab süsteemi iga kasutajat. Lisaks viiakse ostjate ja müüjate vastastikused huvid EFS süsteemis kokku lepingute sõlmimise eesmärgil ning süsteem toimib mittediskretionaarsete eeskirjade alusel, mis on kehtestatud kahes dokumendis „EFS Trading Manual“ (EFS süsteemi kauplemiseeskirjad) ja „TCS-web user Guide to the EFS“ (EFS süsteemi TCS-veebi kasutusjuhend).
- 22 Eelotsusetaotluse esitanud kohus leiab ka, et direktiivi 2004/39 põhjendusest 6 ja artikli 4 lõike 1 punktist 14 ei saa otseselt tuletada seda, et teatamiskohustuse puudumine ja hinna kujunemine nõudluse ja pakkumise alusel välistavad võimaluse kvalifitseerida EFS süsteem „reguleeritud turuks“.
- 23 Neil tingimustel otsustas College van Beroep voor het Bedrijfsleven (teise astme halduskohus majandusküsimustes, Madalmaad) menetluse peatada ja esitada Euroopa Kohtule järgmise eelotsuse küsimuse:

„Kas süsteemi, milles osalevad mitmed fondivalitsejad ja maaklerid, kes esindavad tehingutes selle süsteemi piires vastavalt „avatud“ investeerimisfonde ja investoreid, ning mis tegelikult ainult toetab „avatud“ investeerimisfonde nende ülesandes täita investorite esitatud osakute ostu- ja müügi korraldusi, tuleb käsitada reguleeritud turuna [direktiivi 2004/39] artikli 4 lõike 1 punkti 14 tähenduses, ning millised on jaatava vastuse korral otsustava tähtsusega tunnused?“

## Eelotsuse küsimuse analüüs

- 24 Eelotsuse küsimuses soovib eelotsusetaotluse esitanud kohus sisuliselt teada, kas direktiivi 2004/39 artikli 4 lõike 1 punkti 14 tuleb tõlgendada nii, et mõiste „reguleeritud turg“ selle sätte tähenduses hõlmab kauplemissüsteemi, milles mitmed fondivalitsejad ja maaklerid esindavad vastavalt „avatud“ investeerimisfonde ja investoreid ning mille ainus eesmärk on toetada neid investeerimisfonde nende ülesandes täita investorite esitatud osakute ostu- ja müügikorraldusi.
- 25 Kuigi EFS süsteemi kvalifitseerimise üle saab otsustada ainult eelotsusetaotluse esitanud kohus, arvestades põhikohtuasja eripäraseid asjaolusid, on Euroopa Kohus siiski pädev tuletama direktiivi 2004/39 sätetest – käesoleval juhul artikli 4 lõike 1 punktist 14 – kriteeriumid, mida liikmesriigi kohus võib või peab selleks kohaldama (vt selle kohta kohtuotsus, 3.12.2015, Banif Plus Bank, C-312/14, EU:C:2015:794, punkt 51 ja seal viidatud kohtupraktika).
- 26 Direktiivi 2004/39 artikli 4 lõike 1 punkt 14 määratleb reguleeritud turu mitmepoolse süsteemina, mida korraldab ja/või juhib turu korraldaja, kes viib kokku või hõlbustab mitmete kolmandate poolte finantsinstrumentide ostu- ja müügihuvide kokkuviiimist süsteemis ja kooskõlas selle mittediskretionaarsete eeskirjadega, viisil, mille tulemuseks on leping seoses selle reeglite ja/või süsteemide alusel kauplemisele lubatud finantsinstrumentidega, ja kellele on antud tegevusluba ning kes tegutseb korrapäraselt ja kooskõlas selle direktiivi III jaotise sätetega.
- 27 Selle kohta nähtub eelotsusetaotlusest, et EFS süsteemi puhul esinevad tõesti mõned selles määratluses täpsustatud reguleeritud turu tunnused. Eelotsusetaotluse esitanud kohus märgib niisiis, et seda süsteemi korraldab Euronext kooskõlas selle mittediskretionaarsete eeskirjadega, nimelt nendega, mis on ette nähtud Euronexti poolt välja antud kahes dokumendis „EFS Trading Manual“ ja „TCS-web user Guide to the EFS“. EFS süsteemis maakleri poolt investeerimisfondi fondivalitsejale esitatud tehingukorralduse tulemusel sõlmitakse leping fondi osakutega. Lisaks on Euronextile EFS süsteemi korraldamiseks väljastatud luba ja miski ei lase eeldada, et see ei vasta direktiivi 2004/39 III jaotise sätetele, kuigi eelotsusetaotluse esitanud kohus peab seda kontrollima.
- 28 Samuti tuleb asuda seisukohale, et nimetatud investeerimisfondi osakud on „finantsinstrumendid“ direktiivi 2004/39 artikli 4 lõike 1 punkti 17 tähenduses, tõlgendades seda sätet koos sama direktiivi I lisa C jao punktiga 3.
- 29 Eelotsusetaotluse esitanud kohtu küsimusele vastamiseks jääb üle analüüsida, kas seda kauplemissüsteemi tuleb käsitleda mitmepoolse süsteemina, mis viib kokku või hõlbustab mitmete kolmandate poolte finantsinstrumentide ostu- ja müügihuvide kokkuviiimist direktiivi 2004/39 artikli 4 lõike 1 punkti 14 tähenduses.
- 30 Kuigi mõistet „mitmepoolne süsteem“ ei ole nimetatud direktiivis iseenesest määratletud, on selle põhjenduses 6 märgitud, et mõistete „reguleeritud turg“ ja „mitmepoolne kauplemissüsteem“ – mis on selle direktiivi esemeks olevad kaks kahepoolse süsteemi liiki – määratlustest tuleks välja jätta kahepoolsed süsteemid, mille puhul investeerimisühing asub kaupleva enda nimel, mitte riskivaba osapoolena ostja ja müüja vahel. Direktiivi 2004/39 artikli 4 lõike 1 punkti 6 kohaselt tähendab kauplemine omal kulul kauplemist endale kuuluva kapitali arvel, mille tulemuseks on tehingute sõlmimine ühe või mitme finantsinstrumendiga.
- 31 Mitmepoolse süsteemi ja kahepoolse süsteemi selgest eristamisest saab järeldada, et turu korraldaja või investeerimisühing, kes korraldab mitmepoolset süsteemi, tegutseb ilma, et ta selles süsteemis tehingute tegemisel ise riskiks või kasutaks oma kapitali. Vastavalt direktiivi 2004/39 artikli 4 lõike 1 punktis 14 esitatud määratlusele vahendatakse mitmeid finantsinstrumentide ostu- ja müügihuvisid, mida väljendavad kolmandad pooled ning viimaseid tuleb mõista kui igat füüsilist või juriidilist isikut, kes on eraldiseisev ega sõltu kauplemissüsteemist ja selle korraldajast.

- 32 Eelotsusetaotluse esitanud kohtu selgitustes viidatakse sellele, et EFS süsteemil on need tunnused ja seega tuleb seda süsteemi käsitleda „reguleeritud turuna“ direktiivi 2004/39 artikli 4 lõike 1 punkti 14 tähenduses.
- 33 Nimelt nähtub esiteks, et „avatud“ investeerimisfondide osakute ostu- ja müügitehingud investoreid esindavate maaklerite ja investeerimisfondide fondivalitsejate vahel tehakse EFS süsteemis, mis ise ei võta nende tehingute tegemisel riski ega kasuta nendeks oma kapitali.
- 34 Seda arvestades ei saa nõustuda argumendiga, et EFS süsteem sarnaneb pigem kahepoolsele süsteemile, kuna tegelikult täidab selles süsteemis investori tehingukorralduse alati mõni investeerimisfond. Nagu märkis kohtujurist oma ettepaneku punktis 92, jäetakse selles argumendis tähelepanuta asjaolu, et sekkub ka Euronext, kes on nende tehingute suhtes EFS süsteemi korraldaja, ning sellist sekkumist kahepoolse kauplemise puhul ei esine.
- 35 Nagu märgib selle kohta ka Ühendkuningriigi valitsus, ei puutu asjasse asjaolu, et sellises süsteemis nagu EFS süsteem ei toimu kauplemist eri maaklerite või eri investeerimisfondide fondivalitsejate vahel, sest selles süsteemis võivad viimased teha tehinguid mitme maakleriga ja vastupidi.
- 36 Teiseks tuleb asuda seisukohale, et kolmandate poolte mitmete finantsinstrumentide ostu- ja müügihuvi kokkuviimine toimub EFS süsteemis selle kaudu, et süsteemis osalevad investoreid esindavad maaklerid ja investeerimisfondide fondivalitsejad.
- 37 Esimesena on need maaklerid ja fondivalitsejad selle süsteemi suhtes kolmandad pooled, sest nad on sellest süsteemist erinevad ja sõltumatud isikud.
- 38 Teisena toovad nii eelotsusetaotluse esitanud kohus kui ka põhikohtuasja kaebajad esile seda, et asjaolu, et fondivalitsejad ja nende investeerimisfondid täidavad ainult ja kohustuslikult investeerimisfondide osakute väljalaske ja tagasiostu korraldusi, mis neile esitatakse EFS süsteemi kaudu, ei tähenda, et nende fondivalitsejate ja maaklerite osalemise tõttu selles süsteemis ei saaks toimuda mitme ostu- ja müügihuvi kokkuviimist. Nimelt, arvestades eelkõige väljendi „ostu- ja müügihuvid“ laia tähendust, mis on sellele antud direktiivi 2004/39 põhjenduses 6, ei saa seda väljendit tõlgendada nii, et see ei hõlma kauplemissüsteemis osaleja positsioone ainuüksi põhjusel, et need tulenevad niisuguste osakute tagasiostu- või väljalaskekohustusest.
- 39 Kolmandaks, nii eelotsusetaotluse esitanud kohus kui ka põhikohtuasja kaebajad viitavad EFS süsteemi teatud tunnustele, mis on seotud selles süsteemis tehtud tehingutest teatamise kohustuse puudumisega, nende tehingute esmasusega, asjaoluga, et hinnad ei tulene mitte otseselt nõudluse ja pakkumise vahekorraldusest, vaid ostetud või müüdud osakute puhasväärtusest, mis määratakse kindlaks tehingukorralduse esitamisele järgneval päeval, ning asjaoluga, et esineb väga väike oht, et turuga manipuleeritaks või et kaubeldaks siseinfole tuginedes. Nad leiavad, et need tunnused räägivad selle süsteemi reguleeritud turuks kvalifitseerimisele vastu.
- 40 Ent ühtki neist tunnustest – eeldades, et need vastavad tõele – ei saa pidada direktiivi 2004/39 artikli 4 lõike 1 punktis 14 määratletud mõistele „reguleeritud turg“ vastukäivaks.
- 41 Nimelt, nagu märgivad AFM, Ühendkuningriik ja Euroopa Komisjon oma kirjalikes seisukohtades, ei ole selles sättes ühtki täpsustust ega piirangut, mis seonduks reguleeritud turu toimimisega, puudutades tehingutest teatamist või teatamata jätmist, tehingute esmasust või teisesust või nende hinna kujunemist.
- 42 Täpsemalt tehingutest teadaandmise kohta tuleb märkida, et asjaolu, et direktiivi 2004/39 põhjenduses 6 mainitakse, et turg, mis tegutseb üksnes reeglistiku alusel, mis reguleerib muu hulgas tehingute aruandlusega seotud aspekte, on reguleeritud turg või mitmepoolne kauplemissüsteem,

viitab ainult sellele, et selle turu reguleeritud turuks või mitmepoolseks kauplemissüsteemiks määratlemiseks piisab, et sellel turul oleksid need tunnused. Sellest ei saa järeldada, et tehingutest teadaandmine on tingimus, mida peab sellise kvalifikatsiooni andmiseks arvesse võtma.

- 43 Edutu on ka argument, mille kohaselt sisuliselt puudub vajadus EFS süsteemi „reguleeritud turuks“ kvalifitseerida, sest kuritarvitamise oht tehingute tegemisel on väga väike. Nimelt, nagu toonitab komisjon oma kirjalikes seisukohtades, ei ole reguleeritud turge puudutavate direktiivi 2004/39 normide eesmärk ainult kuritarvitamise ennetamine. Nagu tuleneb muu hulgas selle direktiivi põhjendustest 2 ja 5, puudutavad need normid laiemalt ühtlustamist, mida on vaja investoritele kõrgetasemelise kaitse pakkumiseks, kehtestades tervikliku regulatiivse režiimi, mis reguleerib finantsinstrumentidega tehingute tegemist, et tagada investeerimistehingute tegemisel kõrge kvaliteet ja säilitada rahandussüsteemi terviklikkus ja üldine tõhusus.
- 44 Arvestades kõiki eespool esitatud kaalutlusi, tuleb esitatud küsimusele vastata, et direktiivi 2004/39 artikli 4 lõike 1 punkti 14 tuleb tõlgendada nii, et mõiste „reguleeritud turg“ selle sätte tähenduses hõlmab kauplemissüsteemi, milles mitmed fondivalitsejad ja maaklerid esindavad vastavalt „avatud“ investeerimisfonde ja investoreid ning mille ainus eesmärk on toetada neid investeerimisfonde nende ülesandes täita investorite esitatud osakute ostu- ja müügikorraldusi.

## Kohtukulud

- 45 Kuna põhikohtuasja poolte jaoks on käesolev menetlus eelotsusetaotluse esitanud kohtus pooleli oleva asja üks staadium, otsustab kohtukulude jaotuse liikmesriigi kohus. Euroopa Kohtule seisukohtade esitamise seotud kulusid, välja arvatud poolte kohtukulud, ei hüvitata.

Esitatud põhjendustest lähtudes Euroopa Kohus (neljas koda) otsustab:

**Euroopa Parlamendi ja nõukogu 21. aprilli 2004. aasta direktiivi 2004/39/EÜ finantsinstrumentide turgude kohta, millega muudetakse nõukogu direktiive 85/611/EMÜ ja 93/6/EMÜ ning Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2000/12/EÜ ja tunnistatakse kehtetuks nõukogu direktiiv 93/22/EMÜ, artikli 4 lõike 1 punkti 14 tuleb tõlgendada nii, et mõiste „reguleeritud turg“ selle sätte tähenduses hõlmab kauplemissüsteemi, milles mitmed fondivalitsejad ja maaklerid esindavad vastavalt „avatud“ investeerimisfonde ja investoreid ning mille ainus eesmärk on toetada neid investeerimisfonde nende ülesandes täita investorite esitatud osakute ostu- ja müügikorraldusi.**

Allkirjad