



## Zbornik sudske prakse

PRESUDA SUDA (četvrto vijeće)

16. studenoga 2017.\*

„Zahtjev za prethodnu odluku – Direktiva 2004/39/EZ – Tržišta financijskih instrumenata – Članak 4. stavak 1. točka 14. – Pojam ‚uređeno tržište‘ – Područje primjene – Sustav u kojem sudjeluju, s jedne strane, brokeri koji predstavljaju ulagače i, s druge strane, agenti otvorenih investicijskih fondova koji su obvezni provoditi naloge koji se odnose na njihove fondove”

U predmetu C-658/15,

povodom zahtjeva za prethodnu odluku na temelju članka 267. UFEU-a, koji je uputio College van Beroep voor het Bedrijfsleven (Žalbeni sud za upravne sporove u gospodarstvu, Nizozemska), odlukom od 2. prosinca 2015., koju je Sud zaprimio 7. prosinca 2015., u postupku

**Robeco Hollands Bezit NV i dr.**

protiv

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

SUD (četvrto vijeće),

u sastavu: T. von Danwitz, predsjednik vijeća, C. Vajda (izvjestitelj), E. Juhász, K. Jürimäe i C. Lycourgos, suci,

nezavisni odvjetnik: M. Campos Sánchez-Bordona,

tajnik: M. Ferreira, glavna administratorica,

uzimajući u obzir pisani postupak i nakon rasprave održane 1. veljače 2017.,

uzimajući u obzir očitovanja koja su podnijeli:

- za Robeco Hollands Bezit NV i dr., E. Pijnacker Hordijk i A. M. ter Haar, *advocaten*,
- za Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM), M. J. Blotwijk, *advocaat*, i M. van Kwawegen, u svojstvu agenta,
- za vladu Ujedinjene Kraljevine, D. Robertson, B. Kennelly i S. Simmons, u svojstvu agenata,
- za Europsku komisiju, I. V. Rogalski i F. Wilman, u svojstvu agenata,

saslušavši mišljenje nezavisnog odvjetnika na raspravi održanoj 26. travnja 2017.,

\* Jezik postupka: nizozemski

donosi sljedeću

### Presudu

- 1 Zahtjev za prethodnu odluku odnosi se na tumačenje 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 (SL 2004., L 145, str. 1.) (SL, posebno izdanje na hrvatskom jeziku, poglavlje 6., svezak 4., str. 29.).
- 2 Zahtjev je upućen u okviru spora između društva Robeco Hollands Bezit NV i deset drugih društava, s jedne strane, i Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM) (Tijelo za nadzor financijskih tržišta, Nizozemska), s druge strane, u vezi s naknadama propisanim tim društvima za troškove obavljanja AFM-ove zadaće nadzora.

### Pravni okvir

#### *Pravo Unije*

##### *Direktiva 2004/39*

- 3 Uvodne izjave 2., 5. i 6. Direktive 2004/39 glase:

„(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 uspostaviti sveobuhvatnu regulativu koja uređuje izvršavanje transakcija financijskim instrumentima bez obzira na načine trgovanja koji se primjenjuju za zaključivanje transakcija, kako bi se osigurala visoka kvaliteta izvršavanja transakcija ulagatelja te zadržao integritet i sveukupna učinkovitost financijskog sustava. Potrebno je stvoriti okvir, koji je koherentan i osjetljiv na rizike, za uređenje najvažnijih vrsta sustava izvršavanja naloga koji su trenutačno zastupljeni na europskom financijskom tržištu. [...]

(6) Potrebno je uvesti definicije uređenog tržišta i MTP-a [(multilateralna trgovinska platforma)] 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). [...]

4 U članku 4. stavku 1. točkama 6., 7., 14., 15. i 17. te direktive propisano je:

„Za potrebe Direktive, sljedeći izrazi imaju sljedeće značenje:

[...]

(6) ‚Trgovanje za vlastiti račun‘ znači trgovanje uz korištenje vlastitog kapitala koje završava zaključenjem transakcije s jednim ili više financijskih instrumenata.

(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.

[...]

(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.

[...]

(17) ‚Financijski instrumenti‘ znači instrumenti utvrđeni u odjeljku C Priloga I.

[...]”

5 Navedeni odjeljak C navodi u točki 3. „Udjeli u subjektima za zajednička ulaganja”.

### ***Nizozemsko pravo***

6 U članku 1:40 stavku 1. Wet op het financieel toezicht (Zakon o nadzoru financijskih tržišta, u daljnjem tekstu: Wft) propisano je da nadzorno tijelo za svoje djelatnosti, koje obavlja u vezi s izvršavanjem svojih zadaća, naplaćuje troškove poduzećima za koja obavlja te djelatnosti, u mjeri u kojoj ti troškovi ne idu na teret državnog proračuna.

7 Na temelju članaka 5. i 6. te članka 8. stavka 1. podtočke i. točke 4. Besluit bekostiging financieel toezicht (Uredba o financiranju nadzora financijskih tržišta) AFM je ovlašten propisati naknade izdavateljima u smislu članka 5:60 stavka 1. točke (a) Wft-a.

8 U članku 5:60 stavku 1. točki (a) Wft-a propisano je da 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) tog zakona, odnosno svatko na čiji je prijedlog sklopljen ugovor o kupoprodaji financijskog instrumenta u smislu te odredbe, ako nije riječ o vrijednosnom papiru, odnosno svatko tko predloži sklapanje ugovora o kupoprodaji financijskog instrumenta u smislu navedene odredbe, ako nije riječ o vrijednosnom papiru, obvezan je najkasnije peti radni dan koji slijedi datumu transakcije prijaviti zaključene ili

izvršene transakcije za vlastiti račun udjelima izdavatelja navedenog u članku 5:60 stavku 1. točkama (a), (b) ili (c) ili financijskim instrumentima čija se vrijednost također utvrđuje na temelju vrijednosti navedenih udjela.

- 9 U skladu s člankom 5:56 stavkom 1. točkom (a) Wft-a, osobama u smislu stavka 2. tog članka zabranjeno je 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. tog zakona, ili na multilateralnoj trgovinskoj platformi, za koju investicijsko društvo ima odobrenje iz članka 2:96 navedenog zakona ili u vezi s kojom je podnesen zahtjev za trgovanje.

- 10 Članak 1:1 Wft-a navodi sljedeće:

„uređeno tržište znači 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/ili sustavu, i koji funkcionira redovito u skladu s odredbama koje su mjerodavne za odobrenje i trajni nadzor.”

### Glavni postupak i prethodno pitanje

- 11 Tužitelji u glavnom postupku su otvoreni investicijski fondovi. Oni su u svrhe trgovanja udjelima u svojim fondovima koristili sustav „Euronext Fund Services” (u daljnjem tekstu: sustav EFS), što je dio Euronexta Amsterdam NV (u daljnjem tekstu: Euronext) koji ima odobrenje za vođenje odnosno upravljanje uređenim tržištem u smislu članka 5:26 stavka 1. Wft-a.
- 12 Iz odluke kojom se upućuje prethodno pitanje proizlazi da je sustav EFS odvojen sustav trgovanja u kojem se trguje samo udjelima otvorenih investicijskih fondova. Njegovi su članovi agenti fondova i brokeri. Brokeri preuzimaju naloge za kupnju i prodaju ulagača te ih prosljeđuju agentu za predmetni investicijski fond. Transakcije se provode po terminskoj cijeni u smislu da kad broker preda nalog agentu fonda do 16h, tada agent fonda nalog izvršava sutradan do 10h na temelju neto vrijednosti investicijskog fonda, uzimajući u obzir transakcijske troškove.
- 13 Nizom odluka, koje su potvrđene odlukom od 13. prosinca 2012., AFM je na temelju članka 1:40 Wft-a propisao tužiteljima u glavnom postupku plaćanje naknada za razdoblje od 2009. do 2012. To je tijelo smatralo da su te naknade dospjele s obzirom na to da je sustav EFS „uređeno tržište” u smislu članka 4. stavka 1. točke 14. Direktive 2004/39, koja je prenesena u nizozemsko pravo člankom 1:1 Wft-a, što znači da se članak 5:60 Wft-a primjenjuje na članove upravnih i nadzornih odbora navedenih tužitelja.
- 14 Budući da je Rechtbank Rotterdam (Sud u Rotterdamu, Nizozemska) odbio tužbu protiv navedene potvrđujuće odluke, tužitelji u glavnom postupku pokrenuli su postupak pred sudom koji je uputio zahtjev koji se pita obuhvaća li definicija „uređenog tržišta” iz navedene odredbe Direktive 2004/39 sustav EFS.
- 15 Prema mišljenju suda koji je uputio zahtjev, nekoliko elemenata upućuje na to da sustav EFS nije multilateralni sustav i stoga nije uređeno tržište u smislu te odredbe.
- 16 Kao prvo, sud koji je uputio zahtjev smatra da je sustav EFS sličniji bilateralnom sustavu u kojem se, kao što to osobito proizlazi iz uvodne izjave 6. Direktive 2004/39, transakcije provode isključivo između investicijskog fonda i ulagača. On u tom pogledu navodi da u okviru sustava EFS agent fonda i broker predstavljaju, redom, investicijski fond i ulagača te da agent fonda uvijek izvršava naloge brokera.

- 17 Kao drugo, sud koji je uputio zahtjev utvrđuje da ne postoji obveza obavješćivanja o transakcijama zaključenima posredstvom sustava EFS. Taj sud smatra da se iz činjenice da navedena uvodna izjava 6. Direktive 2004/39 upućuje na pravila uređenog tržišta, koja se, među ostalim, odnose na obavješćivanje o transakcijama, može zaključiti da se ne može smatrati „uređenim tržištem” sustav u kojem se provode samo transakcije koje ne podliježu obvezi obavješćivanja.
- 18 U tom smislu sud koji je uputio zahtjev smatra da iz Uredbe Komisije (EZ) br. 1287/2006 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.) proizlazi da transakcije na primarnom tržištu ne podliježu obvezi obavješćivanja pa se sustav kao što je to sustav EFS, u okviru kojeg se provode samo transakcije na primarnom tržištu, ne može smatrati „uređenim tržištem”.
- 19 Kao treće, sud koji je uputio zahtjev podsjeća da se cijena udjela u sustavu EFS određuje prema njihovoj neto vrijednosti, dok tužitelji u glavnom postupku tvrde da cijena financijskih instrumenata kojima se trguje na uređenim tržištima proizlazi iz odnosa ponude i potražnje.
- 20 Kao četvrto, taj sud smatra da se tumačenje prema kojem sustav EFS nije uređeno tržište ne protivu ciljevima Direktive 2004/39, s obzirom na to da je u okviru tog sustava vrlo mala opasnost od zlorabe tržišta ili trgovanja na temelju povlaštenih informacija.
- 21 Međutim, sud koji je uputio zahtjev ne isključuje ni suprotnu mogućnost prema kojoj sustav EFS jest uređeno tržište u smislu članka 4. stavka 1. točke 14. Direktive 2004/39. On navodi da Euronext samostalno koristi taj sustav, za što je dobio odobrenje. Navedeni sud navodi da se sustav EFS može smatrati multilateralnim jer je u njega uključen veći broj brokera i agenata fondova, trguje se udjelima većeg broja investicijskih fondova i veći broj stranaka daje naloge. Taj isti sud smatra da izraz „trećih strana” koji se koristi u toj odredbi, tumačen u uobičajenom smislu, označava svakog korisnika sustava. Usto, sustav EFS objedinjava interese kupaca i prodavatelja radi sklapanja ugovora, a njegovo djelovanje podliježe kogentnim pravilima sadržanima u dvama dokumentima naslovljenima „EFS Trading Manual” (Priručnik za trgovanje u sustavu EFS) i „TCS-web user Guide to the EFS” (Korisnički vodič za korištenje TCS mreže sustava EFS).
- 22 Sud koji je uputio zahtjev također navodi da se iz uvodne izjave 6. i članka 4. stavka 1. točke 14. Direktive 2004/39 ne može izravno zaključiti da sustav EFS nije „uređeno tržište” u slučaju kada ne postoje zahtjev obavješćivanja i oblikovanje cijena na temelju ponude i potražnje.
- 23 U tim je okolnostima College van Beroep voor het Bedrijfsleven (Žalbeni sud za upravne sporove u gospodarstvu, Nizozemska) odlučio prekinuti postupak i uputiti Sudu sljedeće prethodno pitanje:

„Trebaju li sustav, u kojem sudjeluje više agenata fondova 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 2004/39], i u slučaju potvrdnog odgovora, koje su značajke u tom pogledu odlučujuće?”

## O prethodnom pitanju

- 24 Sud koji je uputio zahtjev u biti pita treba li članak 4. stavak 1. točku 14. Direktive 2004/39 tumačiti na način da je sustav trgovanja u okviru kojeg veći broj agenata fondova i brokera predstavlja, redom, otvorene investicijske fondove i ulagače, pri čemu je jedini cilj tog sustava pružanje podrške tim investicijskim fondovima u njihovoj obvezi izvršavanja naloga za kupnju i prodaju udjela koje su im izdali navedeni ulagači, obuhvaćen pojmom „uređeno tržište” u smislu te odredbe.
- 25 Iako je isključivo sud koji je uputio zahtjev dužan izraziti pravno stajalište u vezi sa sustavom EFS s obzirom na okolnosti predmeta u glavnom postupku, to ne utječe na činjenicu da je Sud nadležan utvrditi iz odredaba Direktive 2004/39, u konkretnom slučaju članka 4. stavka 1. točke 14., kriterije koje sud koji je uputio zahtjev može ili mora primijeniti u tu svrhu (vidjeti u tom smislu presudu od 3. prosinca 2015., Banif Plus Bank, C-312/14, EU:C:2015:794, t. 51. i navedenu sudsku praksu).
- 26 U članku 4. stavku 1. točki 14. Direktive 2004/39 uređeno tržište definirano je kao 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. te direktive.
- 27 U tom pogledu iz odluke kojom se upućuje zahtjev proizlazi da su određena obilježja uređenog tržišta navedena u toj definiciji doista prisutna u sustavu EFS. Na taj način, prema navodima suda koji je uputio zahtjev, Euronext koristi sustav EFS koji podliježe kogentnim pravilima, odnosno pravilima sadržanima u dvama dokumentima koje je izdalo to tijelo, naslovljenima „EFS Trading Manual” i „TCS-web user Guide to the EFS”. Nalozi koje brokери agentima investicijskih fondova izdaju u okviru sustava EFS dovode do sklapanja ugovora o udjelima u tim fondovima. Usto, Euronext je dobio odobrenje za korištenje sustava EFS pri čemu ništa ne upućuje na to da postoji sumnja o mogućoj neusklađenosti tog sustava s odredbama glave III. Direktive 2004/39, a što je na sudu koji je uputio zahtjev da provjeri.
- 28 Također valja utvrditi da su navedeni udjeli u investicijskim fondovima „financijski instrumenti” u smislu članka 4. stavka 1. točke 17. Direktive 2004/39, tumačenog zajedno s njezinim Prilogom I., odjeljkom C točkom 3.
- 29 Dakle, radi odgovaranja na pitanje suda koji je uputio zahtjev, preostaje ispitati treba li se takav sustav trgovanja smatrati multilateralnim sustavom koji spaja ili omogućava spajanje višestrukih interesa trećih strana za kupnju i prodaju u smislu članka 4. stavka 1. točke 14. Direktive 2004/39.
- 30 Iako u toj direktivi nije definiran pojam multilateralnog sustava kao takav, u njezinoj uvodnoj izjavi 6. navodi se da definicije pojmova „uređeno tržište” i „multilateralna trgovinska platforma (MTP)”, koji predstavljaju dvije vrste multilateralnih sustava na koje se odnosi navedena direktiva, 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. Na temelju članka 4. stavka 1. točke 6. Direktive 2004/39, trgovanje za vlastiti račun znači trgovanje vlastitim kapitalom radi zaključenja transakcije koja se odnosi na financijske instrumente.
- 31 Iz jasnog razlikovanja multilateralnog i bilateralnog sustava valja zaključiti da tržišni operater ili investicijsko društvo koje koristi multilateralni sustav djeluje ne preuzimajući rizik i ne koristeći vlastiti kapital za zaključenje transakcija u tom sustavu. U skladu s definicijom iz članka 4. stavka 1. točke 14. Direktive 2004/39, to se posredovanje odvija između višestrukih interesa trećih strana za kupnju i prodaju, pri čemu se trećom stranom smatra svaka fizička ili pravna osoba koja je odvojena od sustava trgovanja i njegova operatera i neovisna o njima.

- 32 Objašnjenja suda koji je uputio zahtjev upućuju na to da sustav EFS posjeduje sva ta obilježja te se stoga mora smatrati „uređenim tržištem” u smislu članka 4. stavka 1. točke 14. Direktive 2004/39.
- 33 Naime, kao prvo, kupoprodajne transakcije udjela otvorenih investicijskih fondova između brokera, koji predstavljaju ulagače, i agenata tih investicijskih fondova očito se izvršavaju unutar sustava EFS, koji ne preuzima rizik niti koristi vlastiti kapital u okviru tih transakcija.
- 34 U tom se kontekstu ne može prihvatiti teza prema kojoj, s obzirom na to da je u stvarnosti investicijski fond taj koji u svojem okrilju izvršava nalog ulagača, sustav EFS više nalikuje bilateralnom sustavu. Kao što je to nezavisni odvjetnik naveo u točki 92. svojeg mišljenja, takva teza zanemaruje djelovanje Euronexta, koji koristi sustav EFS kao neovisni operater u okviru tih transakcija, pri čemu takvo djelovanje ne postoji u bilateralnom trgovanju.
- 35 U tom je pogledu, kao što to navodi vlada Ujedinjene Kraljevine, nebitna činjenica što u sustavu poput sustava EFS ne postoji trgovanje između različitih brokera ili različitih agenata investicijskih fondova, s obzirom na to da u okviru takvog sustava agenti investicijskih fondova mogu zaključivati transakcije s većim brojem brokera, i obratno.
- 36 Kao drugo, valja smatrati da spajanje višestrukih interesa trećih strana za kupnju i prodaju postoji time što su unutar sustava EFS prisutni brokeri, koji predstavljaju ulagače, i agenti investicijskih fondova.
- 37 S jedne strane, ti brokeri i agenti su treće strane u odnosu na navedeni sustav, pod uvjetom da su odvojeni i neovisni.
- 38 S druge strane, činjenica, koju ističu sud koji je uputio zahtjev i tužitelji u glavnom postupku, da agenti i njihovi investicijski fondovi obvezno izvršavaju samo naloge za izdavanje i kupnju udjela investicijskih fondova koje zaprimaju putem sustava EFS ne sprečava to da se na temelju prisutnosti tih agenata i brokera unutar tog sustava spajaju višestruki interesi kupaca i prodavatelja. Naime, imajući u vidu, među ostalim, široko značenje izraza „interes za kupnju i prodaju” iz uvodne izjave 6. Direktive 2004/39, taj se izraz ne može tumačiti na način da isključuje situacije sudionika u sustavu trgovanja zbog jedinog razloga što one proizlaze iz obveze kupnje ili izdavanja takvih udjela.
- 39 Kao treće, sud koji je uputio zahtjev i tužitelji u glavnom postupku navode određena obilježja sustava EFS koja se odnose na nepostojanje obveze obavješćivanja o transakcijama izvršenima u okviru tog sustava, primarnu narav tih transakcija, činjenicu da cijene ne proizlaze izravno iz odnosa ponude i potražnje nego iz neto vrijednosti kupljenih ili prodanih udjela, koja se utvrđuje sljedećeg dana nakon izdavanja naloga, i na malu opasnost od zlorabe tržišta ili trgovanja na temelju povlaštenih informacija. Oni smatraju da ta obilježja upućuju na to da se navedeni sustav ne može smatrati uređenim tržištem.
- 40 Međutim, nijedno od tih obilježja, pod pretpostavkom da se utvrde, ne može se smatrati nespojivim s pojmom „uređenog tržišta”, kako je definirano u članku 4. stavku 1. točki 14. Direktive 2004/39.
- 41 Naime, kao što to navode AFM, vlada Ujedinjene Kraljevine i Europska komisija u svojim pisanim očitovanjima, ta odredba ne sadržava nikakvo pojašnjenje ili ograničenje u odnosu na funkcioniranje uređenog tržišta u pogledu obavješćivanja o transakcijama, njihove primarnosti ili sekundarnosti odnosno oblikovanja cijena tih transakcija.
- 42 Osobito, što se tiče obavješćivanja o transakcijama, valja navesti da navođenje u uvodnoj izjavi 6. Direktive 2004/39 činjenice da je uređeno tržište ili MTP ono tržište koje ima samo jedan skup pravila koji uređuje pitanja u vezi s, među ostalim, obavješćivanjem o transakcijama, znači samo to da je u svrhu kvalifikacije tržišta kao uređenog tržišta ili MTP-a dostatno da ono posjeduje ta obilježja. Iz toga se ne može zaključiti da je obavješćivanje o transakcijama nužan uvjet za takvu kvalifikaciju.

- 43 Što se tiče argumenta koji se u biti odnosi na to da sustav EFS nije nužno smatrati „uređenim tržištem”, imajući u vidu malu opasnost od zloporabe u izvršavanju transakcija, valja navesti da se taj argument ne može prihvatiti. Naime, kao što je to Komisija naglasila u svojem pisanom očitovanju, cilj odredaba Direktive 2004/39 o uređenim tržištima nije ograničen na sprečavanje zloporaba. Kao što to proizlazi iz, među ostalim, uvodnih izjava 2. i 5. te direktive, te se odredbe odnose, općenitije, na neophodno usklađivanje koje će ulagateljima nuditi visok stupanj zaštite, uspostavljajući sveobuhvatnu regulativu koja uređuje izvršavanje transakcija financijskim instrumentima kako bi se osigurala visoka kvaliteta izvršavanja transakcija te zadržao integritet i sveukupna učinkovitost financijskog sustava.
- 44 S obzirom na sva prethodna razmatranja, na postavljeno pitanje valja odgovoriti tako da članak 4. stavak 1. točku 14. Direktive 2004/39 treba tumačiti na način da je sustav trgovanja u okviru kojeg veći broj agenata fondova i brokera predstavlja, redom, otvorene investicijske fondove i ulagače, pri čemu je jedini cilj tog sustava pružanje podrške tim investicijskim fondovima u njihovoj obvezi izvršavanja naloga za kupnju i prodaju udjela koje su im izdali navedeni ulagači, obuhvaćen pojmom „uređeno tržište” u smislu te odredbe.

### **Troškovi**

- 45 Budući da ovaj postupak ima značaj prethodnog pitanja za stranke glavnog postupka pred sudom koji je uputio zahtjev, na tom je sudu da odluči o troškovima postupka. Troškovi podnošenja očitovanja Sudu, koji nisu troškovi spomenutih stranaka, ne nadoknađuju se.

Slijedom navedenoga, Sud (četvrto vijeće) odlučuje:

**Članak 4. stavak 1. točku 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 treba tumačiti na način da je sustav trgovanja u okviru kojeg veći broj agenata fondova i brokera predstavlja, redom, otvorene investicijske fondove i ulagače, pri čemu je jedini cilj tog sustava pružanje podrške tim investicijskim fondovima u njihovoj obvezi izvršavanja naloga za kupnju i prodaju udjela koje su im izdali navedeni ulagači, obuhvaćen pojmom „uređeno tržište” u smislu te odredbe.**

Potpisi