



## Zbornik sudske prakse

MIŠLJENJE NEZAVISNOG ODVJETNIKA  
MANUELA CAMPOSA SÁNCHEZ-BORDONE  
od 26. travnja 2017.<sup>1</sup>

**Predmet C-658/15**

**Robeco Hollands Bezit N. V.,  
Robeco Duurzaam Aandelen N. V.,  
Robeco Safe Mix N. V.,  
Robeco Solid Mix N. V.,  
Robeco Balanced Mix N. V.,  
Robeco Growth Mix N. V.,  
Robeco Life Cycle Funds N. V.,  
Robeco Afrika Fonds N. V.,  
Robeco Global Stars Equities,  
Robeco All Strategy Euro Bonds,  
Robeco High Yield Bonds,  
Robeco Property Equities**

**protiv**

**Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM)**

(zahtjev za prethodnu odluku koji je uputio College van beroep voor het bedrijfsleven (Žalbeni sud za upravne sporove u gospodarstvu, Nizozemska))

„Tržište financijskih instrumenata – Multilateralne trgovinske platforme – Pojam uređenog tržišta – Operater investicijskih fondova – Otvoreni investicijski fondovi – Zlouporaba tržišta i upotreba povlaštenih informacija”

1. Sustavi trgovanja financijskim instrumentima posljednjih su godina doživjeli nagli razvoj kao posljedica sve raznovrsnijih financijskih proizvoda kojima se trguje.
2. Potreba pružanja ulagateljima odgovarajuće zaštite, smanjenja rizika i povećanja javnog nadzora nad funkcioniranjem tih tržišta, kako bi se osigurala financijska stabilnost, zahtijevala je postupnu prilagodbu sustava trgovanja. Tradicionalnim burzama pridružile su se nove platforme, kako multilateralne tako i bilateralne, koje omogućavaju trgovanje svim vrstama financijskih instrumenata, od onih najjednostavnijih do onih najnaprednijih.
3. Zakonodavac Unije prihvatio se cjelovitog reguliranja tog sektora. U tu je svrhu, i ponekad koristeći teško razumljivu terminologiju, razvio „uređena tržišta”, „multilateralne trgovinske platforme”, „organizirane trgovinske platforme” i „sistematske internalizatore” (u daljnjem tekstu: SI) kao pojmove s vlastitim značajkama.

<sup>1</sup> Izvorni jezik: španjolski

4. Ovaj će predmet Sudu omogućiti da produbi još nedovoljno razrađenu sudsku praksu o značajkama sustavâ trgovanja, osobito na uređenim tržištima. Sud koji je uputio zahtjev želi saznati predstavlja li sustav nazvan Euronext Fund Service (u daljnjem tekstu: EFS), kojim upravlja Euronext Amsterdam N. V.<sup>2</sup> uređeno tržište s obzirom na to da u njemu dolazi do interakcija samo između ulagatelja i otvorenih investicijskih fondova.

## I. Pravni okvir

### A. Pravo Unije

5. Najvažnije odredbe za ovaj spor nalaze se u Direktivi 2004/39/EZ<sup>3</sup> (poznatoj kao Direktiva MiFID I) i u njezinim glavnim provedbenim propisima, odnosno u Direktivi 2006/73/EZ<sup>4</sup> i Uredbi (EZ) br. 1287/2006<sup>5</sup> (u daljnjem tekstu: propisi MiFID I ili skup propisa MiFID I). U obzir treba uzeti i Direktivu 2003/6/EZ<sup>6</sup>.

6. Na skup koji čine Direktiva MiFID I i njezini provedbeni propisi utjecala je financijska kriza iz 2008. koja je otkrila neke slabosti u funkcioniranju i transparentnosti financijskih tržišta. Osim toga, tehnološki je razvoj nametnuo jačanje zakonodavnog okvira, osobito sustavâ trgovanja, radi povećanja njegove transparentnosti, poboljšanja zaštite ulagatelja, jačanja povjerenja, reguliranja dotad nereguliranih područja i osiguranja da nadzorna tijela raspolažu potrebnim znanjima za obavljanje svojih zadaća.

7. Stoga će skup propisa MiFID I, koji je stupio na snagu 2007., od 3. siječnja 2018. biti zamijenjen takozvanim skupom propisa MiFID II, koji se prvenstveno sastoji od Direktive 2014/65/EU<sup>7</sup> (u daljnjem tekstu: Direktiva MiFID II) i Uredbe (EU) br. 600/2014<sup>8</sup>. Iako Direktiva MiFID II još nije stupila na snagu i očito se ne primjenjuje u glavnom postupku, sadržava neke korisne smjernice za tumačenje odredaba MiFID I.

#### 1. Direktiva 2004/39

8. Direktiva MiFID I u svojem članku 1. stavku 1. utvrđuje da se „primjenjuje na investicijska društva i uređena tržišta”.

2 Euronext Amsterdam N. V. smatra se sljednikom povijesne amsterdamske burze i djeluje kao uređeno tržište.

3 Direktiva Europskog parlamenta i Vijeća od 21. travnja 2004. o tržištima financijskih instrumenata te o izmjeni direktiva Vijeća 85/611/EEZ i 93/6/EEZ i Direktive 2000/12/EZ Europskog parlamenta i Vijeća te stavljanju izvan snage Direktive Vijeća 93/22/EEZ (SL 2004., L 145, str. 1.) (SL, posebno izdanje na hrvatskom jeziku, poglavlje 6., svezak 4., str. 29.)

4 Direktiva Komisije od 10. kolovoza 2006. o provedbi Direktive 2004/39/EZ Europskog parlamenta i Vijeća u odnosu na organizacijske zahtjeve i uvjete poslovanja investicijskih društava i izraze definirane za potrebe te direktive (SL 2006., L 241, str. 26.) (SL, posebno izdanje na hrvatskom jeziku, poglavlje 6., svezak 4., str. 118.)

5 Uredba Komisije od 10. kolovoza 2006. o provedbi Direktive 2004/39/EZ Europskog parlamenta i Vijeća u vezi s obvezom vođenja evidencija investicijskih društava, izvještavanjem o transakcijama, transparentnosti tržišta, uvrštavanjem financijskih instrumenata za trgovanje i određenim pojmovima za potrebe navedene direktive (SL 2006., L 241, str. 1.) (SL, posebno izdanje na hrvatskom jeziku, poglavlje 6., svezak 4., str. 93.)

6 Direktiva Europskog parlamenta i Vijeća od 28. siječnja 2003. o trgovanju na temelju povlaštenih informacija i manipuliranju tržištem (zlouporebi tržišta) (SL 2003., L 96, str. 16.) (SL, posebno izdanje na hrvatskom jeziku, poglavlje 6., svezak 3., str. 74.)

7 Direktiva Europskog parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU (SL 2014., L 173, str. 349.)

8 Uredba (EU) Europskog parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištima financijskih instrumenata i izmjeni Uredbe (EU) br. 648/2012 (SL 2014., L 173, str. 84.)

9. Njezine uvodne izjave 2., 5., 6., 44. i 49. glase kako slijedi:

„(2) [...] potrebno [je] osigurati neophodan stupanj usklađivanja koji će ulagateljima nuditi visoki stupanj zaštite, a investicijskim društvima omogućiti pružanje usluga u cijeloj Zajednici kao jedinstvenom tržištu na temelju nadzora matične države članice [...]

[...]

(5) [...] potrebno [je] voditi računa o pojavi nove generacije sustava organiziranog trgovanja, osim uređenih tržišta, koji trebaju podlijegati obvezama čiji je zadatak očuvati učinkovitost i uredno funkcioniranje financijskih tržišta [...]

[...]

(6) Potrebno je uvesti definicije uređenog tržišta i MTP-a<sup>[9]</sup> i međusobno ih uskladiti, kako bi odražavale činjenicu da oba predstavljaju sustave organiziranog trgovanja. Definicije trebaju isključiti bilateralne sustave kod kojih investicijsko društvo u svako trgovanje ulazi za vlastiti račun, a ne stoji kao druga ugovorna strana bez rizika između kupca i prodavatelja. Pojam ‚sustav‘ obuhvaća sva tržišta koja se sastoje od skupa pravila i trgovinske platforme, kao i ona koja funkcioniraju samo na temelju skupa pravila. Uređena tržišta i MTP nisu dužni voditi ‚tehnički‘ sustav za uparivanje naloga. Tržište koje ima samo jedan skup pravila koji uređuje pitanja u vezi s članstvom, uvrštavanjem instrumenata za trgovanje, trgovanje među članovima, izvješćivanje i, ako je primjenjivo, obveze transparentnosti, uređeno je tržište ili MTP za potrebe ove Direktive, a transakcije zaključene po tim pravilima smatraju se zaključenima u okviru sustava uređenog tržišta ili MTP-a. Izraz ‚interes za kupnju i prodaju‘ treba shvatiti u širem smislu, a uključuje naloge, ponude i najavu interesa. Zahtjev za okupljanjem interesa unutar jednog sustava pomoću nediskrecijskih pravila koja postavlja operater sustava znači da se okupljanje obavlja po pravilima sustava ili po protokolima sustava ili po internim operativnim postupcima (uključujući postupke ugrađene u informatičke programe). Pojam ‚nediskrecijska pravila‘ znači da po tim pravilima investicijska društva koja upravljaju MTP-om nemaju diskrecijsko pravo u vezi s mogućim uzajamnim djelovanjem između interesa. Prema definiciji, interese treba okupiti na takav način da dovedu do sklapanja ugovora, što znači da se izvršenje odvija po pravilima sustava ili po protokolima sustava ili po internim operativnim postupcima.

[...]

(44) S obzirom na dvostruki cilj zaštite ulagatelja i osiguravanja nesmetanog funkcioniranja tržišta vrijednosnih papira, treba osigurati postizanje transparentnosti u transakcijama te primjenu pravila koja su u tu svrhu utvrđena za investicijska društva prilikom poslovanja na tržištu. Kako bi se ulagateljima ili tržišnim sudionicima omogućilo da u svako doba mogu procijeniti uvjete transakcije dionicama koje razmatraju i kasnije provjeriti uvjete po kojima je transakcija obavljena, potrebno je uspostaviti opća pravila za objavljivanje pojedinosti o zaključenim transakcijama dionicama i za objavljivanje pojedinosti o aktualnim mogućnostima za trgovanje dionicama. Ova su pravila potrebna radi osiguravanja učinkovite integracije dioničkih tržišta država članica, učvršćivanja učinkovitosti ukupnog procesa formiranja cijena za vlasničke instrumente te potpore učinkovitom pridržavanju obveza o ‚najpovoljnijem izvršenju‘. Da bi se to postiglo, potreban je sveobuhvatan režim transparentnosti primjenom na sve transakcije dionicama bez obzira obavlja li ih investicijsko društvo na bilateralnoj osnovi ili preko uređenih tržišta ili MTP-a. Obveza investicijskih društava da po ovoj Direktivi objavljuju ponude za

9 Kratica MTP upotrebljava se u Direktivi 2004/39 kao kratica za „multilateralnu trgovinsku platformu“.

kupnju i prodaju te izvrše nalog po istaknutoj cijeni ne oslobađa investicijska društva od obveze da nalog usmjere na neko drugo mjesto izvršenja ako bi ova internalizacija spriječila društvo u poštovanju obveza o ‚najpovoljnijem izvršenju‘.

[...]

- (49) Odobrenje za upravljanje uređenim tržištem treba obuhvatiti sve aktivnosti koje su izravno vezane uz objavljivanje, obradu, izvršavanje, potvrdu i izvješćivanje o nalogima od točke gdje je te naloge zaprimilo uređeno tržište do točke gdje se prenose dalje radi zaključivanja, kao i aktivnosti vezane uz uvrštenje financijskih instrumenata za trgovanje. Ovdje trebaju biti uključene i transakcije zaključene preko imenovanih održavatelja tržišta koje je imenovalo uređeno tržište, a koje se obavljaju u okviru sustava uređenih tržišta prema propisima koji uređuju te sustave. Ne smatra se da su sve transakcije koje su zaključili članovi ili sudionici uređenog tržišta ili MTP-a zaključene u okviru sustava uređenog tržišta ili MTP-a. Transakcije koje članovi ili sudionici zaključuju na bilateralnoj osnovi, a koje ne ispunjavaju sve uvjete ove Direktive utvrđene za uređena tržišta ili MTP, smatraju se transakcijama zaključenima izvan uređenog tržišta ili MTP-a u smislu definicije sistematskog internalizatora. U tom se slučaju obveza investicijskih društava o objavljivanju obvezujućih ponuda treba primijeniti ako su ispunjeni uvjeti iz ove Direktive.”

10. Članak 4. stavak 1. točke 7., 13., 14. i 15. utvrđuju sljedeće pojmove:

„7. ‚Sistematski internalizator‘ znači investicijsko društvo koje na organiziran, učestao i sustavan način trguje za vlastiti račun izvršavanjem naloga klijenata izvan uređenog tržišta ili MTP-a.

[...]

13. ‚Tržišni operater‘ znači osoba ili osobe koje vode i/ili upravljaju poslovanjem uređenog tržišta. Tržišni operater može biti i samo uređeno tržište.

14. ‚Uređeno tržište‘ znači multilateralni sustav koji vodi i/ili kojim upravlja tržišni operater, a spaja ili omogućava spajanje višestrukih interesa trećih strana za kupnju i prodaju financijskih instrumenata – u okviru sustava i u skladu s njegovim nediskrecijskim pravilima – na način koji dovodi do zaključivanja ugovora u vezi s financijskim instrumentima koji su uvršteni radi trgovanja po njegovim pravilima i/ili sustavu, i koje posjeduje odobrenje i funkcionira redovito i u skladu s odredbama iz glave III.

15. ‚Multilateralna trgovinska platforma (MTP)‘ znači multilateralni sustav koji vodi investicijsko društvo ili tržišni operater i koji spaja višestruke interese trećih strana za kupnju i prodaju financijskih instrumenata – u okviru sustava i u skladu s nediskrecijskim pravilima – na način koji dovodi do zaključivanja ugovora prema odredbama iz glave II.”

## **2. Uredba 1287/2006**

11. Članak 2. točka 8. definira „mjesto trgovanja” kao „uređeno tržište, MTP ili sistematski internalizator koji kao takvi djeluju u tom svojstvu i, ovisno o slučaju, sustav izvan Zajednice sa sličnim funkcijama kao uređeno tržište ili MTP”.

12. Članak 5. te uredbe utvrđuje:

„Za potrebe ove Uredbe, pozivanje na transakciju je pozivanje samo na kupnju i prodaju financijskog instrumenta. Za potrebe ove Uredbe, osim poglavlja II., kupnja i prodaja financijskog instrumenta ne uključuje sljedeće:

[...]

(c) transakcije na primarnim tržištima (kao što su izdavanje, raspodjela ili upis) financijskim instrumentima iz članka 4. stavka 1. točke 18. podtočaka (a) i (b) Direktive 2004/39/EZ.”

13. Članak 21. stavak 1. navodi kriterije za utvrđivanje je li određeno investicijsko društvo SI:

„Investicijsko društvo koje trguje za vlastiti račun izvršavajući naloge klijenata izvan uređenog tržišta ili MTP-a smatra se sistematskim internalizatorom, ako ispunjava sljedeće kriterije koji pokazuju da ono obavlja tu aktivnost na organiziran, učestao i sustavan način:

- (a) predmetna aktivnost ima značajnu komercijalnu ulogu za društvo te se obavlja u skladu s nediskrecijskim pravilima i postupcima;
- (b) predmetnu aktivnost obavlja osoblje ili se obavlja uz pomoć automatiziranog tehničkog sustava, koji su određeni za tu svrhu, bez obzira koristi li se to osoblje ili taj sustav isključivo u tu svrhu;
- (c) predmetna aktivnost dostupna je klijentima na redovitoj ili trajnoj osnovi.”

### **3. Direktiva 2003/6**

14. U skladu s njezinim člankom 1. točkom 1.:

„*Povlaštena informacija*’ znači informacija precizne naravi koja nije objavljena i koja se izravno ili neizravno odnosi na jednog ili više izdavatelja financijskih instrumenata ili na jedan ili više financijskih instrumenata, te koja bi, kada bi bila objavljena, mogla imati značajan utjecaj na cijene tih financijskih instrumenata ili na cijene povezanih izvedenih financijskih instrumenata.”

15. Njezin članak 6. stavak 4. predviđa sljedeće:

„Osobe koje obavljaju rukovoditeljske dužnosti pri izdavatelju financijskih instrumenata, i ovisno o slučaju, osobe koje su s njima usko povezane, prijavljuju nadležnom tijelu barem postojanje transakcija izvršenih za njihov račun koje se odnose na dionice navedenog izdavatelja ili na izvedenice ili druge financijske instrumente koji su s njima povezani. Države članice osiguravaju da javnost što je prije moguće ima nesmetan pristup informacijama o tim transakcijama, barem na pojedinačnoj osnovi.”

### **B. Nacionalno pravo**

16. Članak 1:1 Wet op het financieel toezicht (Zakon o nadzoru financijskih tržišta, u daljnjem tekstu: Wft) opisuje pojam uređenog tržišta na sljedeći način:

„multilateralni sustav koji spaja ili omogućava spajanje višestrukih interesa trećih strana za kupnju i prodaju financijskih instrumenata – u okviru sustava i u skladu s njegovim nediskrecijskim pravilima – na način koji dovodi do zaključivanja ugovora u vezi s financijskim instrumentima koji su uvršteni radi trgovanja po njegovim pravilima i sustavu, koji funkcioniraju redovito i u skladu s važećim pravilima o dodjeli odobrenja i stalnom nadzoru.”

17. U skladu s člankom 5:60 stavkom 1. točkom (a),

- svatko tko odlučuje o svakodnevnom poslovanju ili sudjeluje u odlučivanju o tom poslovanju izdavatelja sa sjedištem u Nizozemskoj, tko je izdao ili namjerava izdati financijske instrumente u smislu članka 5:56 stavka 1. točke (a) [odnosno financijske instrumente koji su uvršteni radi trgovanja na uređenom tržištu ili multilateralnoj trgovinskoj platformi],
- ili svatko na čiji je prijedlog sklopljen ugovor o kupoprodaji financijskog instrumenta u smislu ove točke, ako nije riječ o vrijednosnom papiru,
- ili svatko tko predloži sklapanje ugovora o kupoprodaji financijskog instrumenta u smislu ove točke, ako nije riječ o prenosivom vrijednosnom papiru,

obvezan je najkasnije peti radni dan koji slijedi datumu transakcije prijaviti zaključene ili izvršene transakcije za vlastiti račun udjelima izdavatelja navedenog u točkama (a), (b) ili (c) (članka 5:60 stavka 1.) ili financijskim instrumentima čija se vrijednost također utvrđuje na temelju vrijednosti navedenih udjela.

18. U skladu s člankom 5:56 stavkom 1. točkom (a), svima koji su navedeni u prethodnoj odredbi zabranjuje se korištenje povlaštenim informacijama, kada u Nizozemskoj ili iz nje ili iz neke države koja nije država članica Europske unije, izvršavaju transakcije financijskim instrumentima koji su uvršteni radi trgovanja na uređenom tržištu, za koje je izdano odobrenje predviđeno člankom 5:26 stavkom 1., ili na multilateralnoj trgovinskoj platformi, za koju investicijsko društvo ima odobrenje iz članka 2:96, ili u vezi s kojom je podnesen zahtjev za trgovanje.

19. U skladu s člankom 1:40 stavkom 1., nadzorno tijelo za svoje djelatnosti, koje obavlja u vezi s izvršavanjem svojih zadaća, naplaćuje troškove poduzećima za koje obavlja te djelatnosti, u mjeri u kojoj ti troškovi ne idu na teret državnog proračuna.

20. U skladu s člancima 5., 6. i 8. stavkom 1. podtočkom i. točkom 4. Besluit bekostiging financieel toezicht (Uredba o financiranju nadzora financijskih tržišta), Stichting Autoriteit Financiële Markten (Tijelo za nadzor financijskih tržišta, Nizozemska, u daljnjem tekstu: AFM) ovlašten je propisati naknade izdavateljima u smislu članka 5:60 stavka 1. točke (a) Wft-a.

## II. Nacionalni postupak i prethodno pitanje

21. Glavni postupak odnosi se na spor između AFM-a i društva Robeco Hollands Bezit N. V. te jedanaest drugih društava (subjekti za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire ili otvoreni investicijski fondovi; u daljnjem tekstu: Robeco ili fondovi Robeco) koji pobijaju određene naplate naknada koje je obračunalo navedeno tijelo.

22. Konkretno, predmet su spora odluke AFM-a od 30. listopada 2009., 31. prosinca 2010., 30. rujna 2011. i 28. rujna 2012. (u daljnjem tekstu: prve odluke). AFM je tim odlukama, a na temelju članaka 1:40 i 5:60 stavka 1. točke (a) Wft-a i Besluit bekostiging financieel toezichta (Uredba o financiranju nadzora financijskih tržišta), fondovima Robeco naložio plaćanje naknada u iznosima od 110 EUR, 350 EUR, 630 EUR odnosno 180 EUR za poslovne godine 2009., 2010., 2011. i 2012.

23. AFM tvrdi da su te naknade naplaćene kao posljedica zadaća nadzora koje je, u vezi s fondovima Robeco, to tijelo preuzelo u okviru primjene Direktive 2003/6, koja je u Nizozemskoj prenesena Wft-om, i koja izdavateljima financijskih instrumenata kojima se trguje na uređenim tržištima nalaže obvezu dostavljanja informacija o aktivnostima svojih operatera.

24. AFM je u odluci od 13. prosinca 2012. odbio pritužbe koje je podnio Robeco.

25. Robeco je protiv te odluke podnio tužbu pred rechtbankom Rotterdam (sud u Rotterdamu, Nizozemska), koju je navedeni sud odbio presudom od 24. prosinca 2013.

26. Taj je sud odbio zahtjeve Robeca i usvojio tvrdnje AMF-a. Ustvrdio je da sustav EFS odgovara definiciji uređenog tržišta iz članka 1:1 Wft-a. Smatra da se na članove upravnih i nadzornih odbora primjenjivao članak 5:60 Wft-a te da su naknade koje je naplatio AFM bile u skladu s pravom.

27. Robeco je prvostupanjsku presudu pobijao pred College van beroep voor het bedrijfslevenom (Žalbeni sud za upravne sporove u gospodarstvu, Nizozemska), koji u konačnici treba razjasniti je li sustav EFS obuhvaćen pojmom uređenog tržišta iz Direktive 2004/39.

28. Sud koji je uputio zahtjev smatra da je utvrđeno više elemenata i okolnosti iz glavnog postupka, koje ću ukratko opisati.

29. Kao prvo, tvrdi da Euronext ima odobrenje za upravljanje uređenim tržištem u skladu s člankom 5:26 stavkom 1. Wft-a. Jedan segment Euronexta čini EFS, koji je zaseban sustav trgovanja u kojem se trguje isključivo udjelima otvorenih investicijskih fondova. Fondovi Robeco su „*open end*” (otvoreni) investicijski fondovi i preko EFS-a trebaju provoditi naloge za kupnju ili izdavanje udjela.

30. Kao drugo, sud koji je uputio zahtjev potvrđuje da agenti fondova i brokeri kao članovi čine dio sustava EFS. Svaki investicijski fond ili skupina investicijskih fondova ima vlastitog agenta, koji trguje za račun i na rizik investicijskog fonda ili skupine investicijskih fondova. Broker preuzima naloge za kupnju i prodaju ulagača te ih prosljeđuje agentu za predmetni investicijski fond.

31. U konačnici, sud koji je uputio zahtjev pojašnjava da se transakcije u sustavu EFS provode na temelju terminskih cijena. Broker agentu može dati nalog do 16 sati (rok), nakon čega se neto vrijednost sredstava investicijskog fonda (i time vrijednost udjela koji će se izdati ili kupiti) obračunava na temelju ponuda pristiglih nakon tog roka. Agent sljedećeg dana u 10 sati izvršava zaprimljeni nalog na temelju neto vrijednosti sredstava, izračunane s ograničenom doplatom ili popustom, koji proizlazi iz transakcijskih troškova nastalih za investicijski fond. Agenti fondova međusobno ne izvršavaju transakcije u sustavu EFS, a isto vrijedi za brokere. Transakcije se u EFS-u provode u skladu s pravilima koja propisuju EFS Trading Manual i TCS-web User Guide to the EFS.

32. Polazeći od tih elemenata, College van beroep voor het bedrijfsleven (Žalbeni sud za upravne sporove u gospodarstvu, Nizozemska), suprotno odluci prvostupanjskog suda, priklanja se mišljenju da sustav EFS nije multilateralan i da ga se stoga ne može smatrati uređenim tržištem u smislu članka 4. stavka 1. točke 14. Direktive MiFID I.

33. Prema njegovu mišljenju, uvodna izjava 6. Direktive MiFID I razlikuje bilateralne sustave (režim SI) i multilateralne sustave trgovanja, u koje spadaju uređena tržišta. Razlika je u tome što se u bilateralnim sustavima transakcije izvršavaju isključivo između investicijskog društva i ulagatelja, dok su u multilateralnim sustavima dopuštene i transakcije ulagatelja među sobom. Tvrdi da je EFS bilateralni sustav jer u njemu trguju broker (kao predstavnik ulagatelja) i agent fondova (u ime fondova), pri čemu prvi izvršava transakcije s drugim.

34. Sud koji je uputio zahtjev navodi da uvodna izjava 6. Direktive MiFID ukazuje na to da se sustav, u kojem se provode samo transakcije koje ne podliježu obvezi obavješćivanja, ne može smatrati uređenim tržištem. U skladu s člankom 5. točkom (c) Uredbe br. 1287/2006, transakcije sustava EFS bile bi transakcije na primarnim tržištima, a ne transakcije koje obuhvaćaju kupnju i prodaju financijskog instrumenta. Poglavlje III. navedene uredbe ne bi se primjenjivalo na te transakcije na primarnim tržištima i stoga se obveze obavješćivanja, koje utvrđuje navedeno poglavlje, ne bi propisivale za transakcije sustava EFS. Budući da se u EFS-u mogu provoditi isključivo transakcije na primarnim tržištima, koje stoga ne podliježu obvezi obavješćivanja, EFS nije moguće smatrati uređenim tržištem.

35. Sud koji je uputio zahtjev smatra da tu ocjenu potvrđuje i to što se vrijednost udjela, kojima se trguje putem sustava EFS, utvrđuje izračunom neto vrijednosti sredstava, kao što je ranije pojašnjeno. Suprotno tomu, cijena se na uređenom tržištu ne utvrđuje na taj način, nego na temelju ponude i potražnje sudionika.

36. U konačnici, sud koji je uputio zahtjev navodi da EFS nije uređeno tržište jer se na njemu ne manipulira cijenama te bi teško došlo do transakcija na temelju povlaštenih informacija.

37. Unatoč tomu, također smatra da bi se mogla zagovarati kvalifikacija EFS-a kao uređenog tržišta u smislu članka 4. stavka 1. točke 14. Direktive MiFID I. Priznaje da se ni iz teksta tog članka ni iz uvodne izjave 6. te direktive izravno ne može zaključiti da se trgovinska platforma, u okviru koje se ne izvršavaju isključivo transakcije za koje vrijedi obveza obavješćivanja, i u okviru koje se cijena ne određuje na temelju ponude i potražnje, ne može smatrati uređenim tržištem. Dovoljno je da je riječ o tržištu koje posluje na temelju skupa pravila, kao što su to ona iz uvodne izjave 6., i da postoje elementi definicije iz članka 4. stavka 1. točke 14. Direktive MiFID I.

38. Osim toga, sud koji je uputio zahtjev smatra da bi sustav EFS mogao biti obuhvaćen pojmom uređenog tržišta u smislu Direktive MiFID I jer je EFS samostalna trgovinska platforma kojom Euronext upravlja na temelju odgovarajućeg odobrenja; riječ je o multilateralnom sustavu u koji je uključen veći broj brokera i agenata za fondove koji mogu izdavati naloge; korisnici sustava EFS mogu se smatrati trećim osobama u odnosu na Euronext; u sustavu EFS također su prisutni kupoprodajni interesi brokera i agenata za fondove, zbog čega dolazi do izvršavanja transakcija.

39. S obzirom na dvojbe u vezi s tumačenjem pojma „uređeno tržište”, College van beroep voor het bedrijfsleven (Žalbeni sud za upravne sporove u gospodarstvu, Nizozemska) Sudu je uputio sljedeće prethodno pitanje:

„Trebaju li sustav, u kojem sudjeluje više agenata za fondove i brokera, koji, u okviru toga sustava, u transakcijama zastupaju otvorene investicijske fondove i ulagače, a koji zapravo podupire samo te otvorene investicijske fondove u obvezi provedbe naloga za kupnju i prodaju udjela koje su im izdali ulagači, smatrati uređenim tržištem u smislu članka 4. stavka 1. točke 14. Direktive o tržištima financijskih instrumenata, i u slučaju potvrdnog odgovora, koje su značajke u tom pogledu odlučujuće?”

### III. Analiza prethodnog pitanja

40. Sud koji je uputio zahtjev želi da mu Sud pojasni je li platforma za trgovanje financijskim instrumentima, koja ima značajke sustava EFS, uređeno tržište u smislu Direktive MiFID I. Prije nego što krenem odgovarati na to pitanje, smatram da je potrebno predstaviti regulaciju sustava trgovanja financijskim instrumentima koji utvrđuje Direktiva MiFID I i razvoj do kojeg je došlo od njezine primjene. Također ću se pozvati na promjene, koje proizlaze iz skupa propisa MiFID II, koji stupa na snagu 3. siječnja 2018., iako se on ne primjenjuje *ratione temporis* na ovaj spor.



## A. Uvodne napomene o sustavima trgovanja financijskim instrumentima

41. Direktiva MiFID I i njezini provedbeni propisi u velikoj su mjeri izmijenili pravno uređenje sustavâ trgovanja financijskim instrumentima<sup>10</sup>. U cilju povećanja povezanosti, konkurentnosti i učinkovitosti tih tržišta u Uniji, ukinut je monopol na trgovanje, koji je postojao u nekim državama članicama i koji su provodile tradicionalne burze, te se otvorilo tržišno natjecanje između tradicionalnih platformi i novih alternativnih sustava trgovanja koji su se pojavili zahvaljujući tehnološkom razvoju, ali i dalje nisu bili regulirani.

42. Kao što sam već naveo, cilj zakonodavca Unije bilo je povećanje transparentnosti, jačanje povjerenja i osiguranje nadzornim tijelima preciznih ovlasti za obavljanje njihovih zadaća<sup>11</sup>.

43. Direktiva MiFID I uređuje tri vrste sustava trgovanja financijskim instrumentima, od kojih su dva multilateralna (uređena tržišta i MTP)<sup>12</sup>, a jedan bilateralan (SI). Osim tih sustava, koji odgovaraju modelu organiziranog trgovanja, propisi MiFID I predviđaju mogućnost neorganiziranog trgovanja (*over-the-counter*, u daljnjem tekstu: OTC) financijskim instrumentima.

44. Prva, i najutvrđenija, kategorija sustava trgovanja financijskim instrumentima jest sustav uređenih tržišta, koja se koristi u skupovima propisa MiFID I i II i u drugim propisima prava Unije. Iako ću kasnije detaljnije analizirati njihove značajke, uređena su tržišta, u skladu s definicijom iz članka 4. stavka 1. točke 14. Direktive MiFID I, multilateralni sustavi trgovanja financijskim instrumentima, kojima tržišni operater upravlja u skladu s nediskrecijskim pravilima, u kojima dolazi do interakcije višestrukih interesa trećih strana za kupnju i prodaju, na način koji dovodi do zaključivanja ugovora. Slični su klasičnim burzama i, prema bazi podataka Europskog nadzornog tijela za vrijednosne papire i tržišta kapitala (u daljnjem tekstu: ESMA)<sup>13</sup>, u Uniji u ovom trenutku postoje 102 uređena tržišta (njih četiri u Nizozemskoj, od kojih je jedan Euronext Amsterdam).

45. Druga kategorija, koja odgovara takozvanim multilateralnim trgovinskim platformama (MTP), uvedena je Direktivom MiFID I kako bi se obuhvatili alternativni mehanizmi trgovanja koji su se u praksi pojavili uslijed tehnološkog napretka. MTP su također multilateralni sustavi trgovanja u kojima dolazi do interakcije višestrukih interesa trećih strana za kupnju i prodaju, na način koji dovodi do zaključivanja ugovora, i kojima operater ili investicijsko društvo upravlja u skladu s nediskrecijskim pravilima i uz potrebno administrativno odobrenje. Iako je njihovo uređenje slično onomu uređenih tržišta, razlikuju se po tome što se vrste financijskih instrumenata, koje mogu biti predmet transakcije, prethodno ne provjeravaju.

46. Prema bazi podataka ESMA-e<sup>14</sup>, u Uniji je trenutačno 150 MTP-a, od kojih se po veličini ističe platforma kao što je to BATS Trading Ltd (Ujedinjena Kraljevina). U Nizozemskoj djeluju dvije platforme, Tom MTF Derivatives Markets i Tom MTF Cash Markets.

10 Ti sustavi trgovanja „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” (Ferrari, G. i Saguato, P., „Regulating Financial Market Infrastructures”, *ECGI Working Paper* br. 259/2014, lipanj 2014., str. 7.).

11 U skladu sa studijom koju je financirala Komisija, rezultat je bio povećanje konkurentnosti među različitim mjestima trgovanja financijskim instrumentima, uz veće mogućnosti izbora za ulagatelje u pogledu pružatelja usluga i raspoloživih financijskih instrumenata, čemu je također pridonio tehnološki napredak. Općenito, troškovi poslovanja smanjili su se, dok se povezanost povećala, proizlazi iz studije Oxera, *Monitoring Prices, Costs and Volumes of Trading and Post-trading Services*, 2011. Vidjeti i dokument COM(2011) 652 final, str. 2.

12 Multilateralni sustavi također se mogu nazivati „mjestom trgovanja”, koje se definira kao „sustav kojim upravlja investicijsko društvo ili tržišni operater u smislu članka 4. stavka 1. točke 1. i članka 4. stavka 1. točke 13. Direktive 2004/39/EZ osim sistematskog internalizatora u smislu članka 4. stavka 1. točke 7. te Direktive, koji u sustavu objedinjuje interese za kupnju ili prodaju financijskih instrumenata, na način koji dovodi do zaključivanja ugovora u skladu s glavom II. ili III. te Direktive”, kao što to utvrđuje članak 2. točka 4. Uredbe (EU) br. 648/2012 Europskog parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju (SL 2012., L 201, str. 1.) (SL, posebno izdanje na hrvatskom jeziku, poglavlje 6., svezak 11., str. 209.).

13 Vidjeti podatke na poveznici [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 Vidjeti podatke na sljedećoj poveznici [https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma\\_registers\\_mifid\\_mtf](https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_mtf)

47. U treću kategoriju uvedenu Direktivom MiFID I spadaju takozvani „sistematski internalizatori”. Za razliku od dvije prethodne kategorije, oni nisu mjesta multilateralnog trgovanja kojim upravlja treća strana i gdje dolaze ulagatelji kako bi prodavali i kupovali financijske instrumente, nego bilateralni sustavi trgovanja. U skladu s člankom 4. stavkom 1. točkom 7. Direktive MiFID I, riječ je o investicijskim društvima koja na organiziran, učestao i sustavan način trguju za vlastiti račun izvršavanjem naloga klijenata. Taj sustav trgovanja nije definiran kao takav, nego u vezi sa subjektom koji ga provodi.

48. Iako se od SI-ja ne zahtijeva administrativno odobrenje nacionalnog nadzornog tijela, riječ je o poduzećima koja su dovoljno velika da interno uparuju naloge za kupnju i prodaju ulagateljâ, zbog čega podliježu brojnim obvezama transparentnosti. Čini se da režim SI-ja nije bio najprivlačniji jer je kao SI, prema podacima ESMA-e<sup>15</sup>, registrirano samo 11 poduzeća u cijeloj Uniji, pritom nijedno u Nizozemskoj.

49. Osim trgovanja financijskim instrumentima putem tih sustava organiziranog trgovanja, Direktiva MiFID I, kao što sam već naveo, predviđa četvrti način izvršavanja naloga u vezi s financijskim instrumentima, a to je OTC. To proizlazi iz njezine uvodne izjave 53.<sup>16</sup>, u skladu s kojom se ne zahtijeva „primjen[a] pravila transparentnosti prije trgovanja za transakcije izvršene izvan uređenog tržišta (OTC), čije su karakteristike da se izvršavaju *ad hoc* i neredovito između kvalificiranih nalagodavatelja koji trguju na veliko, i dio su poslovnih odnosa koje karakterizira trgovanje koje premašuje standardnu veličinu tržišta, a trgovanje se odvija izvan sustava koje dotično društvo obično koristi za svoje poslovanje kao sistematski internalizator”.

50. Direktiva MiFID I možda zbog zahtjevâ postavljenih SI-jima (organizirano, učestalo i sustavno trgovanje konkretizirano u članku 21. stavku 3. Uredbe br. 1287/2006), kao i zbog još strožeg ustroja od uređenih tržišta i MTP-a, nije regulirala druge oblike trgovanja OTC koji predstavljaju važan udio trgovanja financijskim instrumentima. To je slučaj s takozvanim *broker crossing systems*, *broker-dealer crossing networks* ili *dark pools* ili platformama za elektroničko trgovanje<sup>17</sup>.

51. Nakon financijske krize 2008. godine i, s obzirom na razvoj trgovinskih platformi<sup>18</sup>, Direktiva MiFID II, koja još nije stupila na snagu, zadržala je istu tipologiju sustavâ trgovanja, ali je dodala još jednu kategoriju pod nazivom „organizirane trgovinske platforme” (u daljnjem tekstu: OTP).

52. OTP-i se definiraju vrlo široko jer se tim novim oblikom multilateralnog trgovanja žele obuhvatiti sustavi trgovanja OTP koji *nisu bili obuhvaćeni* regulacijom Direktive MiFID I<sup>19</sup>. Od uređenih tržišta i MTP-a prvenstveno se razlikuju po tome što operateri OTP-a naloge mogu izvršavati diskrecijski, iako, ovisno o okolnostima, uz poštovanje zahtjevâ transparentnosti prije trgovanja i obvezâ o najpovoljnijem izvršenju.

15 Vidjeti podatke na sljedećoj poveznici [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 Vidjeti komentare Gombera, P., Pierrona, A., „MiFID: Spirit and Reality of a European Financial Market Directive”, *Celent Paper*, studeni 2010., str. 12.

17 Vidjeti detaljnu analizu u Onofrei, A., *La négociation des instruments financiers au regard de la directive MIF*, Larquier, Bruxelles 2012., str. 360. – 363.

18 Uvodna izjava 4. Direktive MiFID II to obrazlaže na sljedeći način: „Financijska kriza otkrila je slabosti u funkcioniranju i transparentnosti financijskih tržišta. S razvojem financijskih tržišta otkrila se potreba za jačanjem okvira za uređenje tržišta financijskih instrumenata, uključujući i kada se trgovanje na takvim tržištima odvija izvan mjesta izvršenja (OTC), kako bi se povećala transparentnost, bolje zaštitili ulagatelji, ojačalo povjerenje, razmotrila neregulirana područja i osiguralo da su nadzornicima zajamčene odgovarajuće ovlasti za izvršenje svojih zadataka.”

19 Članak 4. stavak 1. točka 23. Direktive MiFID II, organiziranu trgovinsku platformu (OTP) definira kao „svaki multilateralni sustav koji nije uređeno tržište ili MTP i u kojem višestruki interesi trećih strana za kupnju i prodaju obveznica, strukturiranih financijskih proizvoda, emisijskih jedinica ili izvedenica mogu biti u interakciji unutar sustava na način koji dovodi do sklapanja ugovora u skladu s glavom II. ove Direktive”.

53. Upravo opisani razvoj ukazuje na to da zakonodavac Unije želi regulirati različite sustave trgovanja financijskim instrumentima koji se razvijaju, uz jedinu iznimku bilateralnog i privremenog trgovanja tim instrumentima<sup>20</sup>. Naime, cilj je da se cjelokupno organizirano trgovanje financijskim instrumentima odvija putem nekog od multilateralnih ili bilateralnih sustava iz Direktive MiFID II<sup>21</sup>. Time se potiče primjerenije natjecanje među različitim sustavima trgovanja, bez rizika da operateri koji žele izbjeći nadzor nadzornih tijela razviju druge alternativne mehanizme.

## B. Pojam uređenog tržišta i njegova primjena na trgovinsku platformu poput EFS-a

54. Sud koji je uputio zahtjev traži od Suda da mu pojasni je li trgovinska platforma sa značajkama sustava EFS obuhvaćena definicijom uređenog tržišta iz Direktive MiFID I. Prije nego što iznesem svoje mišljenje u vezi s tim, htio bih pojasniti tri stvari.

55. Kao prvo, nacionalni sud, koji izravno i u potpunosti poznaje način djelovanja EFS-a, treba razjasniti ispunjava li ta platforma zahtjeve kako bi je se moglo smatrati uređenim tržištem. Sud mu naravno može pružiti smjernice za tumačenje Direktive MiFID I, izvodeći iz nje uvjete koje sustav trgovanja mora ispunjavati kako bi ga se moglo uvrstiti u tu kategoriju. Kako bi odgovor bio koristan, posebnu pozornost među tim uvjetima treba posvetiti onima koji su sporni u ovom predmetu<sup>22</sup>.

56. Kao drugo, valja istaknuti da se čini da informacije nacionalnog suda i one koje su pružile stranke na raspravi potvrđuju to da EFS djeluje pod „okriljem” administrativnog odobrenja koje je AFM dodijelio Euronextu za djelovanje na uređenom tržištu.

57. Međutim, nije razvidno da segment EFS sâm po sebi predstavlja uređeno tržište. Nije naveden ni među nizozemskim uređenim tržištima u bazi podataka ESMA-e<sup>23</sup>, niti se, za razliku od njemu sličnih, ne oglašava kao takav<sup>24</sup>.

58. Međutim, to što sustav EFS nije na navedenom popisu uređenih tržišta ne znači da nema tu narav. Sud je u svojoj presudi Nilaş i dr.<sup>25</sup> ustvrdio da puka činjenica da nije uvršten na taj popis nije dovoljan razlog za pretpostavku da predmetno tržište nije uređeno tržište<sup>26</sup>.

20 U tom smislu, članak 1. stavak 7. Direktive MiFID II utvrđuje: „Svi multilateralni sustavi financijskih instrumenata posluju bilo u skladu s odredbama glave II. s obzirom na MTP-ove ili OTP-ove ili glave III. s obzirom na uređena tržišta.

Sva investicijska društva koje na organiziran, učestao i sustavan način te u znatnoj mjeri trguju za vlastiti račun kada izvršavaju naloge klijenata izvan uređenog tržišta, MTP-a ili OTP-a djeluju u skladu s glavom III. Uredbe (EU) br. 600/2014.

Ne dovodeći u pitanje članke 23. i 28. Uredbe (EU) br. 600/2014, sve transakcije financijskim instrumentima iz prvog i drugog podstavka koji nisu zaključene na multilateralnim sustavima ili sistematskim internalizatorima moraju biti usklađene s odgovarajućim odredbama glave III. Uredbe (EU) br. 600/2014.”

21 Prema mišljenju Moloneyja, „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. izd., Oxford University Press, Oxford, 2014., str. 434.). Vidjeti i 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., str. 285.

22 Taj je pristup Sud upotrijebio u svojim presudama od 3. prosinca 2015., Banif Plus Bank (C-312/14, EU:C:2015:794), t. 51.; i od 30. svibnja 2013., Genil 48 i Comercial Hosteleria de Grandes Vinos (C-604/11, EU:C:2013:344), t. 43.

23 Članak 47. Direktive MiFID I naslovljen „Popis uređenih tržišta” utvrđuje sljedeće: „Svaka država članica sastavlja popis uređenih tržišta za koje je ona matična država članica i dostavlja ga drugim državama članicama i Komisiji. Slična se obavijest dostavlja i prilikom svake izmjene u popisu. Komisija objavljuje popis uređenih tržišta u *Službenom listu Europske unije* te ga ažurira najmanje jednom godišnje. Osim toga, Komisija objavljuje i ažurira popis na svojoj internetskoj stranici svaki put kada država članica dostavi izmjene u popisu.”

24 Primjerice ETFplus market (the open-ended collective investment undertaking (CIUs) segment) na Borsa italiana (talijanska burza). U vezi s tim vidjeti <http://www.borsaitaliana.it/fondi/formazione/formazione.htm>. To se tržište bavi trgovanjem financijskim instrumentima otvorenih investicijskih fondova i na popisu je uređenih tržišta ESMA-e u Italiji, a kao takav je i uspostavljen i oglašavan. U bazi podataka ESMA-e naveden je kao ELECTRONIC OPEN-END FUNDS AND ETC MARKET na poveznici [https://registers.esma.europa.eu/publication/details?core=esma\\_registers\\_mifid\\_rma&docId=mifid731rma](https://registers.esma.europa.eu/publication/details?core=esma_registers_mifid_rma&docId=mifid731rma)

25 Presuda od 22. ožujka 2012. (C-248/11, EU:C:2012:166), t. 54.

26 S druge strane, upis na popis koji je sastavila država članica, koji nije naveden u definiciji iz članka 4. stavka 1. točke 14. Direktive MiFID I, bio je dio pojma „uređeno tržište” u skladu s člankom 1. točkom 13. Direktive Vijeća 93/22/EEZ od 10. svibnja 1993. o investicijskim uslugama u području vrijednosnih papira (SL 1993., L 141, str. 27.), koja je stavljena izvan snage Direktivom MiFID I od 1. studenoga 2007.

59. Euronext bi istovremeno mogao djelovati kao operater uređenog tržišta Euronext Amsterdam i trgovinske platforme EFS. U presudi Nilas i dr. utvrđeno je da Direktiva 2004/39 izričito predviđa situacije u kojima operater uređenog tržišta upravlja i drugim sustavom trgovanja, zbog čega taj sustav ne postaje uređeno tržište<sup>27</sup>. Kako bi se sustav trgovanja financijskim instrumentima mogao okvalificirati kao „uređeno tržište”, Sud je ustvrdio da je potrebno da dobije odobrenje kao uređeno tržište i da njegovo djelovanje bude u skladu sa zahtjevima iz glave III. Direktive MiFID I<sup>28</sup>.

60. Sud koji je uputio zahtjev treba razjasniti – kao činjenično stanje o kojem može slobodno odlučivati – je li EFS doista segment uređenog tržišta Euronext Amsterdam, koji posluje pod njegovim okriljem, ili je pak sâm po sebi zasebna platforma ili sustav trgovanja, iako je operater u obama slučajevima isti.

61. Treće pojašnjenje odnosi se na značajke poduzeća koja su tužitelji. Fondovi Robeco su subjekti za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire na koje se primjenjuje Direktiva 2009/65/EZ<sup>29</sup>. U skladu s njezinim člankom 1. stavkom 2., UCITS označuje subjekt: (a) čiji je jedini cilj zajedničko ulaganje sredstava, prikupljenih od javnosti, u prenosive vrijednosne papire ili u drugu likvidnu financijsku imovinu, navedenu u članku 50. stavku 1., te koji posluje prema načelu razdiobe rizika; i (b) čiji se udjeli, na zahtjev imatelja udjela, otkupljuju ili isplaćuju, izravno ili neizravno, iz imovine tog subjekta.

62. Konkretnije, u skladu s člankom 1. stavkom 3. Direktive 2009/65, fondovi Robeco javni su i otvoreni UCITS-i osnovani u skladu s ugovornim odnosom (investicijski fondovi kojima upravljaju društva za upravljanje). Djelatnost otvorenih investicijskih fondova „sastoji se od javnog prikupljanja sredstava, ulaganja i zajedničkog upravljanja navedenim sredstvima, od razdiobe rizika i podjele rezultata iz tog ulaganja te pružanja ponuda druge strane od strane UCITS-a svojim imateljima udjela ili članovima društva”<sup>30</sup>.

63. Fondovi Robeco upotrebom sustava EFS, kojim upravlja Euronext, na organiziran, učestao i sustavan način prikupljaju novac ulagateljâ te bi stoga EFS, načelno, trebalo smatrati sustavom trgovanja. Članak 2. točka 8. Uredbe br. 1287/2006 definira „mjesto trgovanja” kao „uređeno tržište, MTP ili sistematski internalizator koji kao takvi djeluju u tom svojstvu i, ovisno o slučaju, sustav izvan Zajednice sa sličnim funkcijama kao uređeno tržište ili MTP”.

64. Uzimajući u obzir značajke sustava EFS koje su istaknute u odluci kojom se upućuje zahtjev za prethodnu odluku, njegove djelatnosti i djelatnosti fondova Robeco koji u njemu sudjeluju, čini se da je riječ o trgovanju financijskim instrumentima koje se odvija na organiziran, učestao i sustavan način.

65. Ako je tako, EFS bi, načelno, trebao potpadati pod jedan od oblika sustava trgovanja uređenih Direktivom MiFID I, odnosno uređeno tržište, MTP ili SI (osim ako je riječ o jednoj od trgovinskih platformi OTC koje ne spadaju u te tri kategorije i koje bi, u skladu s Direktivom MiFID II, trebalo uvrstiti u novi oblik sustava trgovanja, odnosno OTP).

66. Iako nacionalni sud samo pita je li EFS uređeno tržište, smatram potrebnim da Sud predstavi druge vrste sustava trgovanja iz Direktive MiFID I kako bi se ispitalo može li EFS izravno ili podredno biti obuhvaćen jednim od njih.

27 Presuda od 22. ožujka 2012., Nilas i dr. (C-248/11, EU:C:2012:166), t. 44. do 46.

28 *Ibidem*, t. 42. do 43.

29 Direktiva Europskog parlamenta i Vijeća od 13. srpnja 2009. o usklađivanju zakona i drugih propisa u odnosu na subjekte za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire (UCITS) (SL 2009., L 302, str. 32.) (SL, posebno izdanje na hrvatskom jeziku, poglavlje 6., svezak 3., str. 213.)

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

67. Ta je analiza važna jer, ako EFS nije uređeno tržište, sud koji je uputio zahtjev možda bi se mogao zapitati je li MTP ili SI te utvrditi jesu li obveze obavješćivanja predviđene nizozemskim zakonodavstvom (u vezi s pravilima o nadzoru zlouporabe tržišta) primjenjive i na te druge vrste sustava trgovanja, zbog čega bi AFM-ovo ubiranje spornih naknada bilo opravdano.

### *1. Opći uvjeti za uređene sustave*

68. Iz definicije članka 4. stavka 1. točke 14. Direktive MiFID I, zaključuje se da sustav trgovanja financijskim instrumentima, kako bi ga se moglo smatrati uređenim tržištem, treba ispunjavati sljedeće uvjete:

- treba biti multilateralni, a ne bilateralni, sustav trgovanja koji vodi tržišni operater, koji djeluje kao treća strana neovisna o kupcima i prodavateljima,
- treba spajati ili omogućavati spajanje, u okviru sustava, višestrukih interesa trećih strana za kupnju i prodaju financijskih instrumenata,
- transakcije u vezi s financijskim instrumentima koji su uvršteni radi trgovanja po njegovim pravilima i/ili sustavu trebaju dovesti do zaključivanja ugovora,
- treba djelovati u skladu s nediskrecijskim pravilima,
- treba imati administrativno odobrenje, koje izdaju nacionalna tijela za financijski nadzor, ako platforma funkcionira redovito i u skladu s odredbama iz glave III. Direktive MiFID I<sup>31</sup>.

69. Pred sudom koji je uputio zahtjev ne dovodi se u pitanje da EFS ispunjava neke od tih uvjeta, odnosno:

- EFS vodi tržišni operater, Euronext, i djeluje kao platforma u skladu s nediskrecijskim pravilima (konkretno, pravila su utvrđena u Euronext Fund Service Trading Manualu i, zatim, u Trading Manualu for the NAV Trading Facility),
- transakcije koje se provode u EFS-u između ulagatelja i investicijskih fondova dovode do zaključivanja ugovora između ulagatelja i navedenih fondova, neovisno o tome zaključuju li se ti ugovori u sustavu ili izvan njega,
- u konačnici, od njegova osnivanja 2007., EFS „funkcionira redovito” u okviru uređenog tržišta Euronext Amsterdam, pri čemu je Euronext operater, u skladu s odredbama iz glave III. Direktive MiFID I. Iako to, kao što sam već naveo, treba provjeriti nacionalni sud, čini se da informacije koje proizlaze iz odluke kojom se upućuje zahtjev za prethodnu odluku, kao i informacije koje je pružila većina stranaka<sup>32</sup>, potvrđuju da EFS djeluje na temelju administrativnog odobrenja koje je AFM izdao Euronextu kako bi djelovao kao uređeno tržište<sup>33</sup>.

31 U skladu s člankom 36. stavkom 1. prvim podstavkom Direktive MiFID I, odobrenje za uređeno tržište izdaje se samo onim sustavima trgovanja koji ispunjavaju zahtjeve koji su postavljeni u glavi III. te direktive. Sud je smatrao da s obzirom na to da „uvrštenje na popis iz članka 47. te direktive nužno slijedi izdavanju tog odobrenja, logično je da ne može biti uvjet za njegovo izdavanje”. [neslužbeni prijevod] (presuda od 22. ožujka 2012., Nilas i dr. (C-248/11, EU:C:2012:166), t. 53.).

32 AFM obavještava da je Euronext Amsterdam N. V. sudu koji je uputio zahtjev dostavio dopis kojim se potvrđuje status EFS-a kao uređenog tržišta i istaknuo da sva nadzorna tijela država, u kojima Euronext upravlja uređenim tržištima (osim Nizozemske, to su još Francuska, Ujedinjena Kraljevina, Belgija i Portugal), dijele isto mišljenje.

33 Fondovi Robeco su na raspravi pojasnili da je ta okolnost prisutna tek od 2012., kada je AFM počeo uvrštavati EFS u uređena tržišta i od njega zahtijevati plaćanje spornih naknada.

70. Rasprava se stoga ograničava na preostale zahtijevane uvjete, odnosno na multilateralnost sustava i na mogućnost uparivanja različitih interesa trećih strana za kupnju i prodaju financijskih instrumenata koji su uvršteni radi trgovanja. Sud koji je uputio zahtjev i fondovi Robeco, osim toga, navode druge elemente pojma uređeno tržište, koji nisu navedeni u formulaciji Direktive MiFID I, a koje ću također analizirati.

## **2. Uvjet multilateralnosti za uređena tržišta**

71. Uvodna izjava 6. Direktive MiFID I ukazuje na namjeru zakonodavca Unije da razlikuje multilateralne i bilateralne sustave trgovanja financijskim instrumentima. U njoj se navodi da pojmovi uređenog tržišta i MTP-a „trebaju isključiti bilateralne sustave kod kojih investicijsko društvo u svako trgovanje ulazi za vlastiti račun, a ne stoji kao druga ugovorna strana bez rizika između kupca i prodavatelja”.

72. Iako Direktiva MiFID I ne definira multilateralne sustave, smatram prikladnim pozvati se na Direktivu MiFID II koja ih je definirala u članku 4. stavku 1. točki 19.: „multilateralni sustav’ znači svaki sustav ili platforma u[n]utar kojih je omogućena interakcija više trgovinskih interesa trećih strana za kupnju ili prodaju financijskih instrumenata”.

73. Uzimajući u obzir oba teksta, smatram da je sustav trgovanja financijskim instrumentima multilateralan kada u njemu dolazi do interakcije više ulagatelja za kupnju i prodaju financijskih instrumenata i kada postoji druga ugovorna strana bez rizika (operater platforme) između tih ulagatelja kako bi se osiguralo bolje funkcioniranje sustava.

74. Iako u Direktivi MiFID I također nema zakonske definicije bilateralnih sustava trgovanja, u njezinoj uvodnoj izjavi 6. navodi se da su to sustavi „kod kojih investicijsko društvo u svako trgovanje ulazi za vlastiti račun, a ne stoji kao druga ugovorna strana bez rizika između kupca i prodavatelja”. Članak 4. stavak 1. točka 6. Direktive MiFID I pojašnjava da „[t]rgovanje za vlastiti račun’ znači trgovanje uz korištenje vlastitog kapitala koje završava zaključenjem transakcije s jednim ili više financijskih instrumenata”. Stoga je za bilateralne sustave trgovanja svojstveno<sup>34</sup> to da u njima ulagatelji izravno trguju financijskim instrumentima s investicijskim društvom, koje djeluje za vlastiti račun i riskira svoj kapital, bez posredovanja treće strane.

75. Stoga se elementi na temelju kojih se prepoznaje multilateralnost trgovinske platforme financijskim instrumentima mogu sažeti na sljedeći način: (a) sudjelovanje više ulagatelja za kupnju i prodaju financijskih instrumenata i (b) postojanje druge ugovorne strane bez rizika (operater) između više ulagatelja kako bi se osiguralo odgovarajuće funkcioniranje platforme.

76. Sada, uz zadržke istaknute u točkama 55. do 67., treba provjeriti ima li subjekt, kao što je to EFS, navedene elemente.

77. Fondovi Robeco u svojim očitovanjima tvrde da je EFS bilateralni sustav. Prema njihovu mišljenju, riječ je o kanalu za distribuciju udjela u otvorenim investicijskim fondovima. Ulagatelji mogu izravno stupiti u kontakt s tim fondovima ili to učiniti putem sustava EFS. U potonjem slučaju, brokери preuzimaju naloge svojih klijenata za kupnju i prodaju te ih prosljeđuju agentima investicijskih

<sup>34</sup> Odbor europskih regulatora za vrijednosne papire naveo je da su izrazom „multilateralni sustavi” isključeni bilateralni sustavi i da su potonji „sustavi u kojima pojedinačni subjekt sudjeluje u svakoj transakciji uvedenoj u sustav za vlastiti račun, a ne stoji kao druga ugovorna strana bez rizika između kupca i prodavatelja. Suprotno tomu, sustav u kojem više sudionika (primjerice, stvaratelji tržišta) stoje kao druga ugovorna strana, kod naloga uvedenih u sustav, smatra se multilateralnim sustavom” (točka 13. dokumenta CESR, Standards for Alternative Trading Systems, CESR/02-086b, srpanj 2002., [http://www.esma.europa.eu/system/files/1-02\\_086b.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/1-02_086b.pdf)).

fondova unutar EFS-a. Prednost koju ulagatelji ostvaruju kod upotrebe sustava EFS jest u olakšanom pristupu velikom broju investicijskih fondova i učinkovitijem prijenosu naloga. Prema tvrdnjama fondova Robeco na raspravi, EFS najčešće upotrebljavaju manji ulagatelji za kupnju udjela u otvorenim investicijskim fondovima, dok veliki ulagatelji obično trguju izravno.

78. EFS bi stoga bio bilateralni sustav prijenosa naloga za kupnju i prodaju udjela u otvorenim investicijskim fondovima, u kojem brokeri ne trguju između sebe te se povezuju samo s agentima fondova. Svaki agent djeluje za račun vlastitog fonda i ne uparuje, nego izvršava naloge za kupnju i prodaju udjela. Izdaju se samo nalozi koji dovode do transakcija na primarnom tržištu.

79. Međutim, smatram da ti argumenti nisu dovoljni za isključivanje multilateralnosti sustava EFS.

80. Kao što ističu AFM i Komisija, sustav EFS ima operatera (Euronext Amsterdam N. V.) koji agentima fondova prosljeđuje naloge za kupnju i prodaju ulagateljâ, koje zastupaju brokeri. U transakcijama između jednih (brokera) i drugih (agenata) djeluje Euronext (kao operater EFS-a) kao treća strana. Tom trgovinskom platformom upravlja u skladu s nediskrecijskim pravilima, odnosno u skladu s Euronext Fund Service Trading Manualom.

81. Brokeri i agenti fondova svoje transakcije nedvojbeno mogu izvršavati bilateralno, što pak nije zapreka za to da se EFS smatra multilateralnim sustavom od trenutka u kojem treća strana (Euronext) sudjeluje kao tržišni operater, koji osigurava sigurnost trgovanja, transparentnost i bolju zaštitu ulagatelja. Ta okolnost pojašnjava zašto su mali ulagatelji u otvorene investicijske fondove glavni korisnici sustava EFS. Veliki ulagatelji raspolažu potrebnim znanjem da se zaštite sami.

82. Sudjelovanje Euronexta omogućava fondovima da lakše privuku ulagatelje, nego što bi to bilo kad bi trgovali samo bilateralno. Euronext Amsterdam je uspostavio EFS 2007.<sup>35</sup> upravo u bliskoj suradnji s AFM-om i predstavničkim udruženjima nizozemskih investicijskih fondova. Euronext je potvrdio da je glavna prednost novog modela EFS za ulagatelje to što djeluje na „*a clearly regulated market*”<sup>36</sup>.

83. Kad bi ulagatelji, ili njihovi brokeri, udjele izravno kupovali i prodavali od agenata za otvorene investicijske fondove, izvan EFS-a, tada bi se radilo o bilateralnom sustavu trgovanja, koji bi imao oblik SI-ja (ako bi se provodio na kontinuiran, učestao i sustavan način) ili trgovanje OTC, koje nije uređeno Direktivom MiFID I (ako je samo privremeno). Čini se da to nije slučaj u ovom predmetu.

84. Multilateralna narav EFS-a razvidna je, osim toga, zato što Euronext sudjeluje u sustavu kao operater koji ne djeluje za vlastiti račun, a svoj kapital ne izlaže riziku. Štoviše, Euronextu je zabranjeno kupovati, prodavati ili uparivati udjele u fondovima kako bi zadržao neovisnost i nepristranost, što mu omogućava da AFM-u prosljeđuje informacije prije i nakon trgovanja o transakcijama provedenim u sustavu EFS, u skladu s odredbama Direktive MiFID I.

### **3. Zahtjev za okupljanje višestrukih interesa trećih strana za kupnju i prodaju na uređenim tržištima**

85. Drugi element definicije uređenog tržišta koji sudu koji je uputio zahtjev predstavlja poteškoće jest zahtjev za okupljanje višestrukih interesa trećih strana za kupnju i prodaju.

35 Euronext svoj sustav EFS namjerava uvesti i u Francusku razvojem multilateralne platforme za otvorene investicijske fondove, koji djeluju na pariškom burzovnom tržištu; platforma će se također zvati Euronext Fund Services, a njome će upravljati Euronext Paris. Vidjeti informacije u Euronext, *Expansion of Euronext Fund Services to include open-end funds on Euronext Paris*, Info-Flash, 24. srpnja 2015.

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

86. Fondovi Robeco navode da u EFS-u postoje samo bilateralni odnosi između brokera i agenta fondova, na temelju kojih se kupuju ili prodaju udjeli. Stoga nema interakcije među agentima fondova ili među brokerima.

87. Ni taj mi se argument ne čini uvjerljivim. Kao što tvrdi britanska vlada, u sustavu EFS agenti različitih fondova susreću se s više brokera koji predstavljaju ulagatelje. Brokери mogu odabrati koje će transakcije izvršiti sa zastupnicima jednih ili drugih fondova, a navedeni agenti pak mogu trgovati s brokerima više ulagatelja. Stoga postoji okupljanje ili interakcija višestrukih interesa trećih strana za kupnju ili prodaju, što je značajka svojstvena uređenom tržištu ili bilo kojoj multilateralnoj trgovinskoj platformi financijskim instrumentima.

88. EFS nije puki *informacijski kanal* za prijenos naloga. To je sustav u kojem se trguje financijskim instrumentima (udjelima u otvorenim investicijskim fondovima) i čija se djelatnost obavlja u skladu s pravilima koja je operater sustava, Euronext, utvrdio u *priručniku za trgovanje*<sup>37</sup>.

89. Navedena interakcija nije dopuštena u bilateralnim sustavima trgovanja (kao što su SI). Stoga se u uvodnoj izjavi 17. Direktive MiFID II, koja se može upotrijebiti kao element za tumačenje, unatoč tomu što još nije stupila na snagu, navodi da „[d]ok su mjesta trgovanja platforme na kojima su višestruki interesi trećih strana za kupnju i prodaju međusobno povezani, sistematskom internalizatoru ne bi smjelo biti dopušteno spajati interese trećih strana za kupnju i prodaju na funkcionalno isti način kao mjestima trgovanja”.

90. Treba uzeti u obzir to da otvoreni investicijski fond jest UCITS čija je zadaća, kao što sam već naveo, javno prikupljanje sredstava s ciljem zajedničkog ulaganja i upravljanja navedenim sredstvima, čime se dijele rizici i rezultati iz tog ulaganja među imateljima udjela, koji na taj način mogu ostvariti određeni prihod iz svojih ulaganja s manjom izloženosti rizicima.

91. Za otvoreni investicijski fond ključno je prikupljanje kapitala imatelja udjela te je to bio cilj nizozemskih fondova prilikom osnivanja organiziranog sustava trgovanja kao što je to EFS. Njegov je cilj poticanje okupljanja interesa fondova za kupnju i prodaju, koje zastupaju njihovi agenti, i ulagatelja koji žele kupiti ili prodati udjele u tim fondovima, i koje u EFS-u predstavljaju njihovi brokери. Za razliku od sustava trgovanja OTC ili SI, prednost je EFS-a nedvojbeno u olakšanom okupljanju interesa za kupnju i prodaju u pogledu udjela u otvorenim investicijskim fondovima.

92. Osim toga, ako fondovi Robeco i dalje trguju svojim udjelima putem bilateralnog trgovanja, kao što je njihov zastupnik priznao na raspravi, ne razumijem kako bi se sustav trgovanja u kojem sudjeluje Euronext također mogao okvalificirati kao bilateralni sustav trgovanja. Smatram da djelovanje treće strane kao neovisnog operatera, za razliku od bilateralnog trgovanja, pokazuje da je EFS multilateralni sustav kojim se želi poticati interakcija višestrukih interesa trećih strana za kupnju i prodaju radi trgovanja udjelima u otvorenim investicijskim fondovima.

#### **4. Drugi mogući elementi pojma uređeno tržište**

93. Sud koji je uputio zahtjev i fondovi Robeco naveli su druge elemente, koji su prema njihovu mišljenju svojstveni uređenim tržištima. To su konkretno: (a) mehanizam formiranja cijena koji se primjenjuje u sustavu trgovanja; (b) prvenstvo sustava i (c) postojanje ili nepostojanje rizika zlouporabe tržišta. Smatraju da primjena tih elemenata na EFS potvrđuje da je riječ o bilateralnom sustavu, a ne o multilateralnoj trgovinskoj platformi financijskim instrumentima.

<sup>37</sup> Ranije navedeni *Euronext Investment Fund Services Trading Manual*, kasnije zamijenjen s *Trading Manualom for the NAV Trading Facility*.



94. Već sam naveo da nijedan od tih elemenata nije naveden u definiciji uređenog tržišta u članku 4. stavku 1. točki 14. Direktive MiFID I, niti mi se čini da implicitno proizlaze iz nje, zbog čega ih se ne bi trebalo uzimati u obzir kod preispitivanja je li platforma, kao što je to EFS, regulirano tržište ili ne.

95. Kad je riječ o prvom čimbeniku, sud koji je uputio zahtjev pojašnjava da se u EFS-u transakcije provode na temelju terminskih cijena, odnosno na temelju neto vrijednosti obračunate na temelju ponuda pristiglih nakon roka<sup>38</sup>. Fondovi Robeco tvrde da se taj oblik utvrđivanja cijene transakcija u EFS-u ne vodi zakonom ponude i potražnje financijskih instrumenata kojima se trguje na platformi, a koji bi uvijek trebao vrijediti na uređenom tržištu.

96. Međutim, u Direktivi MiFID I kao razlikovni element uređenih tržišta nije utvrđen nijedan od različitih oblika formiranja cijena. Stoga taj čimbenik nije relevantan za utvrđivanje je li EFS uređeno tržište u skladu s tom direktivom.

97. To potvrđuje članak 29. stavak 2. i članak 44. stavak 2. Direktive MiFID I, koji se provode člankom 18. Uredbe br. 1287/2006 koji predviđa mogućnost utvrđivanja izuzeća od obveze transparentnosti prije trgovanja u slučaju MTP-a i uređenih tržišta, čije se cijene određuju mehanizmima koji nemaju ništa zajedničko s ponudom i potražnjom financijskih instrumenata kojima se trguje na platformi. Ako je izuzeće dopušteno, to je naravno zato što mogu postojati uređena tržišta s drukčijim mehanizmima formiranja cijena.

98. Osim toga, prema podacima koje je AFM pružio na raspravi, svakako postoji određena uloga ponude i potražnje udjela pri formiranju cijena u EFS-u. Ako se ponuda i potražnja udjela u nekom fondu preklapaju, njegov zastupnik provodi poravnanje, ali ako je potražnja veća od ponude, ulagatelji plaćaju dodatan postotak na udjele; u suprotnom dobivaju popust. Veća ponuda ili potražnja udjela u nekom otvorenom investicijskom fondu ovisi o rezultatima njegovih ulaganja na tržištima financijskih instrumenata.

99. Drugi čimbenik koji navode sud koji je uputio zahtjev i fondovi Robeco odnosi se na prvenstvo tržišta na kojem se izdaju i upisuju udjeli otvorenih investicijskih fondova, pri čemu nema sekundarnog trgovanja tim financijskim instrumentima.

100. Međutim, definicija uređenog tržišta iz Direktive MiFID I ne uključuje bilo kakvo pozivanje na taj element (niti ona MTP-a). Osim toga, kao što navodi Komisija, na uređenom tržištu moguće je kako prvo (primarno) izdavanje financijskih instrumenata tako i naknadno sekundarno trgovanje njima<sup>39</sup>. Stoga to što izdavanje i upisivanje udjela u otvorenim investicijskim fondovima nije predmet naknadnog trgovanja ne predstavlja zapreku da EFS bude uređeno tržište.

101. Osim toga, kao što to navodi britanska vlada, Uredba (EU) br. 1031/2010<sup>40</sup> uređuje dražbe emisijskih jedinica stakleničkih plinova, koje predstavljaju primarno trgovanje financijskim instrumentom. U skladu s njezinim člankom 35. stavkom 1., „[d]ražbe se provode samo na dražbovnoj platformi koju su nadležna državna tijela iz drugog podstavka stavka 4. odobrila kao uređeno tržište prema stavku 5.” Ta odredba stoga izričito utvrđuje da se na uređenom tržištu u skladu s uvjetima iz Direktive MiFID I provode transakcije primarnog tržišta.

<sup>38</sup> Podrobnije izlaganje mehanizma vidjeti u točki 31. ovog mišljenja.

<sup>39</sup> Za Moloneyja, pojam uređenog tržišta „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. izd., Oxford University Press, Oxford, 2014., str. 463.).

<sup>40</sup> Uredba Komisije (EU) br. 1031/2010 od 12. studenoga 2010. o rasporedu, upravljanju i drugim aspektima dražbi emisijskih jedinica stakleničkih plinova prema Direktivi 2003/87/EZ Europskog parlamenta i Vijeća o uspostavi sustava trgovanja emisijskim jedinicama stakleničkih plinova unutar Zajednice (SL 2010., L 302, str. 1.) (SL, posebno izdanje na hrvatskom jeziku, poglavlje 15., svezak 10., str. 239.)

102. U konačnici, fondovi Robeco navode, a sud koji je uputio zahtjev slaže se s njihovim argumentom, da u sustavu EFS gotovo nema rizika od zlouporabe tržišta i da, stoga, njegova kvalifikacija kao uređenog tržišta (s posljedičnom obvezom dostavljanja informacija u vezi s djelatnostima operatera investicijskih fondova) ne bi uopće pridonijela zaštiti ulagatelja.

103. Ipak, smatram da ni taj argument nije moguće prihvatiti. S jedne strane, među elementima definicije uređenog tržišta iz Direktive MiFID I nema veće ili manje mogućnosti da dođe do zlouporabe tržišta. S druge strane, AFM je opovrgnuo (smatram utemeljeno) tvrdnju Robeca i potvrdio mogućnost zlouporabe tržišta ili trgovanja povlaštenim informacijama u sustavima kao što je EFS.

104. Konkretno, AFM je naveo primjere u kojima je do tih nezakonitih radnji došlo u okviru trgovanja udjelima u investicijskim fondovima. U slučajevima kao što je izlazak važnog operatera investicijskog fonda, mogu postojati povlaštene informacije i dovesti do zlouporabe tržišta, što utječe na vrijednost udjela<sup>41</sup>, a do toga može doći i zbog odluka kao što je preoblikovanje otvorenog investicijskog fonda u zatvoreni UCITS.

105. Članak 9. Direktive 2003/6 koji se *ratione temporis* primjenjuje na glavni postupak navodi samo obvezu prijenosa informacija o operaterima društava financijskim instrumentima koji su uvršteni radi trgovanja na uređenim tržištima, jer je to bila jedina vrsta organiziranog sustava trgovanja koja je postojala u trenutku donošenja navedene direktive. Kao što sam već pojasnio, Direktivom MiFID I kasnije su osnovani MTP-i, a Direktiva MiFID II predviđa uvođenje OTP-a kao novih organiziranih multilateralnih trgovinskih platformi. Na temelju sustavnog tumačenja tih propisa može se zaključiti da se obveze prijenosa informacija nadzornim tijelima kako bi se spriječile nezakonite radnje zlouporabe povlaštenih informacija (članak 6. Direktive 2003/6) trebaju primijeniti i na osobe odgovorne za nove organizirane sustave trgovanja financijskim instrumentima, predviđene odredbama prava Unije nakon 2003. To tumačenje u potpunosti potvrđuje nova Uredba (EU) br. 596/2014<sup>42</sup>.

106. Tumačenje koje predlažem, prema kojem sustav trgovanja sa značajkama EFS-a treba smatrati uređenim tržištem, u skladu s Direktivom MiFID I, u skladu je s ciljem navedene direktive.

107. Naime, cilj skupa propisa MiFID I, koji je kasnije potvrdio MiFID II, bilo je reguliranje i nadzor različitih sustava trgovanja koji su se pojavljivali, izostavljajući iz njih samo bilateralno i privremeno trgovanje financijskim instrumentima<sup>43</sup>. Stoga svako organizirano trgovanje treba biti obuhvaćeno jednim od sustava, multilateralnim ili bilateralnim, predviđenih u propisima MiFID I, a nakon 3. siječnja 2018., u propisima MiFID II<sup>44</sup>. Time se potiče primjerenije natjecanje među različitim

41 Izlazak operatera fondova društva Pimco u rujnu 2014. prouzročio je dug od 3700 milijuna eura (<https://www.ft.com/content/56aa4284-4fc1-11e4-a0a4-00144feab7de>). Isto tako, krajem 2014. znatne je posljedice ostavio prijelaz operatera iz društva Ignis Asset Management u društvo Old Mutual Global Investors te izlazak operatera fondova društva Bestinver Asset Management (<http://www.expansion.com/2014/09/23/mercados/fondos/1411459605.html>).

42 Uredba (EU) br. 596/2014 Europskog parlamenta i Vijeća od 16. travnja 2014. o zlouporabi tržišta (Uredba o zlouporabi tržišta) te stavljanju izvan snage Direktive 2003/6/EZ Europskog parlamenta i Vijeća i direktiva Komisije 2003/124/EZ, 2003/125/EZ i 2004/72/EZ (SL 2014., L 173, str. 1.). Njezina uvodna izjava 8. glasi kako slijedi: „Područje primjene Direktive 2003/6/EZ bilo je usredotočeno na financijske instrumente uvrštene za trgovanje na uređenom tržištu ili za koje je bio podnesen zahtjev za uvrštenje za trgovanje na takvom tržištu. Međutim, u posljednjih nekoliko godina financijskim se instrumentima sve više trguje na multilateralnim trgovinskim platformama (MTP-ovi). Postoje i financijski instrumenti kojima se trguje isključivo na drugim vrstama organiziranih trgovinskih platformi (OTP-ovi) ili isključivo izvan burze (OTC). Područje primjene ove Uredbe trebalo bi stoga uključivati sve financijske instrumente kojima se trguje na uređenom tržištu, MTP-u ili OTP-u te bilo koji drugi postupak ili radnju kojima se može utjecati na takav financijski instrument bez obzira na to odvija li se na mjestu trgovanja. [...] Time bi se trebala poboljšati zaštita ulagatelja, očuvati integritet tržišta i osigurati da se jasno zabrani zlouporaba tržišta takvih instrumenata.”

43 U tom smislu, članak 1. stavak 7. Direktive MiFID II utvrđuje: „Svi multilateralni sustavi financijskih instrumenata posluju bilo u skladu s odredbama glave II. s obzirom na MTP-ove ili OTP-ove ili glave III. s obzirom na uređena tržišta. Sva investicijska društva koja na organiziran, učestao i sustavan način te u znatnoj mjeri trguju za vlastiti račun kada izvršavaju naloge klijenata izvan uređenog tržišta, MTP-a ili OTP-a djeluju u skladu s glavom III. Uredbe (EU) br. 600/2014. Ne dovodeći u pitanje članke 23. i 28. Uredbe (EU) br. 600/2014, sve transakcije financijskim instrumentima iz prvog i drugog podstavka koje nisu zaključene na multilateralnim sustavima ili sistematskim internalizatorima moraju biti usklađene s odgovarajućim odredbama glave III. Uredbe (EU) br. 600/2014.”

44 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., str. 285.

sustavima trgovanja, bez rizika da operateri koji žele izbjeći nadzor nadzornih tijela razviju sustave trgovanja OTC. Kad bi se pojam uređenog tržišta iz Direktive MiFID I tumačio na način da isključuje trgovinske platforme, kao što je to EFS, u kojima dolazi do interakcija između ulagatelja i otvorenih investicijskih fondova, u pitanje bi se doveli ciljevi koje zakonodavac Unije želi postići u tom sektoru.

#### **IV. Zaključak**

108. Slijedom navedenoga, predlažem Sudu da na prethodno pitanje koje je postavio College van beroep voor het bedrijfsleven (Žalbeni sud za upravne sporove u gospodarstvu, Nizozemska) odgovori na sljedeći način:

„Organizirani sustav trgovanja financijskim instrumentima, koji je multilateralan i unutar kojeg je, pod nadzorom neovisnog operatera, omogućena interakcija interesa ulagateljâ za kupnju i prodaju putem brokera i otvorenih investicijskih fondova, koje zastupaju njihovi agenti, treba smatrati uređenim tržištem u smislu članka 4. stavka 1. točke 14. Direktive 2004/39/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 21. travnja 2004. o tržištima financijskih instrumenata te o izmjeni direktiva Vijeća 85/611/EEZ i 93/6/EEZ i Direktive 2000/12/EZ Europskog parlamenta i Vijeća te stavljanju izvan snage Direktive Vijeća 93/22/EEZ”.