



# Oikeustapauskokoelma

JULKISASIAMIEHEN RATKAISUEHDOTUS  
MANUEL CAMPOS SÁNCHEZ-BORDONA  
26 päivänä huhtikuuta 2017<sup>1</sup>

**Asia 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 ja  
Robeco Property Equities  
vastaan**

**Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM)**

(Ennakkoratkaisupyyntö – College van beroep voor het bedrijfsleven (talouselämy asioita käsittelevä ylempi hallintotuomioistuin, Alankomaat))

Rahoitusvälineiden markkinat – Monenkeskiset kaupankäyntijärjestelmät – Säännellyn markkinan käsite – Sijoitusrahastojen hoitaja – Avoimet sijoitusrahastot – Markkinoiden väärinkäyttö ja sisäpiiritiedon hyväksikäyttö

1. Rahoitusvälineiden kaupankäyntijärjestelmissä on tapahtunut viime vuosina huimaavaa kehitystä, kun kaupankäynnin kohteena olevat rahoitustuotteet ovat moninaistuneet.
2. Kaupankäyntijärjestelmiä on täytynyt vähitellen mukauttaa, jotta voitaisiin tarjota asianmukaista sijoittajansuojaa, vähentää riskejä ja lisätä rahoitusvälinemarkkinoiden toiminnan viranomaisvalvontaa rahoitusjärjestelmän vakauden varmistamiseksi. Perinteisten arvopaperipörssien rinnalle on tullut uusia monenkeskisiä ja kahdenvälisiä kauppapaikkoja, joissa voidaan käydä kauppaa kaikenlaisilla, niin yksinkertaisilla kuin monimutkaisilla rahoitusvälineillä.
3. Unionin lainsäätävä on pyrkinyt tällä alalla mahdollisimman kattavaan sääntelyyn. Tässä tarkoituksessa se on väliin vaikeatajuistakin terminologiaa käyttäen kehittänyt ”säänneltyjen markkinoiden”, ”monenkeskisten rahoitusjärjestelmien”, ”organisoidun kaupankäyntijärjestelmien” ja ”kauppojen sisäisten toteuttajien” käsitteet, joista kullakin on oma erityinen sisältönsä.

<sup>1</sup> Alkuperäinen kieli: espanja.

4. Käsiteltävässä asiassa unionin tuomioistuimelle tarjoutuu tilaisuus laajentaa kaupankäyntijärjestelmien ja erityisesti säänneltyjen markkinoiden ominaispiirteitä koskevaa oikeuskäytäntöään, joka on toistaiseksi vähäistä. Ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin haluaa tietää, onko Euronext Amsterdam N.V:n<sup>2</sup> hallinnoimaa Euronext Fund Service -järjestelmää (jäljempänä EFS-järjestelmä) pidettävä säänneltyinä markkinana, kun otetaan huomioon, että tässä järjestelmässä ainoastaan sijoittajat ja avoimet sijoitusrahastot ovat keskenään vuorovaikutuksessa.

## I Asiaa koskevat oikeussäännöt

### A Unionin oikeus

5. Käsiteltävän asian kannalta merkitykselliset oikeussäännöt sisältyvät direktiiviin 2004/39/EY<sup>3</sup> (jäljempänä MiFID I -direktiivi) ja sen keskeisiin täytäntöönpanosäädöksiin eli direktiiviin 2006/73/EY<sup>4</sup> ja asetukseen (EY) N:o 1287/2006<sup>5</sup> (jäljempänä MiFID I -direktiiviä koskevat oikeussäännöt tai MiFID I -direktiiviä koskeva lainsäädäntökokonaisuus). Lisäksi on välttämätöntä ottaa huomioon direktiivi 2003/6/EY.<sup>6</sup>

6. MiFID I -direktiiviin ja sen täytäntöönpanosäädöksistä muodostuvaan lainsäädäntökokonaisuuteen vaikutti osaltaan myös vuoden 2008 finanssikriisi, joka toi esiin joitakin heikkouksia rahoitusmarkkinoiden toiminnassa ja avoimuudessa. Myös tekniikan kehitys on vaatinut muun muassa kaupankäyntijärjestelmiä koskevan lainsäädäntökehityksen vahvistamista niiden avoimuuden lisäämiseksi, sijoittajansuojan parantamiseksi, luottamuksen vahvistamiseksi, tähän asti sääntelemättömiin osa-alueisiin puuttumiseksi ja sen takaamiseksi, että valvontaviranomaisilla on tarvittavat toimivaltuudet tehtäviensä hoitamiseen.

7. Sen vuoksi MiFID I -direktiiviä koskeva lainsäädäntökokonaisuus, joka tuli voimaan vuonna 2007, on 3.1.2018 lähtien määrä korvata MiFID II -direktiiviä koskevalla lainsäädäntökokonaisuudella, joka sisältyy pääosin direktiiviin 2014/65/EU<sup>7</sup> (jäljempänä MiFID II -direktiivi) ja asetukseen (EU) N:o 600/2014.<sup>8</sup> Vaikka MiFID II -direktiivi ei ole vielä tullut voimaan eikä sitä selvästikään sovelleta pääasiana, siitä saadaan joitakin hyödyllisiä vihteitä MiFID I -direktiivin tulkintaan.

#### 1. Direktiivi 2004/39

8. MiFID I -direktiivin 1 artiklan 1 kohdassa säädetään, että sitä ”sovelletaan sijoituspalveluyrityksiin ja säänneltyihin markkinoihin”.

2 Euronext Amsterdam N.V. luonnehtii itseään historiallisen Amsterdamin pörssin seuraajaksi ja toimii säänneltyinä markkinana.

3 Rahoitusvälineiden markkinoista sekä neuvoston direktiivien 85/611/ETY ja 93/6/ETY ja Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2000/12/EY muuttamisesta ja neuvoston direktiivin 93/22/ETY kumoamisesta 21.4.2004 annettu Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EUVL 2004, L 145, s. 1).

4 Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2004/39/EY täytäntöönpanosta sijoituspalveluyritysten toiminnan järjestämistä koskevien vaatimusten, toiminnan harjoittamisen edellytysten ja kyseisessä direktiivissä määriteltyjen käsitteiden osalta 10.8.2006 annettu komission direktiivi (EUVL 2006, L 241, s. 26).

5 Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2004/39/EY täytäntöönpanosta tietojen kirjaamista koskevien sijoituspalveluyritysten veloitteiden, liiketoimista ilmoittamisen, markkinoiden avoimuuden, rahoitusvälineiden kaupankäynnin kohteeksi ottamisen sekä direktiivissä määriteltyjen käsitteiden osalta 10.8.2006 annettu komission asetusta (EUVL 2006, L 241, s. 1).

6 Sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (markkinoiden väärinkäyttö) 28.1.2003 annettu Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EUVL 2003, L 96, s. 16).

7 Rahoitusvälineiden markkinoista sekä direktiivin 2002/92/EY ja direktiivin 2011/61/EU muuttamisesta 15.5.2014 annettu Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EUVL 2014, L 173, s. 349).

8 Rahoitusvälineiden markkinoista sekä asetuksen (EU) N:o 648/2012 muuttamisesta 15.5.2014 annettu Euroopan parlamentin ja neuvoston asetusta (EUVL 2014, L 173, s. 84).

9. Sen johdanto-osan 2, 5, 6, 44 ja 49 perustelukappaleessa todetaan seuraavaa:

”2) – – on tarpeen säätää yhdenmukaistamisesta siinä laajuudessa, jossa se on tarpeen, jotta sijoittajille voitaisiin tarjota korkeatasoinen suoja ja sijoituspalveluyrityksille mahdollisuus palvelujen tarjoamiseen yhteisön muodostamien yhtenäismarkkinoiden periaatteen mukaisesti kotijäsenvaltion harjoittaman valvonnan nojalla kaikkialla yhteisössä – –

--

5) – – On tarpeen ottaa huomioon säänneltyjen markkinoiden rinnalle kehittyneet uudentyyppiset järjestäytyneet kaupankäyntijärjestelmät, joilta olisi edellytettävä rahoitusmarkkinoiden tehokkaan ja asianmukaisen toiminnan varmistamiseksi asetettujen velvoitteiden noudattamista. – –

--

6) Olisi otettava käyttöön säännellyn markkinan ja monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän<sup>9)</sup> määritelmät, jotka olisi laadittava keskenään yhtenäisiksi sen osoittamiseksi, että ne edustavat samaa järjestäytyntä kaupankäyntitoimintaa. Määritelmien ulkopuolelle olisi suljettava sellaiset kahdenväliset järjestelmät, joissa sijoituspalveluyritys osallistuu jokaiseen kauppaan omaan lukuunsa toimivana osapuolena eikä myyjän ja ostajan välillä ilman riskiä toimivana vastapuolena. Käsite ’järjestelmä’ kattaa sekä kaikki ne markkinat, jotka muodostuvat joukosta sääntöjä ja kauppapaikasta, että ne, joiden toiminta perustuu ainoastaan joukkoon sääntöjä. Säännellyillä markkinoilla ja monenkeskisillä kaupankäyntijärjestelmillä ei ole velvollisuutta pitää yllä ’teknistä’ järjestelmää toimeksiantojen yhteensovittamiseksi. Markkina, joka muodostuu ainoastaan joukosta sääntöjä, jotka sääntelevät jäsenyyteen, rahoitusvälineiden kaupankäynnin kohteeksi hyväksymiseen, jäsenten väliseen kaupankäyntiin, raportointiin ja soveltuvin osin avoimuusvelvoitteisiin liittyviä näkökohtia, katsotaan tässä direktiivissä tarkoitetuksi markkinaksi tai monenkeskiseksi kaupankäyntijärjestelmäksi, ja kyseisten sääntöjen mukaisesti toteutetut liiketoimet katsotaan tehdyiksi säännellyllä markkinalla tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Käsite ’myynti- ja ostointressit’ on tulkittava laajasti siten, että se kattaa toimeksiannot, hintatarjoukset ja kiinnostuksen ilmaukset. Vaatimus, jonka mukaan intressit on ’koottava yhteen kyseisessä järjestelmässä ja järjestelmän ylläpitäjän vahvistamien ehdottomien sääntöjen mukaisesti’, tarkoittaa, että ne kootaan yhteen järjestelmän sääntöjen mukaisesti tai käyttämällä järjestelmän protokollia tai sen sisäisiä toimintamenetelmiä (ohjelmistoihin sisältyvät menetelmät mukaan luettuna). Käsite ’ehdottomat säännöt’ tarkoittaa, että säännöt eivät anna monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää ylläpitävälle sijoituspalveluyritykselle harkintavaltaa intressien keskinäisen vuorovaikutuksen suhteen. Määritelmässä edellytetään intressien kokoamista yhteen siten, että tuloksena on sopimus, jonka toteutus tapahtuu järjestelmän sääntöjen mukaan tai käyttämällä järjestelmän protokollia tai sen sisäisiä menetelmiä.

--

44) Koska tarkoituksena on samanaikaisesti sekä suojata sijoittajia että turvata arvopaperimarkkinoiden moitteeton toiminta, on varmistettava liiketoimien avoimuus ja tämän varmistamiseksi annettujen sääntöjen soveltaminen sijoituspalveluyrityksiin niiden toimiessa markkinoilla. Jotta sijoittajille tai markkinaosapuolille voidaan tarjota mahdollisuus aina arvioida suunnitteilla olevan osakekaupan ehdot sekä tarkistaa jälkikäteen kaupanteko-olosuhteet, olisi vahvistettava yhteiset säännöt, joita sovelletaan päätettyjä osakekauppoja ja osakekaupassa kulloinkin tarjolla olevia kaupantekomahdollisuuksia koskevien yksityiskohtaisten tietojen julkistamiseen. Tällaiset säännöt ovat tarpeen jäsenvaltioiden osakemarkkinoiden tehokkaan yhdentymisen varmistamiseksi, omanpääomanehtoisten rahoitusvälineiden yleisen

9 Tämä alaviite ei koske suomenkielistä versiota.

hinnanmuodostuksen tehostamiseksi sekä 'parasta toteutusta' (best execution) koskevien velvollisuuksien noudattamisen edistämiseksi. Nämä näkökohdat edellyttävät kokonaisvaltaista avoimuussäännöstöä, jota sovelletaan kaikkiin osakkeilla tehtäviin liiketoimiin siitä riippumatta, toteutetaanko ne sijoituspalveluyrityksen toimesta kahdenvälisesti vai säänneltyjen markkinoiden tai monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän kautta. Tämän direktiivin mukainen sijoituspalveluyritysten velvoite ilmoittaa osto- ja myyntitarjoukset ja toteuttaa toimeksianto ilmoitettuun hintaan ei vapauta sijoituspalveluyritystä veloitteesta siirtää toimeksianto johonkin muuhun toteuttamispaikkaan, kun tällainen sisäistäminen voisi estää yritystä noudattamasta 'parasta toteutusta' koskevia veloitteitaan.

--

- 49) Säänneltyjen markkinoiden ylläpitoa koskevan toimiluvan olisi katettava kaikki toimet, jotka liittyvät suoraan toimeksiantojen nähtävilläpitoon, käsittelyyn, toteuttamiseen, vahvistamiseen ja niistä ilmoittamiseen siitä lukien, kun säännellyt markkinat vastaanottavat toimeksiannon, ja päättyen siihen, kun toimeksianto toimitetaan loppuun saatettavaksi, sekä toimet, jotka liittyvät rahoitusvälineiden kaupankäynnin kohteeksi ottamiseen. Tähän olisi sisällytettävä myös liiketoimet, jotka toteutetaan säänneltyjen markkinoiden nimeämien markkinatakaajien välityksellä näiden markkinoiden järjestelmien puitteissa ja kyseistä järjestelmää sääntelevien sääntöjen mukaisesti. Kaikkia säänneltyjen markkinoiden tai monenkeskisten kaupankäyntijärjestelmien jäsenten tai markkinaosapuolten toteuttamia liiketoimia ei ole katsottava toteutetuiksi säänneltyjen markkinoiden tai monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän järjestelmien puitteissa. Liiketoimia, jotka jäsenet tai markkinaosapuolet toteuttavat kahdenvälisesti ja jotka eivät täytä kaikkia säännellyille markkinoille tai monenkeskiselle kaupankäyntijärjestelmälle tämän direktiivin mukaisesti säädettyjä velvollisuuksia, olisi pidettävä kauppajien sisäisten toteuttajien määritelmää sovellettaessa liiketoimina, jotka on toteutettu säänneltyjen markkinoiden tai monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän ulkopuolella. Tällöin sijoituspalveluyrityksen olisi oltava velvollinen julkistamaan sitovat hintatarjoukset, jos tässä direktiivissä säädetty edellytykset täyttyvät."

10. Direktiivin 4 artiklan 1 kohdan 7, 13, 14 ja 15 alakohdassa määritellään joitakin keskeisiä käsitteitä. Niiden mukaan direktiivissä tarkoitetaan:

"7) 'kauppajien sisäisellä toteuttajalla' sijoituspalveluyritystä, joka suunnitelmallisesti, usein toistuvasti ja järjestelmällisesti käy kauppaa omaan lukuunsa toteuttamalla asiakkaiden toimeksiantoja säänneltyjen markkinoiden tai monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän ulkopuolella;

--

13) 'markkinoiden ylläpitäjällä' yhtä tai useampaa henkilöä, joka hallinnoi ja/tai ylläpitää säänneltyjen markkinan liiketoimintaa. Markkinoiden ylläpitäjänä voi olla säännelty markkina itse;

14) 'säännellyllä markkinalla' markkinoiden ylläpitäjän ylläpitämää ja/tai hallinnoimaa monenkeskistä järjestelmää, joka kyseisessä järjestelmässä ja järjestelmän ehdottomien sääntöjen mukaisesti kokoaa yhteen rahoitusvälineitä koskevat useiden kolmansien osapuolten osto- ja myynti-intressit tai helpottaa niiden yhteen kokoamista siten, että tuloksena on sopimus sellaisista rahoitusvälineistä, jotka on otettu kaupankäynnin kohteeksi näiden markkinoiden sääntöjen ja/tai järjestelmien mukaisesti, ja jolla on toimilupa ja joka toimii säännöllisesti ja tämän direktiivin III osaston säännösten mukaisesti;

15) 'monenkeskisellä kaupankäyntijärjestelmällä' sijoituspalveluyrityksen tai markkinoiden ylläpitäjän ylläpitämää monenkeskistä järjestelmää, joka kyseisessä järjestelmässä ja ehdottomien sääntöjen mukaisesti kokoaa yhteen rahoitusvälineitä koskevat useiden kolmansien osapuolten osto- ja myynti-intressit siten, että tuloksena on sopimus tämän direktiivin II osaston säännösten mukaisesti."

## 2. Asetus N:o 1287/2006

11. Asetuksen N:o 1287/2006 2 artiklan 8 alakohdan mukaan ”kauppapaikalla” tarkoitetaan ”säänneltyä markkinaa, monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää tai kauppojen sisäistä toteuttajaa, joka toimii kauppojen sisäisenä toteuttajana, ja soveltuvin osin yhteisön ulkopuolella toimivaa järjestelmää, jolla on samankaltaisia toimintoja kuin säännellyllä markkinalla tai monenkeskisellä kaupankäyntijärjestelmällä”.

12. Asetuksen 5 artiklassa säädetään seuraavaa:

”Tätä asetusta sovellettaessa viittauksella liiketoimeen tarkoitetaan ainoastaan viittausta rahoitusvälineen ostoon ja myyntiin. Tätä asetusta sovellettaessa, pois luettuina II luvun säännökset, rahoitusvälineen ostoon ja myyntiin eivät sisälly seuraavat:

--

c) liiketoimet, jotka toteutetaan ensisijaisilla markkinoilla (esimerkiksi liikkeeseenlasku, jakaminen tai merkintä) direktiivin 2004/39/EY 4 artiklan 1 kohdan 18 alakohdan a ja b alakohdassa tarkoitetuilla rahoitusvälineillä.”

13. Asetuksen 21 artiklan 1 kohdassa annetaan perusteet sen määrittämiseksi, onko sijoitusyritys kauppojen sisäinen toteuttaja:

”Kun sijoituspalveluyritys käy kauppaa omaan lukuunsa toteuttamalla asiakastoimeksiantoja säännellyn markkinan tai monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän ulkopuolella, sitä on pidettävä kauppojen sisäisenä toteuttajana, jos se täyttää seuraavat edellytykset, joiden mukaan sen katsotaan harjoittavan kyseistä toimintaa suunnitelmallisesti, toistuvasti ja järjestelmällisesti:

- a) toiminnalla on yritykselle keskeinen kaupallinen merkitys ja sitä harjoitetaan ehdottomien sääntöjen ja menettelyjen mukaisesti;
- b) toiminnan harjoittamista varten yrityksessä on nimetyt yrityksen henkilökunnan edustajat tai automatisoitu tekninen järjestelmä riippumatta siitä, käytetäänkö kyseisiä henkilöitä tai järjestelmää yksinomaan kyseisessä toiminnassa;
- c) toiminta on asiakkaiden saatavilla säännöllisesti tai jatkuvasti.”

## 3. Direktiivi 2003/6

14. Direktiivin 2003/6 1 artiklan 1 alakohdan mukaan direktiivissä tarkoitetaan

”sisäpiiritiedolla’ luonteeltaan täsmällistä ja julkistamatonta tietoa, joka liittyy suoraan tai välillisesti yhteen tai useampaan rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskijaan taikka yhteen tai useampaan rahoitusvälineeseen ja jolla, jos se julkistettaisiin, todennäköisesti olisi huomattava vaikutus kyseisten rahoitusvälineiden hintoihin tai niihin liittyvien rahoitusjohdannaisten hintaan”.

15. Direktiivin 6 artiklan 4 kohdassa säädetään seuraavaa:

”Liikkeeseenlaskijoiden johtohenkilöiden ja tarvittaessa näiden lähipiiriin kuuluvien henkilöiden on ainakin ilmoitettava toimivaltaiselle viranomaiselle kaikki omaan lukuunsa tekemänsä liiketoimet, jotka koskevat kyseisen liikkeeseenlaskijan osakkeita tai niihin liittyviä rahoitusjohdannaisia tai muita rahoitusvälineitä. Jäsenvaltioiden on varmistettava, että kyseisiä liiketoimia koskevat tiedot ovat helposti ja mahdollisimman nopeasti kaikkien saatavilla ainakin yksittäin.”

## B Kansallinen lainsäädäntö

16. Rahoitusvalvontalain (Wet op het financieel toezicht, jäljempänä Wft) 1:1 §:ssä säännellyn markkinan käsite määritellään seuraavasti:

”säännellyllä markkinalla’ tarkoitetaan monenkeskistä järjestelmää, joka kyseisessä järjestelmässä ja järjestelmän ehdottomien sääntöjen mukaisesti kokoaa yhteen rahoitusvälineitä koskevat useiden kolmansien osapuolten osto- ja myynti-intressit tai helpottaa niiden yhteen kokoamista siten, että tuloksena on sopimus sellaisista rahoitusvälineistä, jotka on otettu kaupankäynnin kohteeksi tämän markkinan sääntöjen ja järjestelmien mukaisesti, ja joka toimii säännöllisesti ja toimiluvan myöntämismenettelyä ja jatkuvaa valvontaa koskevien voimassa olevien säännösten mukaisesti.”

17. Wft:n 5:60 §:n 1 momentin a kohdan mukaan

- sen, joka määrää tai on mukana määräämässä sellaisen liikkeeseenlaskijalaitoksen päivittäisestä johtamisesta, jonka kotipaikka on Alankomaissa ja joka on laskenut liikkeeseen tai aikoo laskea liikkeeseen 5:56 §:n 1 momentin a kohdassa tarkoitettuja rahoitusvälineitä [eli rahoitusvälineitä, jotka on hyväksytty kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä],
- tai sen, jonka ehdotus on johtanut kyseisessä kohdassa tarkoitettua muuta rahoitusvälinettä kuin arvopaperia koskevan kauppasopimuksen tekemiseen,
- tai joka ehdottaa kyseisessä kohdassa tarkoitettua muuta rahoitusvälinettä kuin arvopaperia koskevaa kauppasopimusta,

on tehtävä viimeistään viidentenä kaupantekopäivän jälkeisenä arkipäivänä ilmoitus omaan lukuun osuuksista tehdyistä tai toteutetuista kaupoista, jotka liittyvät (5:60 §:n 1 momentin) a kohdassa, b kohdassa tai vastaavasti c kohdassa tarkoitettuun liikkeeseenlaskijalaitokseen, tai rahoitusvälinettä koskevista kaupoista, joiden arvo määräytyy myös kyseisten osuuksien arvon mukaan.

18. Wft:n 5:56 §:n 1 momentin a kohdassa kielletään kaikkia, jotka kuuluvat edellä mainitussa säännöksessä tarkoitettuun luokkaan, käyttämästä sisäpiiritietoa toteuttamalla tai saamalla aikaan Alankomaissa tai Alankomaista käsin tai muussa valtiossa kuin jäsenvaltiossa tai sieltä käsin sellaisia rahoitusvälineitä koskevan kaupan, jotka on hyväksytty kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla, jolle on myönnetty 5:26 §:n 1 momentissa tarkoitettu lupa, tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, jota varten sijoituspalveluyrityksellä on 2:96 §:ssä tarkoitettu lupa tai jolle on haettu hyväksyntää kyseisen kaupankäynnin kohteeksi ottamiseksi.

19. Wft:n 1:40 §:n 1 momentin mukaan valvontaviranomainen veloittaa samaan lakiin perustuvan tehtävänsä suorittamisesta aiheutuvat kulut yrityksiltä, joihin nähden kyseiset tehtävät suoritetaan, sikäli kuin tällaiset kulut eivät kuulu valtion maksettaviksi.

20. Rahoitusvalvonnan kustantamista koskevan asetuksen (Besluit bevestiging financieel toezicht), 5 §:n, 6 §:n ja 8 §:n 1 momentin i kohdan 4 alakohdan mukaan Stichting Autoriteit Financiële Marktenilla (Alankomaiden rahoitusmarkkinoiden valvontaviranomainen, jäljempänä AFM) on valtuudet määrätä tätä tarkoitusta varten maksuja Wft:n 5:60 §:n 1 momentin a kohdassa tarkoitetuille liikkeeseenlaskijalaitoksille.

## II Kansallinen oikeudenkäynti ja ennakkoratkaisukysymys

21. Käsiteltävässä asiassa ovat vastapuolena AFM ja valittajina Robeco Hollands Bezit N.V. ja 11 muuta yritystä (avoimia yhteissijoitusyrityksiä tai avoimia sijoitusrahastoja; jäljempänä Robeco-rahastot), jotka ovat riitauttaneet tämän viranomaisen niille määräämät maksut.

22. Riita koskee erityisesti AFM:n 30.10.2009, 31.12.2010, 30.9.2011 ja 28.9.2012 tekemiä päätöksiä (jäljempänä ensimmäiset päätökset). Näillä päätöksillä AFM määräsi Wft:n 1:40 ja 5:60 §:n 1 momentin a kohdan sekä rahoitusvalvonnan kustantamista koskevan asetuksen säännösten perusteella vuosien 2009, 2010, 2011 ja 2012 osalta maksuja 110, 350, 630 ja 180 euroa kullekin Robeco-rahastolle.

23. AFM:n mukaan maksut veloitettiin valvontatehtävistä, joita tämä viranomainen oli suorittanut Robeco-rahastoihin nähden direktiivin 2003/6 täytäntöönpanon yhteydessä. Direktiivi saatettiin osaksi Alankomaiden lainsäädäntöä Wft:llä, jossa liikkeeseenlaskijalaitokset, joiden rahoitusvälineet ovat kaupankäynnin kohteena säännellyillä markkinoilla, veloitetaan toimittamaan viranomaisille tietoja markkinoiden ylläpitäjien toiminnasta.

24. AFM hylkäsi Robeco-rahastojen tekemät oikaisuvaatimukset 13.12.2012 tekemällään päätöksellä.

25. Robeco-rahastot nostivat päätöksestä kanteen, jonka rechtbank Rotterdam (Rotterdamin tuomioistuin, Alankomaat) hylkäsi 24.12.2013 antamallaan tuomiolla.

26. Tuomiossaan se hylkäsi Robeco-rahastojen vaatimukset ja hyväksyi AFM:n väitteet. Se totesi EFS-järjestelmän täyttävän Wft:n 1:1 §:ssä tarkoitetun säännellyn markkinan määritelmän. Lisäksi se katsoi, että Wft:n 5:60 §:ää sovelletaan rahastojen hallitusten ja hallintoneuvostojen jäseniin ja että AFM:n määräämät maksut olivat lainmukaisia.

27. Robeco-rahastot valittivat ensimmäisessä oikeusasteessa annetusta tuomiosta College van beroep voor het bedrijfsleveniin (talousalan asioita käsittelevä ylempi hallintotuomioistuin, Alankomaat), jonka on annettava lopullinen ratkaisu siitä, sisältyykö EFS-järjestelmä direktiivissä 2004/39 tarkoitettuun säännellyn markkinan käsitteeseen.

28. Ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin pitää toteen näytettyinä useita pääasian tosiseikkoja ja olosuhteita, jotka selostan seuraavaksi lyhyesti.

29. Ensinnäkin se vahvistaa, että Euronextillä on Wft:n 5:26 §:n 1 momentin perusteella lupa ylläpitää säänneltyä markkinaa. EFS on osa Euronextiä. Se on erillinen kaupankäyntijärjestelmä, jossa käydään kauppaa ainoastaan open end -sijoitusyritysten osuuksilla. Robeco-rahastot ovat open end -sijoitusyrityksiä, ja niiden on toteutettava omistusosuuksien ostoa tai liikkeeseenlaskua koskevat toimeksiantonsa EFS-järjestelmän kautta.

30. Toiseksi ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin vahvistaa, että EFS-järjestelmän jäsenenä on rahastoasiamiehiä ja meklareita. Kullakin sijoitusyrityksellä tai sijoitusyritysryhmällä on oma rahastoasiamies, joka toimii kyseisen sijoitusyrityksen tai sijoitusyritysryhmän lukuun ja vastuulla. Meklari kerää sijoittajilta osto- ja myyntitoimeksiantoja ja välittää ne asianomaisen sijoitusyrityksen rahastoasiamiehelle.

31. Lopuksi ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin toteaa, että EFS-järjestelmässä liiketoimet toteutetaan forward pricing -periaatteella. Meklari voi välittää toimeksiannon rahastoasiamiehelle kello 16 mennessä (cut-off time), minkä jälkeen sijoitusyrityksen nettovarallisuusarvo (ja siten luovutettavan tai ostettavan omistusosuuden arvo) lasketaan cut-off time -ajankohdan jälkeisten kurssien perusteella. Rahastoasiamies toteuttaa toimeksiannon kello 10 seuraavana aamuna lasketun

nettovarallisuusarvon perusteella niin, että sijoitusyrityksen transaktiokulut nostavat tai alentavat arvoa. Rahastoasiamiehet eivät toteuta järjestelmässä liiketoimia keskenään. Sama koskee myös meklareita. Transaktiot toteutetaan EFS-järjestelmässä EFS Trading Manual -ohjeen sääntöjen ja TCS-web User Guide to the EFS -ohjeen mukaisesti.

32. Näiden seikkojen perusteella College van beroep voor het bedrijfsleven on vastoin ensimmäisen oikeusasteen tuomioistuimen näkemystä taipuvainen katsomaan, että EFS ei ole monenkeskinen järjestelmä ja ettei sitä sen vuoksi voida pitää MiFID I -direktiivin 4 artiklan 1 kohdan 14 alakohdassa tarkoitettuna säänneltynä markkinana.

33. Sen mukaan MiFID I -direktiivin johdanto-osan kuudennessa perustelukappaleessa kahdenväliset järjestelmät (kauppojen sisäisten toteuttajien järjestelmät) erotetaan monenkeskisistä kaupankäyntijärjestelmistä, joihin säännellyt markkinatkin lukeutuvat. Erottavana tekijänä on se, että kahdenvälisissä järjestelmissä liiketoimia toteutetaan ainoastaan sijoitusyrityksen ja sijoittajan välillä, kun taas monenkeskisissä järjestelmissä liiketoimet ovat mahdollisia myös sijoittajien välillä. EFS on siis kahdenvälinen järjestelmä, koska siinä liiketoimet tapahtuvat (sijoittajaa edustavan) meklarin ja (sijoitusyritystä edustavan) rahastoasiamiehen välillä.

34. Ennakkoratkaisua pyytäneen tuomioistuimen mukaan MiFID I -direktiivin johdanto-osan kuudennessa perustelukappaleesta voitaisiin päätellä, ettei säännellyksi markkinaksi voida luokitella järjestelmää, jossa toteutetaan ainoastaan sellaisia liiketoimia, joihin ei sovelleta ilmoitusvelvollisuutta. Asetuksen N:o 1287/2006 5 artiklan c alakohdan perusteella EFS-järjestelmän liiketoimet ovat liiketoimia, jotka toteutetaan ensisijaisilla markkinoilla, eivätkä rahoitusvälineen ostoon ja myyntiin liittyviä liiketoimia. Asetuksen III lukua ei sovelleta liiketoimiin, jotka toteutetaan ensisijaisilla markkinoilla, ja tästä syystä EFS-järjestelmässä toteutettavat liiketoimet eivät myöskään kuulu siinä säädetyn ilmoitusvelvollisuuden soveltamisalaan. Koska EFS-järjestelmän kautta toteutetaan liiketoimia ainoastaan ensisijaisilla markkinoilla eli ilmoitusvelvollisuuden soveltamisalan ulkopuolella olevia liiketoimia, EFS-järjestelmää ei voida pitää säänneltynä markkinana.

35. Ennakkoratkaisua pyytäneen tuomioistuimen mukaan tätä näkemystä vahvistaa se, että EFS-järjestelmän kautta kaupattavien omistusosuuksien arvo määritetään laskemalla niiden nettovarallisuusarvo, kuten edellä esitettiin. Säännellyillä markkinoilla hinta ei muodostu tällä tavalla vaan kaupankäyntiä harjoittavien kysynnän ja tarjonnan perusteella.

36. Ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin päätelee lopuksi, ettei EFS-järjestelmä ole säännelty markkina, koska markkinoiden manipulointi ei voi tulla kyseeseen tässä järjestelmässä eivätkä sisäpiirikaupat ole kovin todennäköisiä.

37. Sen mukaan tulkinta, jonka perusteella EFS-järjestelmää voidaan pitää MiFID I -direktiivin 4 artiklan 1 kohdan 14 alakohdassa tarkoitettuna säänneltynä markkinana, on myös perusteltavissa. Se myöntää, ettei tämän artiklan ja saman direktiivin johdanto-osan kuudennen perustelukappaleen sanamuodosta voida suoraan päätellä, että kauppapaikkaa, jolla ei toteuteta ainoastaan sellaisia liiketoimia, joihin liittyy ilmoitusvelvollisuus, ja jolla kaupankäynnin kohteen hinta ei muodostu kysynnän ja tarjonnan perusteella, ei voitaisi pitää säänneltynä markkinana. Riittää, että kyseessä on markkina, joka muodostuu joukosta johdanto-osan kuudennessa perustelukappaleessa kuvattuja sääntöjä, ja että MiFID I -direktiivin 4 artiklan 1 kohdan 14 alakohdassa säädetyn määritelmän osat täyttyvät.



38. Ennakkoratkaisua pyytäneen tuomioistuimen mukaan EFS-järjestelmä voisi sitä paitsi hyvinkin sisältyä MiFID I -direktiivissä tarkoitettuun säännellyn markkinan käsitteeseen seuraavilla perusteilla: se on itsenäinen kauppapaikka, ja Euronextillä on lupa sen ylläpitoon; se on monenkeskinen järjestelmä, koska siihen on liittynyt useita meklareita ja rahastoasiamiehiä, joilla on valtuudet välittää toimeksiantoja; jokaista EFS-järjestelmän käyttäjää voidaan pitää Euronextiin nähden kolmantena; ja EFS-järjestelmässä kootaan yhteen meklarien ja rahastoasiamiesten osto- ja myynti-intressejä siten, että tuloksena on liiketoimia.

39. Koska College van beroep voor het bedrijfsleven on epävarma säännellyn markkinan käsitteen tulkinnasta, se on esittänyt unionin tuomioistuimelle seuraavan ennakkoratkaisukysymyksen:

”Onko järjestelmää, johon on liittynyt useita kyseisen järjestelmän kautta toteutettavissa kaupoissa open end -sijoitusyrityksiä edustavia rahastoasiamiehiä ja vastaavasti sijoittajia edustavia meklareita ja joka tosiasiallisesti helpottaa ainoastaan sijoittajien kyseisille open end -sijoitusyrityksille tekemien omistusosuuksien osto- ja myyntitoimeksiantojen toteuttamista koskevan velvollisuuden täyttämistä, pidettävä [MiFID I] -direktiivin 4 artiklan 1 kohdan 14 alakohdassa tarkoitettuna säännellyn markkinana, ja jos on, mitkä tunnusmerkit ovat tältä osin ratkaisevia?”

### III Ennakkoratkaisukysymyksen tarkastelu

40. Ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin haluaa selvittää, voidaanko ominaispiirteiltään EFS-järjestelmän kaltaista rahoitusvälineiden kauppapaikkaa pitää MiFID I -direktiivissä tarkoitettuna säännellyn markkinana. Ennen tämän kysymyksen tarkastelua on mielestäni tarpeen esitellä MiFID I -direktiivillä annetut rahoitusvälineiden kaupankäyntijärjestelmiä koskevat säännökset ja niiden voimaantulon jälkeen tapahtunut kehitys. Viitataan myös MiFID II -direktiiviä koskevan lainsäädäntökokonaisuuden voimaantulosta 3.1.2018 alkaen aiheutuviin muutoksiin, vaikka niitä ei ajallisesti sovelletakaan nyt käsiteltävään asiaan.

#### A Rahoitusvälineiden kaupankäyntijärjestelmiä koskevat alustavat huomautukset

41. MiFID I -direktiivi ja sen täytäntöönpanosäädökset toivat merkittäviä muutoksia rahoitusvälineiden kaupankäyntijärjestelmiin sovellettavaan oikeudelliseen järjestelmään.<sup>10</sup> Näiden markkinoiden yhdentymisen, kilpailukykyyn ja tehokkuuden edistämiseksi unionissa lakkautettiin tietyissä jäsenvaltioissa toimineet perinteisten arvopaperipörssien kauppamonopolit ja avattiin kilpailu perinteisten kauppapaikkojen ja tekniikan kehityksen myötä ilmaantuneiden mutta sääntelemättömien uusien vaihtoehtoisten kaupankäyntijärjestelmien välille.

42. Unionin lainsäätäjän tarkoituksena oli, kuten jo totesin, lisätä avoimuutta, parantaa sijoittajansuojaa, lujittaa luottamusta ja varmistaa, että valvontaviranomaisilla on nimenomaiset valtuudet tehtäviensä hoitamiseen.<sup>11</sup>

10 Nämä kaupankäyntijärjestelmät ”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. ja Saguato, S., ”Regulating Financial Market Infrastructures”, *ECGI Working Paper* nro 259/2014, kesäkuu 2014, s. 7).

11 Komission rahoittaman tutkimuksen mukaan kilpailu rahoitusvälineiden kauppapaikkojen välillä on tämän tuloksena lisääntynyt, jolloin sijoittajat ovat saaneet lisää valinnanvaraa palveluntarjoajiin ja saatavilla oleviin rahoitusvälineisiin. Näitä muutoksia on vauhdittanut tekniikan kehitys. Liiketoimien kustannukset ovat yleisesti ottaen pienentyneet ja yhentyminen on nopeutunut, todetaan Oxeran tutkimuksessa *Monitoring prices, costs and volumes of trading and post-trading services*, 2011. Ks. myös asiakirja KOM(2011) 652 lopullinen, s. 2.

43. MiFID I -direktiivissä säädetään kolmentyyppisistä rahoitusvälineiden kaupankäyntijärjestelmistä, joista kaksi on monenkeskisiä (säännelty markkinat ja monenkeskiset kaupankäyntijärjestelmät)<sup>12</sup> ja yksi on kahdenvälinen (kauppojen sisäiset toteuttajat). Näiden järjestäytyntä kaupankäyntimallia edustavien järjestelmien lisäksi MiFID I -säännöissä säädetään mahdollisuudesta järjestäytymättömään rahoitusvälineiden kaupankäyntiin (over-the-counter-kauppa, jäljempänä OTC).

44. Näistä kaupankäyntijärjestelmien ryhmistä tärkein ja vakiintunein on MiFID I- ja II -direktiivejä koskevissa lainsäädäntökokonaisuuksissa ja muissa unionin oikeussäännöissä mainittu säänneltyjen markkinoiden järjestelmä. Tarkastelen säänneltyjen markkinoiden ominaispiirteitä lähemmin jäljempänä, mutta MiFID I -direktiivin 4 artiklan 1 kohdan 14 alakohdan määritelmän mukaan niillä tarkoitetaan markkinoiden ylläpitäjän ylläpitämiä monenkeskisiä rahoitusvälineiden kaupankäyntijärjestelmiä, joissa kolmansien osapuolten osto- ja myynti-intressit ovat ehdottomien sääntöjen mukaisesti keskinäisessä vuorovaikutuksessa siten, että tuloksena on sopimus. Ne muistuttavat paljolti perinteisiä arvopaperipörssijä, ja Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen (jäljempänä ESMA)<sup>13</sup> tietokannan mukaan unionissa on tällä hetkellä 102 säänneltyä markkinaa (Alankomaissa niitä on neljä, joista yksi on Euronext Amsterdam).

45. Toiseen MiFID I -direktiivillä perustettuun ryhmään, jota nimitetään monenkeskiseksi kaupankäyntijärjestelmiksi, sisällytettiin tekniikan kehityksen myötä käytännössä muotoutuneet vaihtoehtoiset kaupankäyntimekanismit. Myös ne ovat monenkeskisiä järjestelmiä, joissa useiden kolmansien osapuolten osto- ja myynti-intressit ovat järjestelmän ylläpitäjän tai sijoitusyrityksen vahvistamien ehdottomien sääntöjen mukaisesti vuorovaikutuksessa keskenään siten, että tuloksena on sopimuksia, ja joihin tarvitaan viranomaisen antama toimilupa. Vaikka monenkeskisten kaupankäyntijärjestelmien säännöt ovat hyvin samankaltaiset kuin säänneltyjen markkinoiden, erona on kuitenkin se, ettei monenkeskisissä kaupankäyntijärjestelmissä määrätä ennalta, mitkä rahoitusvälineiden lajit voivat olla kaupankäynnin kohteena.

46. ESMA:n tietokannan<sup>14</sup> mukaan unionissa toimii nykyään 150 monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää, joista merkittävimpiä ovat BATS Trading Ltd:n (Yhdistynyt kuningaskunta) kaltaiset suuret kauppapaikat. Alankomaissa näitä järjestelmiä on kaksi, Tom MTF Derivatives Markets ja Tom MTF Cash Markets.

47. Kolmas MiFID I -direktiivillä perustettu ryhmä ovat niin kutsutut ”kauppojen sisäiset toteuttajat”. Edellisistä poiketen ne eivät ole kolmannen osapuolen ylläpitämiä monenkeskisiä kauppapaikkoja, joita sijoittajat käyttävät rahoitusvälineiden ostoon ja myyntiin, vaan kahdenvälisiä kaupankäyntijärjestelmiä. MiFID I -direktiivin 4 artiklan 1 kohdan 7 alakohdan mukaan ne ovat sijoitusyrityksiä, jotka käyvät suunnitelmallisesti, usein toistuvasti ja järjestelmällisesti kauppaa omaan lukuunsa toteuttamalla asiakkaiden toimeksiantoja. Tätä kaupankäyntijärjestelmää ei siis määritellä direktiivissä sellaisenaan vaan suhteessa sitä ylläpitävään toimijaan.

12 Monenkeskisiä järjestelmiä nimitetään myös ”kauppapaikoiksi”, joilla tarkoitetaan ”direktiivin 2004/39/EY 4 artiklan 1 kohdan 1 alakohdassa määritellyn sijoituspalveluyrityksen tai mainitun direktiivin 4 artiklan 1 kohdan 13 alakohdassa määritellyn markkinoiden ylläpitäjän, joka ei ole 4 artiklan 1 kohdan 7 alakohdassa määritelty kauppojen sisäinen toteuttaja, ylläpitämää järjestelmää, jossa kootaan yhteen rahoitusvälineitä koskevat osto- tai myynti-intressit siten, että tuloksena on mainitun direktiivin II tai III osaston mukainen sopimus”, kuten OTC-johdannaisista, keskusvastapuolista ja kauppätietorekistereistä 4.7.2012 annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 648/2012 (EUVL 2012, L 201, s. 1) 2 artiklan 4 kohdassa säädetään.

13 Ks. tiedot osoitteesta [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 Ks. tiedot seuraavasta linkistä: [https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma\\_registers\\_mifid\\_mtf](https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_mtf)

48. Vaikka kauppojen sisäiset toteuttajat eivät tarvitse kansallisen valvontaviranomaisen antamaa toimilupaa, ne ovat yrityksinä riittävän kokoisia voidakseen hoitaa sisäisesti sijoittajien osto- ja myyntitoimeksiantoja, minkä vuoksi niille on asetettu useita avoimuusvelvoitteita. Tätä järjestelmää ei nähtävästi ole pidetty kovin houkuttelevana, sillä ESMAn tietojen<sup>15</sup> mukaan kauppojen sisäisiksi toteuttajiksi on rekisteröitynyt koko unionissa ainoastaan 11 yritystä, joista yksikään ei toimi Alankomaissa.

49. Kuten jo mainitsin, näiden järjestäytyneiden kaupankäyntijärjestelmien ohella MiFID I -direktiivissä mainitaan vielä neljäs rahoitusvälineitä koskevien toimeksiantojen toteuttamiseen tarkoitettu järjestely eli OTC-kauppa. Tämä käy ilmi sen johdanto-osan 53 perustelukappaleesta,<sup>16</sup> jonka mukaan direktiivissä ei edellytetä ”kauppaa edeltävien avoimuusvaatimusten soveltamista liiketoimiin, jotka toteutetaan OTC-kaupan pohjalta. OTC-kaupan luonteeseen kuuluu, että liiketoimet ovat epäsäännöllisiä ad hoc -toimia ja että ne toteutetaan tukkukaupan vastapuolten kanssa ja ovat osa liikesuhdetta, jota puolestaan luonnehtivat tavanomaista markkinakokoa suuremmat kaupat ja se, että kaupat toteutetaan niiden järjestelyjen ulkopuolella, joita kyseinen yritys yleensä käyttää liiketoiminnassaan kauppojen sisäisenä toteuttajana”.

50. MiFID I -direktiivissä on kenties juuri kauppojen sisäisille toteuttajille asetettujen vaatimusten (asetuksen N:o 1287/2006 21 artiklan 3 kohdassa tarkoitettu suunnitelmallinen, toistuva ja järjestelmällinen kaupankäynti) ja säänneltyjen markkinoiden ja monenkeskisten kaupankäyntijärjestelmien vieläkin rajoittavamman sääntelyn vuoksi jätetty direktiivin soveltamisalan ulkopuolelle muut OTC-kaupan muodot, jotka muodostavat merkittävän osan rahoitusvälineiden kaupankäynnistä. Tällaisia ovat muun muassa niin kutsutut broker crossing -järjestelmät, broker-dealer crossing -verkotot tai dark pool -järjestelmät eli elektroniset kauppapaikat.<sup>17</sup>

51. Vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen ja kauppapaikkojen kehityksen johdosta<sup>18</sup> annetussa MiFID II -direktiivissä – joka ei ole vielä tullut voimaan – tämä kaupankäyntijärjestelmien ryhmittely on säilytetty samanlaisena, mutta siihen on lisätty uusi ryhmä, jota nimitetään ”organisoiduiksi kaupankäyntijärjestelmiksi”.

52. Organisoidut kaupankäyntijärjestelmät määritellään hyvin laajasti, koska tähän uuteen monenkeskisen kaupankäynnin muotoon on tarkoitus sisällyttää ne OTC-kaupan järjestelmät, jotka aiemmin jäivät MiFID I -direktiivin sääntelyn *ulkopuolelle*.<sup>19</sup> Ne eroavat säännellyistä markkinoista ja monenkeskisistä kaupankäyntijärjestelmistä lähinnä siinä, että organisoitujen kaupankäyntijärjestelmien ylläpitäjät voivat hoitaa toimeksiantoja harkinnanvaraisesti ja ovat tapauksen mukaan kauppaa edeltävien avoimuusvaatimusten ja ”parasta toteutusta” koskevan veloitteen alaisia.

15 Ks. tiedot seuraavasta linkistä: [https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma\\_registers\\_mifid\\_sys](https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_sys)

16 Ks. Gomber, P., Pierron, A., ”MiFID: Spirit and Reality of a European Financial Market Directive”, *Celent Paper*, marraskuu 2010, s. 12, jossa otetaan kantaa tähän.

17 Ks. yksityiskohtainen analyysi teoksesta Onofrei, A., *La négociation des instruments financiers au regard de la directive MIF*, Larcier, Bryssel, 2012, s. 360–363.

18 MiFID II -direktiivin johdanto-osan neljännessä perustelukappaleessa tätä perustellaan seuraavasti: ”Finanssikriisi on tuonut esiin heikkouksia rahoitusmarkkinoiden toiminnassa ja avoimuudessa. Rahoitusmarkkinoiden kehitys on tuonut esiin tarpeen vahvistaa rahoitusvälineiden markkinoiden sääntelykehystä myös silloin, kun tällaisilla markkinoilla käydään kauppaa johdannaisilla pörssin ulkopuolella (OTC-johdannaiset), jotta voidaan lisätä avoimuutta, parantaa sijoittajansuojaa, vahvistaa luottamusta, puuttua sääntelemättömiin osa-alueisiin ja varmistaa, että valvontaviranomaisille annetaan riittävät valtuudet tehtäviensä hoitamiseksi.”

19 MiFID II -direktiivin 4 artiklan 1 kohdan 23 alakohdan mukaan organisoidulla kaupankäyntijärjestelmällä tarkoitetaan ”monenkeskistä järjestelmää, joka ei ole säännelty markkina tai monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä ja jossa useiden kolmansien osapuolten joukkovelkakirjoja, strukturoituja rahoitustuotteita, päästöoikeuksia tai johdannaisia koskevat osto- ja myynti-intressit voivat olla keskenään vuorovaikutuksessa siten, että tuloksena on sopimus tämän direktiivin II osaston mukaisesti”.

53. Edellä kuvailemani kehitys osoittaa, että unionin lainsäätäjän tarkoituksena on ollut asettaa sääntelyn alaisiksi kaikki rahoitusvälineiden kaupankäyntijärjestelmät, joita kehitetään jatkuvasti lisää, ainoana poikkeuksena näiden välineiden satunnainen kahdenvälinen kauppa.<sup>20</sup> Tavoitteena on siis varmistaa, että kaikenlainen rahoitusvälineiden järjestäytyneet kaupankäynti tapahtuu jonkin MiFID II -direktiivissä määritellyn monenkeskisen tai kahdenvälisen kanavan kautta.<sup>21</sup> Tällä tavoin edistetään asianmukaista kilpailua eri kaupankäyntijärjestelmien välillä ilman vaaraa siitä, että ylläpitäjät kehittäisivät muita mekanismeja kiertääkseen valvontaviranomaisten harjoittaman valvonnan.

## **B Säännelyn markkinan käsite ja sen soveltaminen EFS-järjestelmän kaltaiseen kauppapaikkaan**

54. Ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin pyytää unionin tuomioistuinta selventämään, täyttääkö EFS-järjestelmän kaltainen kauppapaikka MiFID I -direktiivissä tarkoitettuna säännellyn markkinan määritelmän. Ennen kuin otan kantaa tähän kysymykseen, haluan kuitenkin esittää seuraavat kolme täsmennystä.

55. Ensinnäkin on kansallisen tuomioistuimen, jolla on suoraan ja täydellisesti tiedossaan EFS-järjestelmän toimintatavat, tehtävä määrittää, täyttääkö tämä kauppapaikka säännellyksi markkinaksi luokittelun edellytykset. Unionin tuomioistuin voi tietenkin antaa kansalliselle tuomioistuimelle ohjeita MiFID I -direktiivin tulkintaan johtamalla siitä edellytykset, jotka tähän ryhmään luokiteltavan kaupankäyntijärjestelmän on täytettävä. Jotta vastauksesta olisi sille hyötyä, mainittujen edellytysten joukosta olisi kiinnitettävä erityistä huomiota niihin, jotka käsiteltävässä asiassa on riidanalaisia.<sup>22</sup>

56. Toisena täsmennyksenä mainitsen, että kansallisen tuomioistuimen toimittamat ja asianosaisten ja muiden osapuolten suullisessa käsittelyssä esittämät tiedot näyttäisivät vahvistavan, että AFM:n Euronextille säännellyn markkinan ylläpitoon antama lupa kattaa myös EFS-järjestelmän toiminnan.

57. Niistä ei kuitenkaan ilmene, että EFS-järjestelmä, joka on osa Euronextiä, muodostaisi itsessään säännellyn markkinan. ESMAn tietokannassa EFS-järjestelmää ei mainita säänneltyjen markkinoiden joukossa,<sup>23</sup> eikä se myöskään ole nimenomaisesti mainostanut itseään sellaisena, toisin kuin muut vastaavat järjestelmät.<sup>24</sup>

20 MiFID II -direktiivin 1 artiklan 7 kohdassa tämä vahvistetaan säätämällä seuraavaa: ”Kaikkien rahoitusvälineillä kauppaa käyvien monenkeskisten järjestelmien on toiminnassaan noudatettava joko monenkeskisiä kaupankäyntijärjestelmiä tai organisoituja kaupankäyntijärjestelmiä koskevia II osaston säännöksiä tai säänneltyjä markkinoita koskevia III osaston säännöksiä. Sijoituspalveluyritysten, jotka suunnitelmallisesti, toistuvasti, järjestelmällisesti ja oleellisesti käyvät kauppaa omaan lukuunsa toteuttaessaan asiakastoimeksiantoja säännellyn markkinan, monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän tai organisoitun kaupankäyntijärjestelmän ulkopuolella, on toiminnassaan noudatettava asetuksen (EU) N:o 600/2014 III osastoa. Kaikissa ensimmäisessä ja toisessa alakohdassa tarkoitetuissa rahoitusvälineitä koskevissa liiketoimissa, joita ei toteuteta monenkeskisessä järjestelmässä tai kauppajien sisäisessä toteuttajassa, on noudatettava asetuksen (EU) N:o 600/2014 III osaston asiaankuuluvia säännöksiä, sanotun kuitenkin rajoittamatta asetuksen (EU) N:o 600/2014 23 ja 28 artiklan soveltamista

21 Moloney toteaa tästä seuraavaa: ”MiFID II/MiFIR is designed to repatriate trading on to organized trading venues and away from OTC markets” (Moloney, N., *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3. painos, Oxford University Press, Oxford, 2014, s. 434). Ks. myös Clause, N. J., Sorensen, K. E., ”Reforming the Regulation of Trading Venues in the EU under the Proposed MiFID II. Levelling the Playing Field and Overcoming Market Fragmentation?”, *European Company and Financial Review*, 2012, s. 28.

22 Unionin tuomioistuin on noudattanut tätä lähestymistapaa 3.12.2015 antamansa tuomion Banif Plus Bank (C-312/14, EU:C:2015:794) 51 kohdassa ja 30.5.2013 antamansa tuomion Genil 48 ja Comercial Hosteleria de Grandes Vinos (C-604/11, EU:C:2013:344) 43 kohdassa.

23 MiFID I -direktiivin 47 artiklassa, jonka otsikko on ”Luettelo säännellyistä markkinoista”, säädetään seuraavaa: ”Jokaisen jäsenvaltion on laadittava luettelo säännellyistä markkinoista, joiden kotijäsenvaltio se on, ja toimitettava tämä luettelo muille jäsenvaltioille ja komissiolle. Samalla tavalla on tiedotettava kaikista tähän luetteloon tehdyistä muutoksista. Komissio julkaisee ajantasaisen luettelon kaikista säännellyistä markkinoista Euroopan unionin virallisessa lehdessä vähintään kerran vuodessa. Komissio julkaisee luettelon myös verkkosivuillaan ja päivittää sen aina, kun jäsenvaltiot ilmoittavat muutoksista luetteloihinsa.”

24 Niihin kuuluu esimerkiksi Italian pörssissä (avoimen yhteissijoitusyrityksen osana) toimiva ETFplus market. Ks. <http://www.borsaitaliana.it/fondi/formazione/formazione.htm>. Tämä markkina on keskittynyt avointen sijoitusrahastojen harjoittamaan rahoitusvälineiden kauppaan, ja se mainitaan ESMAn julkaisemassa Italian säänneltyjen markkinoiden luettelossa. Se on myös nimenomaisesti järjestäytyneet tällaiseksi markkinaksi ja mainostanut itseään sellaisena. ESMAn tietokannassa se mainitaan ryhmässä ELECTRONIC OPEN-END FUNDS AND ETC MARKET. Ks. [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)

58. Se, ettei EFS-järjestelmä sisälly säänneltyjen markkinoiden luetteloon, ei kuitenkaan välttämättä tarkoita, etteikö se voisi olla luonteeltaan tällainen. Unionin tuomioistuin vahvisti tuomiossa Nilas ym.,<sup>25</sup> että pelkästään se, ettei markkinoita mainita kyseisessä luettelossa, ei ole riittävä peruste katsoa, etteivät kyseiset markkinat muodosta säänneltyjä markkinoita.<sup>26</sup>

59. Euronext voisi toimia samanaikaisesti sekä Euronext Amsterdamin säännellyn markkinan että EFS-kauppapaikan ylläpitäjänä. Tuomiossa Nilas ym. nimittäin todetaan, että direktiivissä 2004/39 säädetään nimenomaisesti tilanteista, joissa säännellyn markkinan ylläpitäjä ylläpitää myös jotakin muuta kaupankäyntijärjestelmää, eikä kaupankäyntijärjestelmä muutu tällaisen ylläpidon johdosta säänneltyksi markkinaksi.<sup>27</sup> Unionin tuomioistuimen mukaan rahoitusvälineiden kaupankäyntijärjestelmän luokittelu säänneltyksi markkinaksi edellyttää sitä, että markkinat ovat saaneet säänneltyjen markkinoiden toimiluvan ja että markkinoiden toiminta on MiFID I -direktiivin III osastossa säädettyjen vaatimusten mukaista.<sup>28</sup>

60. Ennakkoratkaisua pyytäneen tuomioistuimen asiana on vapaan harkintansa mukaan ratkaista, onko EFS-järjestelmä todellakin Euronext Amsterdamin säännellyn markkinan osa, joka toimii sen alaisuudessa, vai onko se itsenäinen kauppapaikka tai Euronext Amsterdamista erillinen kaupankäyntijärjestelmä, vaikka molemmilla on sama ylläpitäjä.

61. Kolmas täsmennykseni koskee valittajina olevien yritysten erityispiirteitä. Robeco-rahastothan ovat yhteissijoitusyrityksiä, joihin sovelletaan direktiiviä 2009/65/EY.<sup>29</sup> Sen 1 artiklan 2 kohdan mukaan yhteissijoitusyrityksellä tarkoitetaan yritystä, a) jonka ainoana tarkoituksena on yleisöltä hankittujen varojen yhteinen sijoittaminen 50 artiklan 1 kohdassa tarkoitettuihin siirtokelpoisiin arvopapereihin tai muuhun helposti rahaksi muutettavaan rahoitusomaisuuteen ja joka toimii riskin hajauttamisen periaatteella, ja b) jonka osuudet on haltijan vaatimuksesta ostettava takaisin tai lunastettava suoraan tai välillisesti tämän yrityksen varoilla.

62. Tarkemmin sanottuna Robeco-rahastot ovat julkisia ja avoimia yhteissijoitusyrityksiä, jotka on perustettu sopimusoikeudellisten säännösten (rahastoyhtiöiden hoidossa olevat sijoitusrahastot) nojalla direktiivin 2009/65 1 artiklan 3 kohdan mukaisesti. Avointen sijoitusrahastojen toiminta ”koostuu varojen hankkimisesta yleisöltä ja niiden yhteisestä sijoittamisesta ja hallinnoinnista jakamalla yhteisesti sijoituksista johtuvat riskit ja tuotot ja suorittamalla yhteissijoitusrahaston puolesta vastikkeita vastapuolena osakkeenomistajille tai jäsenille”.<sup>30</sup>

63. Robeco-rahastojen tarkoituksena on hankkia suunnitelmallisesti, toistuvasti ja järjestelmällisesti varoja sijoittajilta käyttämällä Euronextin ylläpitämää EFS-järjestelmää, ja tästä syystä EFS-järjestelmää olisi lähtökohtaisesti pidettävä kauppapaikkana. Asetuksen N:o 1287/2006 2 artiklan 8 alakohdan mukaan ”kauppapaikalla” tarkoitetaan ”säänneltyä markkinaa, monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää tai kauppajien sisäistä toteuttajaa, joka toimii kauppajien sisäisenä toteuttajana, ja soveltuvin osin yhteisön ulkopuolella toimivaa järjestelmää, jolla on samankaltaisia toimintoja kuin säännellyllä markkinalla tai monenkeskisellä kaupankäyntijärjestelmällä”.

64. Kun otetaan huomioon EFS-järjestelmän erityispiirteet sellaisina, kuin ne on esitetty ennakkoratkaisupyynnössä, sen ja siihen osallistuvien Robeco-rahastojen toiminta vaikuttaa suunnitelmalliselta, toistuvalla ja järjestelmällisellä rahoitusvälineiden kaupalta.

25 Tuomio 22.3.2012 (C-248/11, EU:C:2012:166), 54 kohta.

26 Sisältyminen jäsenvaltion laatimaan luetteloon, jota MiFID I -direktiivin 4 artiklan 1 kohdan 14 alakohdan määritelmässä ei mainita, oli tosin sijoituspalveluista arvopaperimarkkinoilla 10.5.1993 annetun neuvoston direktiivin 93/22/ETY (EYVL 1993, L 141, s. 27), joka kumottiin ensiksi mainitulla direktiivillä 1.11.2007 lukien, 1 artiklan 13 kohdassa tarkoitettuna säännellyn markkinan käsitteen osatekijä.

27 Tuomio 22.3.2012, Nilas ym. (C-248/11, EU:C:2012:166), 44–46 kohta.

28 Ibidem, 42–43 kohta.

29 Siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta 13.7.2009 annettu Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EUVL 2009, L 302, s. 32).

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

65. Jos näin on, EFS-järjestelmää olisi lähtökohtaisesti pidettävä yhtenä MiFID I -direktiivissä tarkoitetuista kolmesta kaupankäyntijärjestelmästä eli säänneltynä markkinana, monenkeskisenä kaupankäyntijärjestelmänä tai kauppojen sisäisenä toteuttajana (paitsi jos kyse on OTC-kauppapaikasta, joka jää näiden ryhmien ulkopuolelle ja joka MiFID II -direktiivin mukaan luokiteltaisiin siinä säädettyyn uuteen ryhmään eli organisoiduksi kaupankäyntijärjestelmäksi).

66. Vaikka kansallinen tuomioistuin haluaa ainoastaan selvittää, onko EFS-järjestelmää pidettävä säänneltynä markkinana, unionin tuomioistuimen olisi mielestäni tarpeen valistaa sitä myös MiFID I -direktiivissä tarkoitetuista muista kaupankäyntijärjestelmistä, jotta se kykenisi arvioimaan, voitaisiinko EFS-järjestelmä suoraan tai toissijaisesti rinnastaa johonkin niistä.

67. Tämä analyysi on tärkeä, sillä jos EFS ei ole säännelty markkina, ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin voisi mahdollisesti selvittää, voitaisiinko sitä pitää monenkeskisenä kaupankäyntijärjestelmänä tai kauppojen sisäisenä toteuttajana, ja sen jälkeen määrittää, onko Alankomaiden lainsäädännössä (markkinoiden väärinkäytön valvontaa koskevien oikeussääntöjen yhteydessä) asetettuja ilmoitusvelvoitteita sovellettava myös näihin muihin kaupankäyntijärjestelmiin, jolloin AFM:n määräämien riidanalaisten maksujen perimistä voitaisiin pitää perusteltuna.

### ***1. Säännellyille järjestelmille asetetut yleiset edellytykset***

68. MiFID I -direktiivin 4 artiklan 1 kohdan 14 alakohtaan sisältyvästä määritelmästä ilmenee, että rahoitusvälineiden kaupankäyntijärjestelmän on täytettävä seuraavat edellytykset, jotta sitä voitaisiin pitää säänneltynä markkinana:

- Sen on oltava monenkeskinen eikä kahdenvälinen järjestelmä, ja sitä hallinnoivan markkinoiden ylläpitäjän on toimittava ostajiin ja myyjiin nähden riippumattomana kolmantena osapuolena.
- Sen on koottava yhteen rahoitusvälineitä koskevat useiden kolmansien osapuolten osto- ja myynti-intressit tai helpotettava niiden yhteen kokoamista.
- Siinä toteutettavien liiketoimien on johdettava sopimukseen sellaisista rahoitusvälineistä, jotka on otettu kaupankäynnin kohteeksi kyseisten markkinoiden sääntöjen tai järjestelmien mukaisesti.
- Sen on toimittava ehdottomien sääntöjen mukaisesti.
- Sillä on oltava toimilupa, jonka kansalliset rahoitusvalvontaviranomaiset antavat, jos järjestelmä toimii säännöllisesti ja MiFID I -direktiivin III osaston säännösten mukaisesti.<sup>31</sup>

69. Ennakkoratkaisua pyytäneen tuomioistuimen mukaan on riidatonta, että EFS-järjestelmä täyttää joitakin näistä edellytyksistä, ja näin on seuraavista syistä:

- EFS-järjestelmää ylläpitää markkinoiden ylläpitäjä Euronext, ja se toimii kauppapaikkana ehdottomien sääntöjen (Euronext Fund Service Trading Manual -ohjeen ja myöhemmin Trading Manual for the NAV Trading Facility -ohjeen sääntöjen) mukaisesti.
- EFS-järjestelmässä sijoittajien ja sijoitusrahastojen välillä toteutettavat liiketoimet johtavat niiden ja rahastojen välisiin sopimuksiin riippumatta siitä, tehdäänkö nämä sopimukset järjestelmän sisällä vai sen ulkopuolella.

<sup>31</sup> MiFID I -direktiivin 36 artiklan 1 kohdan ensimmäisen alakohdan mukaan säännellyn markkinan toimilupa on varattava vain niille järjestelmille, jotka noudattavat tämän direktiivin III osaston säännöksiä. Unionin tuomioistuin on todennut, että koska ”kirjaus samaisen direktiivin 47 artiklassa tarkoitettuun luetteloon tehdään väistämättä toimiluvan saamisen jälkeen, kirjaus ei loogisesti voi olla toimiluvan saamisen edellytys” (tuomio 22.3.2012, Nilas ym., C-248/11, EU:C:2012:166, 53 kohta).

- EFS on perustamisestaan eli vuodesta 2007 lähtien ”toiminut säännöllisesti” Euronext Amsterdamin säännellyllä markkinalla Euronextin ylläpitämänä ja MiFID I -direktiivin III osaston säännösten mukaisesti. Vaikka kansallisen tuomioistuimen on, kuten jo totesin, vielä tarkistettava tämä seikka, ennakkoratkaisupyynnön sisältämät ja useimpien osapuolten esittämät tiedot<sup>32</sup> näyttäisivät vahvistavan, että EFS-järjestelmä toimii AFM:n Euronextille säännellyn markkinan ylläpitoon antaman luvan nojalla.<sup>33</sup>

70. Riita koskee siis jäljelle jääviä edellytyksiä eli järjestelmän monenkeskisyyttä ja mahdollisuutta koota yhteen useiden kolmansien osapuolten kaupankäynnin kohteeksi otettuja rahoitusvälineitä koskevat osto- ja myynti-intressit. Ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin ja Robeco-rahastot mainitsevat myös muita säännellyn markkinan käsitteen osatekijöitä, jotka eivät ilmene MiFID I -direktiivin sanamuodosta, ja tarkastelen jäljempänä myös niitä.

## **2. Säänneltyjen markkinoiden monenkeskisyyttä koskeva edellytys**

71. MiFID I -direktiivin johdanto-osan kuudennessa perustelukappaleesta ilmenee, että unionin lainsäätäjän tarkoituksena oli tehdä ero rahoitusvälineiden monenkeskisten ja kahdenvälisen kaupankäyntijärjestelmien välillä. Sen mukaan säännellyn markkinan ja monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän määritelmien ”ulkopuolelle olisi suljettava sellaiset kahdenväliset järjestelmät, joissa sijoituspalveluyritys osallistuu jokaiseen kauppaan omaan lukuunsa toimivana osapuolena eikä myyjän ja ostajan välillä ilman riskiä toimivana vastapuolena”.

72. Vaikka MiFID I -direktiivissä ei määritellä monenkeskisiä järjestelmiä, tässä on mielestäni asianmukaista nojautua MiFID II -direktiivin 4 artiklan 1 kohdan 19 alakohtaan, koska siinä ne määritellään seuraavasti: ”monenkeskisellä järjestelmällä [tarkoitetaan] järjestelmää, jossa useiden kolmansien osapuolten rahoitusvälineitä koskevat osto- ja myynti-intressit voivat olla keskenään vuorovaikutuksessa”.

73. Molempien säädöstekstien tarkastelun perusteella on katsottava, että rahoitusvälineiden kaupankäyntijärjestelmä on monenkeskinen, kun useat sijoittajat ovat järjestelmässä vuorovaikutuksessa keskenään ostaakseen ja myydäkseen rahoitusvälineitä ja kun siihen osallistuu ilman riskiä toimiva vastapuoli (kauppapaikan ylläpitäjä), joka toimii sijoittajien välillä järjestelmän paremman toimivuuden varmistamiseksi.

74. Vaikka MiFID I -direktiiviin ei sisälly myöskään kahdenvälisen kaupankäyntijärjestelmien oikeudellista määritelmää, sen johdanto-osan kuudennessa perustelukappaleessa vahvistetaan, että ne ovat järjestelmiä, ”joissa sijoituspalveluyritys osallistuu jokaiseen kauppaan omaan lukuunsa toimivana osapuolena eikä myyjän ja ostajan välillä ilman riskiä toimivana vastapuolena”. MiFID I -direktiivin 4 artiklan 1 kohdan 6 alakohdassa täsmennetään, että ”kaupankäynnillä omaan lukuun” tarkoitetaan ”omaa pääomaa vastaan tapahtuvaa kaupankäyntiä, jonka tuloksena on yhtä tai useampaa rahoitusvälinettä koskevien kauppojen päättäminen”. Kahdenvälisille kaupankäyntijärjestelmille on siis ominaista se,<sup>34</sup> että sijoittajat käyvät kauppaa rahoitusvälineillä suoraan sijoitusyrityksen kanssa, joka toimii omaan lukuunsa ja omalla riskillään ilman, että välissä on mitään kolmatta osapuolta.

32 AFM mainitsee Euronext Amsterdam N.V:n lähettäneen ennakkoratkaisua pyytäneeseen tuomioistuimeen kirjelmän, jossa vakuutetaan EFS-järjestelmän olevan säännelty markkina ja todetaan, että sen ovat vahvistaneet kaikkien niiden valtioiden valvontaviranomaiset, joissa Euronext ylläpitää säänneltyjä markkinoita (Alankomaiden lisäksi Ranska, Yhdistynyt kuningaskunta, Belgia ja Portugali).

33 Robeco-rahastot täsmensivät suullisessa käsittelyssä, että tilanne on ollut tällainen vasta vuodesta 2012, jolloin AFM ensimmäisen kerran luokitteli EFS-järjestelmän säännellyksi markkinaksi ja velvoitti sen maksamaan riidanalaiset maksut.

34 Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komitea totesi, että käsitteellä ”monenkeskiset järjestelmät” on tarkoitus sulkea pois kaikki kahdenväliset järjestelmät ja että viimeksi mainitut ovat ”järjestelmiä, joissa sijoituspalveluyritys osallistuu jokaiseen kauppaan omaan lukuunsa toimivana osapuolena eikä myyjän ja ostajan välillä ilman riskiä toimivana vastapuolena. Sitä vastoin monenkeskisenä järjestelmänä pidetään järjestelmää, jossa toimeksiantojen vastapuolina toimii useita osallistujia (esimerkiksi markkinatakaajia)” (CESR:n asiakirja Standards for Alternative Trading Systems, CESR/02-086b, heinäkuu 2002 ([http://www.esma.europa.eu/system/files/l-02\\_086b.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/l-02_086b.pdf)), 13 kohta).

75. Edellytykset, joiden täyttyessä rahoitusvälineiden kauppapaikkaa voidaan pitää monenkeskisenä, ovat tiivistetysti seuraavat: a) järjestelmään osallistuu useita sijoittajia ostaakseen ja myydäkseen rahoitusvälineitä ja b) siihen osallistuu ilman riskiä toimiva vastapuoli (ylläpitäjä), joka toimii sijoittajien välillä järjestelmän asianmukaisen toiminnan varmistamiseksi.

76. Seuraavaksi on tarkistettava edellä tämän ratkaisuehdotuksen 55–67 kohdassa esitetyin varauksin, täyttääkö EFS:n kaltainen järjestelmä nämä edellytykset.

77. Huomautuksissaan Robeco-rahastot väittävät, että EFS-järjestelmä on luonteeltaan kahdenvälinen. Niiden mukaan sitä käytetään kanavana rahasto-osuuksien jakelussa avoimissa sijoitusrahastoissa. Sijoittajat voivat ottaa yhteyden näihin rahastoihin joko suoraan tai EFS-järjestelmän kautta. Jälkimmäisessä tapauksessa meklarit vastaanottavat asiakkailta osto- ja myyntitoimeksiannot ja toimittavat ne EFS-järjestelmässä toimivien sijoitusrahastojen rahastoasiamiehille. EFS-järjestelmän käytöstä on se etu, että se tarjoaa sijoittajien valittavaksi suuren määrän sijoitusrahastoja, ja myös toimeksiantojen toimitus on tehokkaampaa. Robeco-rahastojen suullisessa käsittelyssä esittämien väitteiden mukaan EFS-järjestelmää käyttävät eniten pienet sijoittajat, jotka hankkivat sen kautta osuuksia avoimista sijoitusrahastoista, kun taas suurilla sijoittajilla on taipumus turvautua suoraan kaupankäyntiin.

78. EFS on siten avointen sijoitusrahastojen osuuksia koskevien osto- ja myyntitoimeksiantojen välitykseen keskittynyt kahdenvälinen järjestelmä, jossa meklarit eivät ole vuorovaikutuksessa keskenään vaan asioivat ainoastaan rahastoasiamiesten kanssa. Kukin rahastoasiamies toimii oman rahastonsa lukuun eikä täsmäytä osuuksien osto- ja myyntitoimeksiantoja vaan selvittää ne. Järjestelmään kelpuutetaan ainoastaan toimeksiannot, jotka johtavat ensisijaisilla markkinoilla toteutettaviin liiketoimiin.

79. En kuitenkaan pidä näitä perusteluja riittävinä, jotta niillä voitaisiin kiistää EFS-järjestelmän monenkeskisyys.

80. Kuten AFM ja komissio toteavat, EFS-järjestelmällä on ylläpitäjä (Euronext Amsterdam N.V.), joka toimittaa meklarien sijoittajilta saamat osto- ja myyntitoimeksiannot rahastoasiamiehille. EFS-järjestelmän ylläpitäjänä Euronext toimii siis kolmantena osapuolena meklarien ja rahastoasiamiesten välillä toteutettavissa liiketoimissa. Se ylläpitää tätä kauppapaikkaa ehdottomien sääntöjen mukaisesti eli Euronext Fund Service Trading Manual -ohjeita noudattaen.

81. Meklarit ja rahastoasiamiehet voivat epäilemättä toteuttaa liiketoimia kahdenvälisesti, mikä ei kuitenkaan estä pitämistä EFS:ää monenkeskisenä järjestelmänä, koska välissä toimii kolmas osapuoli (Euronext), markkinoiden ylläpitäjä, joka takaa kaupankäynnin turvallisuuden, avoimuuden ja paremman sijoittajansuojan. Tämä selittää, miksi EFS-järjestelmää käyttävät pääasiallisesti avointen sijoitusrahastojen pienet sijoittajat. Suurilla sijoittajilla on tarvittava tietämys kyetäkseen suojautumaan itse.

82. Euronextin toimiessa välikätenä rahastot kykenevät hankkimaan sijoittajia helpommin kuin turvautumalla pelkästään kahdenväliseen kaupankäyntiin. Euronext Amsterdam perusti EFS-järjestelmän vuonna 2007<sup>35</sup> nimenomaan tiiviissä yhteistyössä AFM:n ja hollantilaisia sijoitusrahastoja edustavan yhdistyksen kanssa. Euronext vakuutti, että sijoittajien kannalta uuden EFS-mallin etuna on ennen muuta se, että se toimii selkeästi säännellyillä markkinoilla ("a clearly regulated market").<sup>36</sup>

<sup>35</sup> Euronext aikoo laajentaa EFS-järjestelmää Ranskaan ja perustaa Pariisin pörssimarkkinoilla toimiville avoimille sijoitusrahastoille monenkeskisen kauppapaikan, jonka nimeksi tulee niin ikään Euronext Fund Services ja jota ylläpitää Euronext Paris. Ks. Euronextin tiedote *Expansion of Euronext Fund Services to include open-end funds on Euronext Paris*, Info-Flash, 24.7.2015.

<sup>36</sup> CESR, Call for Evidence on UCITS Distribution, Reply form Euronext, CESR/07-205, kesäkuu 2007, s. 2.



83. Jos sijoittajat (tai niitä edustavat meklarit) ja avointen sijoitusrahastojen asiamiehet ostaisivat ja myisivät osuuksia suoraan keskenään, EFS-järjestelmän ulkopuolella, kyseessä olisi kahdenvälinen kaupankäyntijärjestelmä, jota olisi pidettävä kauppohen sisäisenä toteuttajana (jos kaupankäynti on jatkuvaa, toistuvaa ja järjestelmällistä) tai MiFID I -direktiivin soveltamisalan ulkopuolelle jäävänä OTC-kauppana (jos kaupankäynti on ainoastaan satunnaista). Käsiteltävässä asiassa ei vaikuta olevan näin.

84. EFS-järjestelmän monenkeskisyys ilmenee myös siitä, että Euronext osallistuu järjestelmään ylläpitäjänä, joka ei toimi omaan lukuunsa ja jolle ei itselleen aiheudu pääomariskejä. Euronext ei myöskään saa itse ostaa, myydä tai täsmäyttää rahasto-osuuksia, jotta se säilyttäisi puolueettomuutensa ja riippumattomuutensa, joiden nojalla se voi toimittaa AFM:lle kauppaa edeltäviä ja sen jälkeisiä tietoja EFS-järjestelmässä toteutetuista liiketoimista MiFID I -direktiivin säännösten mukaisesti.

### **3. Vaatimus useiden kolmansien osapuolten osto- ja myynti-intressien yhteenkokoamisesta säännellyillä markkinoilla**

85. Toinen ennakkoratkaisua pyytäneelle tuomioistuimelle vaikeuksia tuottava säännellyn markkinan määritelmän osatekijä on vaatimus useiden kolmansien osapuolten osto- ja myynti-intressien yhteenkokoamisesta.

86. Robeco-rahastot väittävät, että EFS-järjestelmässä on ainoastaan kahdenvälisiä suhteita, jotka muodostuvat meklarien ja rahastoasiamiesten välille sen jälkeen, kun ne ovat ensin asioineet osuuksien ostajien tai myyjien kanssa. Rahastoasiamiehet eivät siis ole vuorovaikutuksessa keskenään, kuten eivät meklaritkaan.

87. Tämäkään väite ei vakuuta minua. Kuten Yhdistyneen kuningaskunnan hallitus toteaa, eri rahastojen asiamiehet kohtaavat EFS-järjestelmässä useita meklareita, jotka edustavat siellä sijoittajia. Meklarit voivat valita, mitä liiketoimia ne kunkin rahastoasiamiehen kanssa toteuttavat, ja samat asiamiehet voivat käydä kauppaa monia eri sijoittajia edustavien meklarien kanssa. Näin ollen järjestelmässä risteävät tai ovat keskenään vuorovaikutuksessa useiden kolmansien osapuolten osto- tai myynti-intressit, mikä juuri on ominaista säännellylle markkinalle tai mille tahansa monenkeskiselle rahoitusvälineiden kauppapaikalle.

88. EFS ei ole pelkkä toimeksiantojen välityksessä käytettävä *tiedotuskanava*. Se on järjestelmä, jossa käydään kauppaa rahoitusvälineillä (avointen sijoitusrahastojen osuuksilla) ja jonka toimintaa harjoitetaan järjestelmän ylläpitäjän eli Euronextin *kaupankäyntiohjeissaan* vahvistamien sääntöjen mukaisesti.<sup>37</sup>

89. Kahdenvälisissä kaupankäyntijärjestelmissä (kuten kauppohen sisäisten toteuttajien tapauksessa) tällainen vuorovaikutus ei ole sallittua. Tästä syystä MiFID II -direktiivin johdanto-osan 17 perustelukappaleessa, jota voidaan käyttää tässä tulkintaohjeena, vaikkei kyseinen direktiivi olekaan vielä voimassa, todetaan, että ”kauppapaikat ovat palveluja, joissa useiden kolmansien osapuolten osto- ja myynti-intressit ovat keskenään vuorovaikutuksessa järjestelmässä, kun taas kauppohen sisäisellä toteuttajalla ei saisi olla oikeutta koota yhteen kolmansien osapuolten osto- ja myynti-intressejä toiminnallisesti samalla tavalla kuin kauppapaikassa”.

90. On huomattava, että avoin sijoitusrahasto on yhteissijoitusyrittys, jonka tarkoituksena on, kuten jo totesin, yleisöltä hankittujen varojen yhteinen sijoittaminen ja hallinnointi osakkaiden kesken niin, että nämä voivat saada sijoituksilleen tuottoa pienemmällä riskillä.

<sup>37</sup> Edellä mainittu *Euronext Investment Fund Services Trading Manual*, jonka on myöhemmin korvannut *Trading Manual for the NAV Trading Facility*.

91. Avoimelle sijoitusrahastolle on ratkaisevan tärkeää hankkia pääomaa osakkailta, ja tähän hollantilaiset rahastot ovat nimenomaan pyrkineet perustamalla EFS:n kaltaisen järjestäytyneen kaupankäyntijärjestelmän. Sen tarkoituksena on edistää rahastojen, joita edustavat rahastoasiamiehet, ja rahasto-osuuksien ostamisesta tai myynnistä kiinnostuneiden sijoittajien, joita EFS-järjestelmässä edustavat meklarit, osto- ja myynti-intressien kohtaamista. Toisin kuin OTC-kauppajärjestelmien tai kauppojen sisäisten toteuttajien, EFS:n kiistattomana etuna on, että se edistää avointen sijoitusrahastojen rahasto-osuuksia koskevien osto- ja myynti-intressien kohtaamista.

92. Vaikka Robeco-rahastot edelleen käyvät osuuksillaan kahdenvälistä kauppaa, kuten niiden asianajaja suullisessa käsittelyssä totesi, en sittenkään ymmärrä, miten kaupankäyntijärjestelmä, johon Euronext osallistuu välikätenä, voitaisiin luokitella myös kahdenväliseksi. Mielestäni kolmannen osapuolen toimiminen järjestelmän riippumattomana ylläpitäjänä osoittaa, ettei EFS:ssä ole kyse kahdenvälisestä kaupasta vaan monenkeskisestä järjestelmästä, jolla pyritään edistämään useiden kolmansien osapuolten osto- ja myynti-intressien keskinäistä vuorovaikutusta kaupan käymiseksi avointen sijoitusrahastojen osuuksilla.

#### ***4. Säädetyllä markkinan käsitteen muut mahdolliset osatekijät***

93. Ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin ja Robeco-rahastot ovat tuoneet esille myös muita osatekijöitä, jotka niiden mukaan ovat ominaisia säännellyille markkinoille. Näitä ovat a) kaupankäyntijärjestelmässä sovellettava hinnanmuodostusmekanismi; b) järjestelmän ensisijainen luonne ja c) markkinoiden väärinkäytön riskin olemassaolo tai olemattomuus. Niiden mukaan näiden osatekijöiden ilmeneminen EFS-järjestelmässä tukee sitä, että se on kahdenvälinen järjestelmä eikä monenkeskinen rahoitusvälineiden kauppapaikka.

94. Totean heti, että yhtäkään näistä osatekijöistä ei mainita MiFID I -direktiivin 4 artiklan 1 kohdan 14 alakohdassa esitetystä säännellyn markkinan määritelmästä eivätkä ne myöskään ilmene siitä implisiittisesti, minkä vuoksi niitä ei pitäisi ottaa huomioon määrittäessä, onko EFS:n kaltaista kauppapaikkaa pidettävä säänneltynä markkinana.

95. Ensimmäisen tekijän osalta ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin selittää, että EFS-järjestelmässä liiketoimet toteutetaan forward pricing -periaatteella eli cut-off time -ajankohdan jälkeisten kurssien perusteella lasketun nettovarallisuusarvon mukaan.<sup>38</sup> Robeco-rahastojen mukaan EFS-järjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevien rahoitusvälineiden hinta ei siis määräydy kysynnän ja tarjonnan periaatteella, jota säännellyillä markkinoilla on aina noudatettava.

96. MiFID I -direktiivissä ei kuitenkaan määritellä säänneltyjen markkinoiden erottavaksi osatekijäksi mitään tiettyä hinnanmuodostustapaa. Tällä seikalla ei siten ole merkitystä sen määrittämisessä, onko EFS tässä direktiivissä tarkoitettu säännelty markkina.

97. Tämä vahvistetaan MiFID I -direktiivin 29 artiklan 2 kohdassa ja 44 artiklan 2 kohdassa, joiden täytäntöönpanosäännöt sisältyvät asetuksen N:o 1287/2006 18 artiklaan. Tässä artiklassa säädetään mahdollisuudesta myöntää vapautuksia kauppaa edeltävistä avoimuusvelvoitteista sellaisille monenkeskisille kaupankäyntijärjestelmille ja säännellyille markkinoille, joiden hinnat määräytyvät muiden mekanismien kuin kaupankäynnin kohteena olevien rahoitusvälineiden tarjonnan ja kysynnän perusteella. Jos kerran säädetään tällainen vapautus, synnä täytyy olla se, että on olemassa säänneltyjä markkinoita, joilla on poikkeava hinnanmuodostusmekanismi.

38 Ks. edellä tämän ratkaisuehdotuksen 31 kohta, jossa kuvaillaan tarkemmin kyseistä mekanismia.

98. AFM:n suullisessa käsittelyssä esittämien tietojen mukaan rahasto-osuuksien kysynnällä ja tarjonnalla on tietty vaikutus hinnanmuodostukseen EFS-järjestelmässä. Kun rahasto-osuuksien kysyntä ja tarjonta kohtaavat, rahastoasiamies selvittää kaupan, mutta jos kysyntä ylittää tarjonnan, sijoittajat maksavat ostamistaan osuuksista tietyn lisäprosenttiosuuden; päinvastaisessa tapauksessa ne saavat hinnanalennuksen. Rahasto-osuuksien kysynnän ja tarjonnan vaihtelu riippuu avoimen sijoitusrahaston rahoitusvälinemarkkinoilla tekemien sijoitusten tuloksesta.

99. Toinen ennakkoratkaisua pyytäneen tuomioistuimen ja Robeco-rahastojen esille tuoma tekijä on, että markkinat, joilla avointen sijoitusrahastojen osuuksien liikkeeseenlasku ja merkintä toteutetaan, ovat ensimarkkinoita ja että näillä rahoitusvälineillä ei käydä kauppaa jälkimarkkinoilla.

100. MiFID I -direktiivissä annettu säännellyn markkinan määritelmä ei kuitenkaan sisällä mitään viittausta tähän tekijään (eikä myöskään monenkeskisiin kaupankäyntijärjestelmiin). Kuten komissio lisäksi huomauttaa, säännellyillä markkinoilla voidaan sekä laskea liikkeeseen rahoitusvälineitä (ensimmäisen kerran) että käydä niillä jälkikauppaa.<sup>39</sup> Tästä syystä se, että sijoitusrahastoista liikkeeseenlasketuilla ja merkityillä osuuksilla ei käydä jälkikauppaa, ei estä luokittelemasta EFS-järjestelmää säännellyksi markkinaksi.

101. Lisäksi mainittakoon, että – kuten Yhdistyneen kuningaskunnan hallitus toteaa – asetuksessa (EU) N:o 1031/2010<sup>40</sup> säädetään kasvihuonekaasujen päästöoikeuksien huutokaupasta, joka on juuri rahoitusvälineiden kaupankäyntiä ensisijaisilla markkinoilla. Asetuksen 35 artiklan 1 kohdan mukaan ”huutokauppoja saa toteuttaa ainoastaan huutokauppapaikassa, jolle 4 kohdan toisessa alakohdassa tarkoitettut toimivaltaiset kansalliset viranomaiset ovat antaneet 5 kohdan mukaisesti säännellyn markkinan toimiluvan”. Tässä säännöksessä on siis nimenomaisesti sallittu se, että MiFID I -direktiivissä säädettyjen edellytysten mukaisesti säännellyillä markkinoilla toteutetaan ensisijaisille markkinoille kuuluvia liiketoimia.

102. Lopuksi Robeco-rahastot väittävät ja ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin vahvistaa, ettei EFS-järjestelmässä ole juurikaan markkinoiden väärinkäytön riskiä ja ettei sen luokittelu säännellyksi markkinaksi (ja velvoittaminen antamaan tietoja sijoitusrahaston ylläpitäjien toiminnasta) näin ollen toisi lisäsuojaa sijoittajille.

103. Mielestäni tätäkään perustelua ei voida hyväksyä. Ensinnäkään MiFID I -direktiivissä esitetyn säännellyn markkinan määritelmän osatekijöiden joukossa ei mainita sitä, minkä verran markkinoilla voi esiintyä manipulointia. Toiseksi AFM on (nähdäkseni aivan perustellusti) kiistänyt Robeco-rahastojen väitteen ja vahvistanut markkinoiden väärinkäytön tai sisäpiiritietojen hyödyntämisen olevan mahdollista EFS:n kaltaisissa järjestelmissä.

104. AFM on tarkemmin sanottuna esittänyt joitakin esimerkkejä tapauksista, joissa näitä lainvastaisia menettelytapoja on esiintynyt sijoitusrahastojen osuuksilla käytävässä kaupassa. Esimerkiksi sijoitusrahaston merkittävän hoitajan irtautumisen tapauksessa voi aiheutua markkinoiden väärinkäyttöön johtava sisäpiiritiedon saanti, joka vaikuttaa rahasto-osuuksien arvoon,<sup>41</sup> ja näin voi käydä myös silloin, kun avoin sijoitusrahasto päätetään muuttaa suljetuksi yhteissijoitusyhteydeksi.

39 Moloney toteaa säännellyn markkinan käsitteestä, että se ”is therefore 'opting in' in design and captures the distinct primary market capital-rising and secondary market trading functionalities” (Moloney, N., *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3. painos, Oxford University Press, Oxford, 2014, s. 463).

40 Kasvihuonekaasujen päästöoikeuksien kaupan järjestelmän toteuttamisesta yhteisössä annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/87/EY mukaisen kasvihuonekaasujen päästöoikeuksien huutokaupan ajoituksesta, hallinnoinnista ja muista näkökohdista 12.11.2010 annettu komission asetus (EUVL 2010, L 302, s. 1).

41 Pimco-rahastojen hoitajan irtautuminen syyskuussa 2014 johti toimeksiantojen peruuttamiseen 3 700 miljoonan euron arvosta (<https://www.ft.com/content/56aa4284-4fc1-11e4-a0a4-00144feab7de>). Merkittävä vaikutus oli myös Ignis Asset Managementin hoitajan siirtymisellä vuoden 2014 lopussa Old Mutual Global Investorsille, samoin kuin Bestinver Asset Management -rahastojen hoitajan irtautumisella (<http://www.expansion.com/2014/09/23/mercados/fondos/1411459605.html>).

105. Direktiivin 2003/6 9 artiklassa, jota sovelletaan ajallisesti pääasiaan, säädetään ainoastaan ylläpitäjien velvollisuudesta toimittaa tietoja yrityksistä, joiden rahoitusvälineet on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinoilla, koska se oli ainoa direktiivin antamishetkellä olemassa ollut järjestäytynyt kaupankäyntimuoto. Tämän jälkeen, kuten jo selitin, luotiin MiFID I -direktiivillä monenkeskiset kaupankäyntijärjestelmät, ja MiFID II -direktiivillä puolestaan otetaan käyttöön organisoidut kaupankäyntijärjestelmät uutena järjestäytyneen monenkeskisen kaupankäynnin muotona. Näiden säädösten systemaattisen tulkinnan perusteella voidaan päätellä, että velvollisuutta toimittaa valvontaviranomaisille tietoja sisäpiiritietojen lainvastaisen käytön estämiseksi (direktiivin 2003/6 6 artikla) oli määrä soveltaa myös vuoden 2003 jälkeen annettaviin unionin oikeussääntöihin sisältyvien uusien organisoitujen kaupankäyntijärjestelmien vastuuhenkilöihin. Tämä tulkinta on vahvistettu kokonaisuudessaan uudella asetuksella (EU) N:o 596/2014.<sup>42</sup>

106. Ehdottamani tulkinta, jonka mukaan ominaispiirteiltään EFS-järjestelmän kaltaista kaupankäyntijärjestelmää on pidettävä MiFID I -direktiivissä tarkoitettuna säänneltyinä markkinana, on sopusoinnussa direktiivillä tavoitellun päämäärän kanssa.

107. MiFID I -direktiiviin liittyvän lainsäädäntökokonaisuuden tavoitteena, joka myöhemmin vahvistettiin MiFID II -direktiivillä, oli nimittäin asettaa markkinoille ilmaantuneet eri kaupankäyntijärjestelmät sääntelyn ja valvonnan alaisiksi ja jättää niiden ulkopuolelle ainoastaan rahoitusvälineillä tapahtuva kahdenvälinen ja satunnainen kaupankäynti.<sup>43</sup> Jokaisen järjestäytyneen kauppapaikan on edustettava jotakin MiFID I -direktiiviin ja 3.1.2018 jälkeen MiFID II -direktiiviin liittyvissä oikeussäännöissä säädetystä monenkeskisistä tai kahdenvälisistä järjestelmistä.<sup>44</sup> Tällä tavoin edistetään asianmukaista kilpailua eri kaupankäyntijärjestelmien välillä ilman riskiä siitä, että toimijat, jotka haluavat kiertää valvontaviranomaisen valvonnan, kehittäisivät vaihtoehtoisia OTC-kaupankäynnin järjestelmiä. Tulkitsemalla MiFID I -direktiivissä tarkoitettua säännellyn markkinan käsitettä siten, että sen ulkopuolelle jäisivät EFS-järjestelmän kaltaiset kauppapaikat, joissa sijoittajat ovat vuorovaikutuksessa avointen sijoitusrahastojen kanssa, tehtäisiin tyhjiksi unionin lainsäätäjän tällä alalla tavoittelemat päämäärät.

42 Markkinoiden väärinkäytöstä (markkinoiden väärinkäyttöasetus) sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY ja komission direktiivien 2003/124/EY, 2003/125/EY ja 2004/72/EY kumoamisesta 16.4.2014 annettu Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 596/2014 (EUVL 2014, L 173, s. 1). Sen johdanto-osan kahdeksannen perustelukappaleen sanamuoto on seuraava: ”Direktiivin 2003/6/EY soveltamisala keskittyi säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettuihin rahoitusvälineisiin tai välineisiin, joiden ottamista kaupankäynnin kohteeksi kyseisillä markkinoilla oli pyydetty. Viime vuosina rahoitusvälineillä on kuitenkin käyty kauppaa yhä enemmän monenkeskisissä kaupankäyntijärjestelmissä (MTF). Lisäksi on rahoitusvälineitä, joilla käydään kauppaa ainoastaan muuntotyypisissä organisoiduissa kaupankäyntijärjestelmissä (OTF) tai OTC-markkinoilla. Tämän vuoksi asetuksen soveltamisalan olisi katettava kaikki säännellyillä markkinoilla, monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tai organisoidussa kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevat rahoitusvälineet ja kaikki muut menettelyt tai toimet, joilla voi olla vaikutusta tällaiseen rahoitusvälineeseen riippumatta siitä, toteutetaanko liiketoimi kauppapaikalla. – – Näin voitaisiin parantaa sijoittajansuojaa, säilyttää markkinoiden luotettavuus ja varmistaa, että tällaisten rahoitusvälineiden markkinoiden väärinkäyttö on selkeästi kielletty.”

43 MiFID II -direktiivin 1 artiklan 7 kohdassa säädetään vastaavasti seuraavaa: ”Kaikkien rahoitusvälineillä kauppaa käyvien monenkeskisten järjestelmien on toiminnassaan noudatettava joko monenkeskisiä kaupankäyntijärjestelmiä tai organisoituja kaupankäyntijärjestelmiä koskevia II osaston säännöksiä tai säänneltyjä markkinoita koskevia III osaston säännöksiä. Sijoituspalveluyritysten, jotka suunnitelmallisesti, toistuvasti, järjestelmällisesti ja oleellisesti käyvät kauppaa omaan lukuunsa toteuttaessaan asiakastoimeksiantoja säännellyn markkinan, monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän tai organisoidun kaupankäyntijärjestelmän ulkopuolella, on toiminnassaan noudatettava asetuksen (EU) N:o 600/2014 III osastoa. Kaikissa ensimmäisessä ja toisessa alakohdassa tarkoitetuissa rahoitusvälineitä koskevissa liiketoimissa, joita ei toteuteta monenkeskisessä järjestelmässä tai kauppajien sisäisessä toteuttajassa, on noudatettava asetuksen (EU) N:o 600/2014 III osaston asiaankuuluvia säännöksiä, sanotun kuitenkin rajoittamatta asetuksen (EU) N:o 600/2014 23 ja 28 artiklan soveltamista.”

44 Clause, N. J. ja Sorensen, K. E., ”Reforming the Regulation of Trading Venues in the EU under the Proposed MiFID II. Levelling the Playing Field and Overcoming Market Fragmentation?”, *European Company and Financial Review*, 2012, s. 285.

#### **IV Ratkaisuehdotus**

108. Edellä esitetyn perusteella ehdotan, että unionin tuomioistuin vastaa College van beroep voor het bedrijfslevenin ennakkoratkaisukysymykseen seuraavasti:

Järjestäytynyttä monenkeskistä rahoitusvälineiden kaupankäyntijärjestelmää, jossa sijoittajien osto- ja myynti-intressit ovat keskenään vuorovaikutuksessa meklarien ja avoimia sijoitusrahastoja edustavien rahastoasiamiesten välityksellä ja riippumattoman ylläpitäjän valvonnassa, on pidettävä rahoitusvälineiden markkinoista sekä neuvoston direktiivien 85/611/ETY ja 93/6/ETY ja Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2000/12/EY muuttamisesta ja neuvoston direktiivin 93/22/ETY kumoamisesta 21.4.2004 annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2004/39/EY 4 artiklan 1 kohdan 14 alakohdassa tarkoitettuna säänneltynä markkinana.