



Határozatok Tára

MANUEL CAMPOS SÁNCHEZ-BORDONA
FŐTANÁCSNOK INDÍTVÁNYA
Az ismertetés napja: 2017. április 26.¹

C-658/15. sz. ügy

**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**

kontra

Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM)

(a College van beroep voor het bedrijfsleven [gazdasági tárgyú közigazgatási jogviták fellebbviteli bírósága, Hollandia] által benyújtott előzetes döntéshozatal iránti kérelem)

„Pénzügyi eszközök piacai – Multilaterális kereskedési rendszerek – A szabályozott piac fogalma – Befektetési alapok működtetői – Nyílt végű befektetési alapok – Piaci visszaélés és bennfentes információ felhasználása”

1. A pénzügyi eszközök kereskedési rendszerei az utóbbi években gyors fejlődésen mentek keresztül a forgalomba hozott pénzügyi termékek diverzifikációjának következtében.
2. A befektetők számára a megfelelő védelem nyújtásának, a kockázat csökkentésének, valamint az e piacok működése feletti állami felügyelet növelésének szükségessége a kereskedési rendszerek fokozatos átalakítását igényelte. A hagyományos tőzsdékhez olyan új – multilaterális és bilaterális – platformok adódtak hozzá, amelyek lehetővé teszik a pénzügyi eszközök valamennyi típusával – a legegyszerűbbektől a legkifinomultabbakig – történő működést.
3. Az uniós jogalkotó széleskörű szabályozási szándékkal lépett fel ebben az ágazatban. Ebből a célból, és olykor nehezen érthető terminológiát használva saját jellemzőkkel rendelkező alaktatként kidolgozta a „szabályozott piacokat”, a „multilaterális finanszírozási rendszereket”, a „szervezett kereskedési rendszereket” és a „rendszeres internalizálókat”.

¹ Eredeti nyelv: spanyol.

4. A jelen ügy lehetőséget nyújt a Bíróságnak arra, hogy kiterjessze a kereskedési rendszerek jellemzőivel, és különösen a szabályozott piacokkal kapcsolatos, még a kezdeti fázisban lévő ítélkezési gyakorlatát. A kérdést előterjesztő bíróság azt kívánja megtudni, hogy az Euronext Amsterdam N. V.² által működtetett Euronext Fund Service-nek (a továbbiakban: EFS) nevezett rendszer szabályozott piac-e vagy sem, figyelemmel arra, hogy abban csak befektetők és nyílt végű befektetési alapok fejtenek ki kölcsönhatásokat.

I. Jogi keret

A. Az uniós jog

5. A jogvita szempontjából legfontosabb rendelkezések a („MiFID I” irányelvként ismert) 2004/39/EK irányelvben³ és annak főbb végrehajtási szabályaiban öltenek testet, mint a 2006/73/EK irányelv⁴ és az 1287/2006/EK rendelet⁵ (a továbbiakban: „MiFID I” szabályok vagy MiFID I szabályrendszere). A 2003/6/EK irányelv⁶ figyelembevétele ugyancsak elengedhetetlen.

6. A „MiFID I” irányelv és a végrehajtási szabályai által alkotott szabályrendszeren a 2008-as pénzügyi válság érezte a hatását, amely válság a pénzpiacok működését és azok átláthatóságát illetően bizonyos gyengeségekre világított rá. Ezenkívül a technológiai fejlődés megkövetelte a szabályozási háttér, és különösen a kereskedési rendszerek szabályozási háttérének megerősítését azok átláthatóságának növelése, a befektetők védelmének javítása, a bizalom megerősítése, az addig nem szabályozott területek szabályozása, valamint annak biztosítása érdekében, hogy a felügyelők rendelkezzenek a feladataik ellátásához elengedhetetlenül szükséges hatáskörökkel.

7. Ebből következően a MiFID I szabályrendszerét, amely 2007-ben lépett hatályba, 2018. január 3-tól az úgynevezett MiFID II váltja fel, amelyet lényegében a 2014/65/EU irányelv⁷ (a továbbiakban: „MiFID II” irányelv) és a 600/2014/EU rendelet⁸ foglal magában. A „MiFID II” irányelv, bár még nem lépett hatályba, és nyilvánvalóan nem alkalmazható az alapeljárásban, tartalmaz néhány hasznos iránymutatást a „MiFID I” szabályok értelmezéséhez.

1. A 2004/39 irányelv

8. A „MiFID I” irányelv 1. cikkének (1) bekezdésében az szerepel, hogy ez az irányelv „a befektetési vállalkozásokra és a szabályozott piacokra vonatkozik”.

2 Az Euronext Amsterdam N. V.-t a jelentős múlttal rendelkező amszterdami tőzsde jogutódjának tartják, és szabályozott piacként működik.

3 A pénzügyi eszközök piacairól, a 85/611/EGK és a 93/6/EGK tanácsi irányelv, és a 2000/12/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv módosításáról, valamint a 93/22/EGK tanácsi irányelv hatályon kívül helyezéséről szóló, 2004. április 21-i európai parlamenti és tanácsi irányelv (HL 2004. L 145., 1. o.; magyar nyelvű különkiadás 6. fejezet, 7. kötet, 263. o.).

4 A 2004/39/EK európai parlamenti és tanácsi irányelvnek a befektetési vállalkozások szervezeti követelményei és működési feltételei, valamint az irányelv alkalmazásában meghatározott kifejezések tekintetében történő végrehajtásáról szóló, 2006. augusztus 10-i bizottsági irányelv (HL 2006. L 241., 26. o.).

5 A 2004/39/EK európai parlamenti és tanácsi [irányelvnek] a befektetési vállalkozások nyilvántartás-vezetési kötelezettségei, az ügyletek bejelentése, a piac átláthatósága, a pénzügyi eszközök piaci bevezetése, valamint az irányelv alkalmazásában meghatározott kifejezések tekintetében történő végrehajtásáról szóló, 2006. augusztus 10-i bizottsági rendelet (HL 2006. L 241., 1. o.).

6 A bennfentes kereskedelemről és a piaci manipulációról (piaci visszaélés) szóló, 2003. január 28-i európai parlamenti és tanácsi irányelv (HL 2003. L 96., 16. o., magyar nyelvű különkiadás 6. fejezet, 4. kötet, 367. o.).

7 A pénzügyi eszközök piacairól, valamint a 2002/92/EK irányelv és a 2011/61/EU irányelv módosításáról szóló, 2014. május 15-i európai parlamenti és tanácsi irányelv (HL 2014. L 173., 349. o.).

8 A pénzügyi eszközök piacairól és a 648/2012/EU rendelet módosításáról szóló, 2014. május 15-i európai parlamenti és tanácsi rendelet (HL 2014. L 173., 84. o.).

9. A (2), (5), (6), (44) és (49) preambulumbekzdéseinek szövege a következő:

„(2) [...] rendelkezni kell a befektetők magas szintű védelméhez szükséges összehangolás mértékéről, amely egyben lehetővé teszi a befektetési vállalkozásoknak, hogy a Közösség egységes piacot képező teljes területén szolgáltatást nyújtsanak a székhely szerinti tagállam felügyelete alapján. [...]

[...]

(5) El kell ismerni a szabályozott piacok mellett a szervezett kereskedési rendszerek új generációjának megjelenését, amelyeket olyan kötelezettségeknek kell alávetni, amelyek célja a pénzpiacok hatékony és rendezett működése. [...]

[...]

(6) Be kell vezetni a szabályozott piac és az MTF^[9] egymással szorosan összefüggő meghatározását azon tény tükrözésére, hogy ezek azonos szervezett kereskedési funkcionalitást képviselnek. A meghatározásoknak ki kell zárniuk azon bilaterális rendszereket, amelyeknél a befektetési vállalkozás minden ügyletet saját számlájára köt meg, nem pedig a vevő és az eladó között közvetítő kockázatot nem vállaló másik félként. A »rendszer« kifejezés magában foglalja a szabályrendszerekből és egy kereskedési platformból álló összes piacot, valamint azokat is, amelyek csak valamely szabályrendszer alapján működnek. A szabályozott piacok és az MTF-ek nem kötelesek »technikai« rendszert működtetni a megbízások egyeztetésére. Ezen irányelv értelmében szabályozott piac vagy MTF azon piac, amely a tagsághoz, az eszközök kereskedésre történő bevezetéséhez, a tagok közötti kereskedéshez, a beszámolóhoz és adott esetben az átláthatóságra vonatkozó kötelezettségekhez kapcsolódó szempontokra vonatkozó szabályrendszerekből áll, és az ilyen szabályok alapján megkötött ügyleteket úgy kell tekinteni, mint amelyeket valamely szabályozott piac vagy MTF rendszereiben kötöttek meg. Az »érdekeltségek vétele és eladása« kifejezést tág értelemben kell értelmezni, amely magában foglalja a megbízásokat, jegyzéseket és az érdeklődés jelzését. Azon követelmény, miszerint az érdekeket a rendszerben a rendszer működtetője által megállapított megkülönböztetésmentes szabályok révén kell egyeztetni, azt jelenti, hogy az érdekek egyeztetésének a rendszerszabályok alapján vagy a rendszer protokolljai vagy belső működési eljárásai révén (beleértve a számítógépes szoftverben megtestesülő eljárásokat) kell történnie. A »megkülönböztetésmentes szabályok« kifejezés annyit jelent, hogy e szabályok kizárják azt, hogy az MTF-et működtető befektetési vállalkozás beavatkozhasson abba, hogy az érdekeltségek hogyan lépnek egymással kölcsönhatásba. A meghatározások megkövetelik, hogy az érdekek egyeztetése olyan módon történjen, hogy azok szerződést eredményezzenek, ami annyit jelent, hogy a teljesítés a rendszer szabályai alapján vagy a rendszer protokolljain vagy belső működési eljárásain keresztül történik.

[...]

(44) A befektetők védelmének és az értékpapírpiacok zavartalan működése biztosításának kettős célja miatt biztosítani kell, hogy az ügyletek átláthatósága megvalósuljon, és az e célból megállapított szabályok vonatkozzanak piacon működésük során a befektetési vállalkozásokra. Annak érdekében, hogy a befektetők vagy a piaci résztvevők bármikor képesek legyenek a tervezett részvényügylet feltételeit felmérni, illetve a végrehajtás feltételeit utólag ellenőrizni, közös szabályokat kell megállapítani a befejezett részvényügyletek részleteire, illetve a részvénykereskedelem aktuális lehetőségeire vonatkozó adatok közzétételére. E szabályokra azért van szükség, hogy biztosítsák a tagállamok részvénypiacainak hatékony integrálását, hogy előmozdítsák a részvények általános áralakulási folyamatának hatékonyságát, valamint támogassák a »legjobb teljesítésre« vonatkozó kötelezettségek hatékony betartását. E

9 Az MTF betűszót a 2004/39 irányelvben a „mulilaterális kereskedési rendszer” rövidítéseként használják.

megfontolások átfogó átláthatósági rendszert igényelnek, amelyet minden részvényügyletre alkalmazni kell, függetlenül attól, hogy azokat valamely befektetési vállalkozás bilaterális alapon vagy szabályozott piacokon vagy MTF-eken keresztül hajtja végre. Az ezen irányelv alapján a befektetési vállalkozásokra háruló azon kötelezettség, hogy vételi és eladási árfolyamot jegyezzenek, és a megbízást a jegyzett árfolyamon hajtják végre, nem mentesíti a befektetési vállalkozásokat azon kötelezettség alól, hogy a megbízást egy másik végrehajtási helyre irányítsák, amikor az ilyen internalizálás megakadályozhatná a vállalkozást a »legjobb teljesítésre« vonatkozó kötelezettségei betartásában.

[...]

(49) A szabályozott piac működtetésére vonatkozó engedélynek ki kell terjednie mindazon tevékenységekre, amelyek közvetlenül kapcsolódnak a megbízások megjelenítéséhez, feldolgozásához, végrehajtásához, megerősítéséhez és jelentéséhez attól a ponttól, amikor az ilyen megbízásokat a szabályozott piac fogadja, addig a pontig, amikor azokat átadják rákövetkező véglegesítésre, valamint a pénzügyi eszközök tőzsdéi bevezetéséhez kapcsolódó tevékenységekre. Ennek magában kell foglalnia a szabályozott piac által kinevezett, kijelölt árjegyző közvetítésével végrehajtott ügyleteket, amelyeket a szabályozott piac rendszerei alapján és az ilyen rendszerekre irányadó szabályokkal összhangban vállalnak. A szabályozott piac vagy MTF tagjai vagy résztvevői által megkötött nem minden ügyletet kell úgy tekinteni, mint amit a szabályozott piac vagy MTF rendszerein belül kötöttek meg. Azon ügyleteket, amelyeket a tagok vagy résztvevők bilaterális alapon kötnek meg, és amelyek nem felelnek meg a szabályozott piacra vagy valamely MTF-re ezen irányelv alapján megállapított minden kötelezettségnek, a szabályozott piacon vagy MTF-en kívül megkötött ügyletnek kell tekinteni a rendszeres internalizáló meghatározásának alkalmazásában. Ebben az esetben a befektetési vállalkozásoknak a kötelező érvényű jegyzés közzétételére vonatkozó kötelezettségét alkalmazni kell, ha az ezen irányelvben megállapított feltételek teljesülnek.”

10. A 4. cikk (1) bekezdésének 7., 13., 14. és 15. pontjai a következő fogalmakat részletezik:

„7. »rendszeres internalizáló«: olyan befektetési vállalkozás, amely szervezett, gyakori és rendszeres alapon saját számlára kereskedik olyan módon, hogy ügyfélmegbízásait a szabályozott piacon vagy MTF-en kívül hajtja végre;

[...]

13. »piacműködtető«: olyan személy vagy személyek, aki/akik irányítják és/vagy működtetik a szabályozott piac üzletvitelét. A piacműködtető lehet maga a szabályozott piac is;

14. »szabályozott piac«: a piacműködtető által működtetett és/vagy irányított multilaterális rendszer, amely a rendszeren belül és annak megkülönböztetésmentes szabályaival összhangban összehozza több harmadik fél pénzügyi eszközökben lévő vételi és eladási szándékát, vagy elősegíti ezt oly módon, hogy az szerződést eredményez a szabályai és/vagy rendszerei alapján kereskedésre bevezetett pénzügyi eszköz tekintetében, és amely engedéllyel rendelkezik, és a III. cím rendelkezéseivel összhangban rendszeresen működik;

15. »multilaterális kereskedési rendszer (MTF)«: valamely befektetési vállalkozás vagy piacműködtető által működtetett multilaterális rendszer, amely pénzügyi eszközökre irányuló több harmadik fél vételi és eladási szándékát hozza össze – a rendszerben és megkülönböztetésmentes szabályoknak megfelelően – oly módon, hogy az szerződést eredményez a II. cím rendelkezéseivel összhangban”.

2. Az 1287/2006 rendelet

11. A 2. cikk 8. pontja a „kereskedési helyszínt” a következőképpen határozza meg: „szabályozott piac, MTF vagy ilyen minőségében tevékenykedő rendszeres internalizáló, és adott esetben Közösségen kívüli, szabályozott piachoz vagy MTF-hez hasonló funkciókkal rendelkező rendszer”.

12. E rendelet 5. cikke kifejti:

„E rendelet alkalmazásában az ügyletre történő hivatkozás csak a pénzügyi eszköz vételére és eladására történő hivatkozás. E rendelet alkalmazásában, a II. fejezet kivételével, a pénzügyi eszköz vétele és eladása nem jelenti az alábbiakat:

[...]

c) a 2004/39/EK irányelv 4. cikke (1) bekezdése 18. pontja a) és b) alpontjának hatálya alá tartozó pénzügyi eszközök elsődleges piaci ügyletei (például kibocsátás, allokáció vagy részvényjegyzés).”

13. A 21. cikke (1) bekezdés felsorolja a befektetési vállalkozás rendszeres internalizálói minőségének meghatározásához szükséges kritériumokat:

„Ha a befektetési vállalkozás ügyfélmegbízásainak szabályozott piacon vagy MTF-en kívüli végrehajtása útján saját számlára kereskedik, rendszeres internalizálónak minősül, ha megfelel a következő kritériumoknak, amelyek jelzik, hogy e tevékenységet szervezett, gyakori és rendszeres alapon végzi:

- a) a tevékenységnek fontos kereskedelmi szerepe van a vállalkozásban, valamint nem diszkrecionális szabályoknak és eljárásoknak megfelelően folytatják;
- b) a tevékenységet erre a célra kijelölt személyzet vagy automatizált technikai rendszer végzi, akár kizárólagosan erre a célra kijelölt személyzetről vagy rendszerről van szó, akár nem;
- c) a tevékenység rendszeresen vagy folyamatosan hozzáférhető az ügyfelek számára.”

3. A 2003/6 irányelv

14. Az 1. cikkének 1. pontja értelmében:

„*Bennfentes információ*»: az olyan pontos információ, amelyet nem hoztak nyilvánosságra, és amely közvetlenül vagy közvetve pénzügyi eszközök egy vagy több kibocsátójával, illetve egy vagy több pénzügyi eszközzel kapcsolatos, és amelynek nyilvánosságra hozatala valószínűleg jelentős hatást gyakorolna a szóban forgó pénzügyi eszközök vagy a kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközök árára.”

15. A 6. cikkének (4) bekezdése szerint:

„A pénzügyi eszközök kibocsátójánál vezetői feladatokat ellátó személyeknek és adott esetben a velük szoros kapcsolatban álló személyeknek legalább értesíteniük kell az illetékes hatóságot a saját javukra bonyolított, az adott kibocsátó részvényeire vagy az e részvényekhez kapcsolódó származtatott vagy más pénzügyi eszközökre vonatkozóan kötött ügyletek létezéséről. A tagállamok biztosítják, hogy az ilyen ügyletekre vonatkozó információk – legalább egyedileg – a lehető leghamarabb és nehézség nélkül a nyilvánosság rendelkezésére álljanak.”

B. A nemzeti jog

16. A Wet op het financieel toezicht (pénzügyi felügyeletről szóló törvény, a továbbiakban: Wft) 1:1. cikke a szabályozott piac fogalmát a következőképpen határozza meg:

„szabályozott piac: multilaterális rendszer, amely a rendszeren belül és annak beavatkozást kizáró szabályaival összhangban összehozza több harmadik fél pénzügyi eszközökben lévő vételi és eladási szándékát, vagy elősegíti ezt oly módon, hogy az szerződést eredményez a szabályai és rendszerei alapján kereskedésre bevezetett pénzügyi eszköz tekintetében, és amely az engedélyezésre és a folyamatos felügyeletre vonatkozó hatályos rendelkezésekkel összhangban rendezetten működik.”

17. Az 5:60. cikk (1) bekezdésének a) pontja értelmében mindenki,

- aki valamely hollandiai székhelyű – az 5:56. cikk (1) bekezdésének a) pontja szerinti pénzügyi eszközöket [azaz valamely szabályozott piacon vagy multilaterális kereskedési rendszerben kereskedésre bevezetett pénzügyi eszközöket] kibocsátó vagy kibocsátani szándékozó – kibocsátó mindennapi tevékenységét meghatározza vagy annak meghatározásában közreműködik,
- valamint az, akinek ajánlatára adásvételi szerződés jött létre [az említett rendelkezés] értelmében vett, nem értékpapírnak minősülő pénzügyi eszközről,
- vagy aki adásvételi szerződést szándékozik kötni [az említett rendelkezés] értelmében vett, nem értékpapírnak minősülő pénzügyi eszközről,

köteles az (5:60. cikk (1) bekezdésének) a), b), illetve c) pont(já)ban felsorolt kibocsátók vonatkozásában saját számlára kötött vagy végrehajtott, részesedésekkel vagy olyan pénzügyi eszközökkel kapcsolatos ügyleteket, amelyek értékét többek között az említett részesedések értéke határozza meg, legkésőbb az ügylet időpontját követő ötödik munkanapon bejelenteni.

18. A Wft 5:56. cikke (1) bekezdésének a) pontja értelmében az előző bekezdésben foglalt személyeknek tilos bennfentes információt felhasználni egy – az 5:26. cikk (1) bekezdése szerinti engedéllyel rendelkező – szabályozott piacon vagy multilaterális kereskedési rendszerben – amelynek tekintetében a befektetési vállalkozás a 2:96. cikk szerinti engedéllyel rendelkezik – kereskedésre bevezetett vagy kereskedésre bevezetni kért pénzügyi eszközökkel kapcsolatos, Hollandiában vagy Hollandiából, illetve valamely nem tagállamból történő ügyletkötéshez.

19. A Wft 1:40. cikkének (1) bekezdése értelmében a felügyeleti hatóság azoknak a vállalkozásoknak számítja fel a feladatainak ellátásával összefüggésben végzett tevékenységeinek költségeit, amelyekkel kapcsolatban a tevékenységeket elvégezte, amennyiben a költségeket nem az állami költségvetés viseli.

20. A Besluit bekostiging financieel toezicht (a pénzügyi felügyelet finanszírozásáról szóló rendelet) 5. és 6. cikke, valamint 8. cikke (1) bekezdése i. pontjának 4. alpontja értelmében a Stichting Autoriteit Financiële Markten (értékpapírpiacon hatóság, a továbbiakban: AFM) jogosult e célból a Wft 5:60. cikke (1) bekezdésének a) pontja szerinti kibocsátóktól díjakat szedni.

II. A nemzeti jogvita és az előzetes döntéshozatalra előterjesztett kérdés

21. Az alapeljárásban az AFM és a Robeco Hollands Bezit N. V., valamint további 11 társaság (átruházható értékpapírokkal foglalkozó nyílt végű kollektív befektetési vállalkozások vagy nyílt végű kollektív befektetési alapok, a továbbiakban: Robeco vagy Robeco alapok) állnak szemben egymással, amely utóbbiak az e hatóság által megállapított bizonyos díjfizetési kötelezettségeket kifogásolnak.

22. A jogvita tárgyát konkrétan az AFM 2009. október 30-i, 2010. december 31-i, 2011. szeptember 30-i és 2012. szeptember 28-i határozatai (a továbbiakban: eredeti határozatok) képezik. E határozatokkal az AFM sorrendben 110 euró, 350 euró, 630 euró és 180 euró díjat szedett be a Robeco alapoktól a 2009., 2010., 2011. és 2012. évre a Wft 1:40. cikke és az 5:60. cikke (1) bekezdésének a) pontja, valamint a Besluit bekostiging financieel toezicht (pénzügyi felügyelet finanszírozásáról szóló rendelet) alapján.
23. Az AFM szerint e díjak megállapítására az e hatóság által a 2003/6 irányelv végrehajtása keretében a Robeco alapok tekintetében ellátott felügyeleti feladatok következtében került sor, amely irányelvet Hollandiában a WFT-vel ültették át, amely a szabályozott piacokon kereskedésre bevezetett pénzügyi eszközöket kibocsátók számára előírja a működtetőik tevékenységével kapcsolatos információk továbbításának kötelezettségét.
24. 2012. december 13-i határozatában az AFM elutasította a Robeco által megfogalmazott kifogásokat.
25. A Robeco e határozattal szemben keresetet nyújtott be a rechtbank Rotterdam (rotterdami bíróság, Hollandia) előtt, amely azt a 2013. december 24-i ítéletével elutasította.
26. Ez a bíróság elutasította a Robeco kérelmeit, és helyt adott az AMF álláspontjának. Megállapította, hogy az EFS rendszere megfelel a szabályozott piac fogalmának a Wft 1:1. cikkében szereplő meghatározása összes ismérvének. A Wft 5:60. cikke alkalmazandó a fellebbezők igazgatótanácsaira és felügyelőbizottságaira, és az AFM által beszedett díjak jogszerűek.
27. A Robeco ezen ítélet ellen fellebbezett a College van beroep voor het bedrijfsleven (gazdasági tárgyú közigazgatási jogviták fellebbviteli bírósága, Hollandia) előtt, amelynek végső soron azt kell tisztáznia, hogy az EFS rendszere a 2004/39 irányelv szerinti szabályozott piac fogalmába tartozik-e vagy sem.
28. A kérdést előterjesztő bíróság az alapeljárás azon tényeiből és körülményeiből indul ki, amelyet összefoglaló jelleggel fogok bemutatni.
29. A kérdést előterjesztő bíróság először is azt állítja, hogy az Euronext a Wft 5:26. cikkének (1) bekezdése szerinti engedéllyel rendelkezik szabályozott piac működtetésére, illetve irányítására. Az Euronext egyik szegmense az EFS, amely esetében egy különálló kereskedési rendszerről van szó, amelyben kizárólag „open end” (nyílt végű) befektetési alapokban való részesedésekkel folyik a kereskedés. A Robeco alapok „open end” befektetési társaságok, és részesedési jogok vételére vagy kibocsátására vonatkozó megbízásokat kell végrehajtaniuk az EFS-en keresztül.
30. Másodszor a kérdést előterjesztő bíróság megerősíti, hogy a fund agentek (alapkezelő ügynökök) és a brókerek az EFS rendszeréhez tartoznak mint annak tagjai. Minden befektetési társaságnak, illetve befektetéstársaság-csoportnak saját fund agentje van, aki a befektetési társaság (illetve az ilyen társaságok csoportja) számlájára és kockázatára jár el. A bróker összegyűjti a befektetők vételi és eladási megbízásait, és továbbítja azokat az érintett befektetési társaság fund agentjének.
31. Végül a kérdést előterjesztő bíróság kifejti, hogy az EFS keretében a forward pricing (előzetesen történő árazás) szerint zajlanak az ügyletek. A bróker 16 óráig (cut-off time [zárásidő]) helyezhet el megbízásokat a fund agenteknél, miután a befektetési társaság nettó eszközértékének (és ezzel a kibocsátandó vagy megvásárlandó részesedési jog értékének) kiszámítására a cut-off time utáni árfolyamok alapján kerül sor. A fund agent a következő nap délelőttjén, 10 órakor hajtja végre a nála elhelyezett megbízást a kiszámított nettó eszközérték alapján, a befektetési társaságnál az ügylettel kapcsolatban felmerülő költségeken alapuló korlátozott mértékű árszórás vagy diszárszórás mellett. A fund agentek nem kötnek egymás között ügyleteket a rendszerben, és ez igaz a brókerekre is. Az EFS-en belüli ügyletekre az EFS Trading Manual és a TCS-web User Guide to the EFS szabályai vonatkoznak.

32. Ezen elemekből kiindulva a College van beroep voor het bedrijfsleven (gazdasági tárgyú közigazgatási jogviták fellebbviteli bírósága) az elsőfokon eljáró bíróság által megállapítottakkal ellentétben hajlik azon elgondolásra, miszerint az EFS rendszere nem multilaterális, következésképpen nem lehet a „MiFID I” irányelv 4. cikke (1) bekezdésének 14. pontja szerinti szabályozott piacokhoz sorolni.

33. Véleménye szerint „MiFID I” irányelv (6) preambulumbekzdése megkülönbözteti a bilaterális rendszereket (a rendszeres internalizálókra vonatkozó szabályozás) a multilaterális kereskedési rendszerektől, amelyek között a szabályozott piacok találhatóak. A megkülönböztető elem abban áll, hogy a bilaterális rendszerekben kizárólag a befektetési vállalkozás és a befektető között jönnek létre ügyletek, miközben a multilaterális rendszerekben a befektetők egymás közötti ügyleteire is van lehetőség. Az EFS bilaterális rendszer, mert abban (a befektető képviseletében) egy közvetítő és (ezek nevében) egy fund agent jár el oly módon, hogy az ügyleteket az előbbi az utóbbival köti meg.

34. A kérdést előterjesztő bíróság szerint a „MiFID I” irányelv (6) preambulumbekzdése azt sugallja, hogy egy olyan rendszer, amelyben kizárólag bejelentési kötelezettség alá nem tartozó ügyletek megkötésére kerül sor, nem tekinthető szabályozott piacnak. Az 1287/2006 rendelet 5. cikkének c) pontja értelmében az EFS rendszerében kötött ügyletek elsődleges piaci ügyletek, és nem minősülnek pénzügyi eszköz vételére és eladására vonatkozó ügyleteknek. E rendelet III. fejezete nem alkalmazható az elsődleges piaci ügyletekre, és az abban foglalt bejelentési kötelezettség nem vonatkozik az EFS rendszerén belüli ügyletekre. Az EFS rendszere, mivel abban kizárólag bejelentési kötelezettség alá nem tartozó elsődleges piaci ügyletek megkötésére kerül sor, nem tekinthető szabályozott piacnak.

35. Ezt az értékelést a kérdést előterjesztő bíróság szerint az is megerősíti, hogy az EFS rendszerén keresztül bonyolított kereskedés tárgyát képező részesedési jogok értékének meghatározására azok nettó eszközértékének kiszámítása útján kerül sor a fentiekben bemutatottak szerint. Ezzel ellentétben a szabályozott piacokon nem ilyen módon képezik az árat, hanem az azokon kereskedők által mutatott kereslet és nyújtott kínálat alapján.

36. Végül a kérdést előterjesztő bíróság előadja, hogy az EFS nem szabályozott piac, mert annak esetében nem fordulhat elő ármanipuláció, és a bennfentes kereskedelem csak nehezen elképzelhető.

37. Ugyanakkor a kérdést előterjesztő bíróság számára védhetőnek is tűnik az EFS-nek a „MiFID I” irányelv 4. cikke (1) bekezdése 14. pontja szerinti szabályozott piacként történő minősítése. Elismeri, hogy sem e cikk, sem pedig ezen irányelv (6) preambulumbekzdésének szövege nem enged közvetlenül arra következtetni, hogy nem tekinthető szabályozott piacnak az olyan kereskedési platform, amelyen kizárólag nem bejelentésköteles ügyletekre kerül sor, és a kereskedés tárgyainak árat nem a kereslet és a kínálat határozza meg. Elegendő, hogy olyan piac áll fenn, amely a (6) preambulumbekzdés szerinti szabályrendszerekből áll, és hogy fennállnak a MiFID 4. cikke (1) bekezdésének 14. pontjában szereplő fogalom meghatározás ismérvei.

38. Ezenkívül a kérdést előterjesztő bíróság úgy véli, hogy az EFS rendszere a „MiFID I” irányelv szerinti szabályozott piac fogalmába tartozhat, mivel az EFS az Euronext által a megfelelő engedéllyel működtetett önálló kereskedési platform; egy multilaterális rendszer, amelyhez több olyan bróker és fund agent csatlakozott, akik képesek megbízásokat elhelyezni; az EFS rendszerének használói az Euronext szempontjából harmadik félnek tekinthetőek; és az EFS rendszerén belül a brókerek és a fund agentek ügyletet eredményező vételi és eladási szándékait hozzák össze.

39. A „szabályozott piac” fogalmának értelmezésével kapcsolatos kétség miatt a College van beroep voor het bedrijfsleven (gazdasági tárgyú közigazgatási jogviták fellebbviteli bírósága, Hollandia) előzetes döntéshozatal céljából a következő kérdést terjesztette a Bíróság elé:

„A [»]MiFID [I« irányelv] 4. cikke (1) bekezdésének 14. pontja értelmében vett szabályozott piacnak tekintendő-e az olyan rendszer, amelyben több, e rendszeren belül az ügyletek során »open end« befektetési társaságokat, illetve befektetőket képviselő fund agent (alapkezelő ügynök) és bróker vesz részt, és amely gyakorlatilag kizárólag ezen »open end« befektetési társaságokat támogatja azon kötelezettségük teljesítésében, hogy végrehajtsák a befektetők által adott részesedésijog-vételi és -eladási megbízásokat, és igenlő válasz esetén milyen ismérvek bírnak döntő jelentőséggel e szempontból?”

III. Az előzetes döntéshozatalra előterjesztett kérdés elemzése

40. A kérdést előterjesztő bíróság azt kéri, hogy a Bíróság tisztázza számára azt a kérdést, hogy a pénzügyi eszközöknek az EFS rendszer sajátosságaival rendelkező kereskedési platformja a „MiFID I” irányelv szerinti szabályozott piac-e vagy sem. Mielőtt rátérnék az e kérdésre történő válaszadásra, szükségesnek tartom bemutatni a pénzügyi eszközök kereskedési rendszereinek a „MiFID I” irányelv szerinti szabályozását, valamint az annak végrehajtása óta bekövetkezett fejlődést. Hivatkozni fogok azokra a változásokra is, amelyek 2018. január 3-tól kezdődően a „MiFID II” irányelv szabályrendszerének hatálybalépéséből erednek, még ha azok időbeli hatályuknál fogva a jelen jogvitára nem is alkalmazhatóak.

A. A pénzügyi eszközök kereskedési rendszereivel kapcsolatos előzetes megjegyzések

41. A „MiFID I” irányelv és annak végrehajtási szabályai nagymértékben módosították a pénzügyi eszközök kereskedési rendszereire vonatkozó jogi szabályozást.¹⁰ Az integráció, a versenyképesség és e piacok hatékonyságának az Unión belüli növelése céljából megszüntették a hagyományos tőzsdét fenntartó néhány tagállamban fennálló kereskedési monopóliumot, és megnyílt a verseny a tradicionális platformok, valamint az azon új alternatív kereskedési rendszerek között, amelyek a technológiai fejlődésnek köszönhetően jelentek meg, amelyekre azonban a szabályozás nem terjedt ki.

42. Az uniós jogalkotó célja – mint már kifejtettem – az átláthatóság növelése, a befektetők védelmének javítása, a bizalom megerősítése, valamint a felügyelő hatóságok számára a feladataik ellátásához szükséges pontos hatáskörök biztosítása volt.¹¹

¹⁰ Ezek a kereskedési rendszerek „are multilateral systems or networks, which provide trading, clearing, settlement, and reporting services in relation to securities and derivative transactions. They support financial markets by providing essential services, connecting counterparties, reducing transaction costs through economies of scale, managing systemic and counterparty risks, and fostering transparency” (Ferrarini, G. és Saguato, P., „Regulating Financial Market Infrastructures” *ECGI Working Paper* 259/2014. sz. 2014. június, 7. o.).

¹¹ A Bizottság által finanszírozott egyik tanulmány szerint az eredmény az volt, hogy nőtt a verseny a pénzügyi eszközök különböző kereskedési központjai között, a befektetőknek nagyobb választási lehetőségük volt a szolgáltatásnyújtók és a rendelkezésre álló pénzügyi eszközök tekintetében, amely fejlődést a technológiai fejlődés elősegítette. Általánosságban véve az ügyletek költségei csökkentek, az integráció pedig nőtt a következő Oxera-tanulmány szerint: *Monitoring Prices, Costs and Volumes of Trading and Post-trading Services*, 2011. Lásd továbbá a COM(2011) 652 végleges dokumentumot, 2. o.

43. A „MiFID I” irányelv a pénzügyi eszközök kereskedési rendszerének három típusával foglalkozott, ebből kettő multilaterális (szabályozott piacok és MTF),¹² egy pedig bilaterális (rendszeres internalizálók). E rendszereken kívül – amelyek egy szervezett kereskedési modellnek felelnek meg – a MiFID I irányelv szabályai tartalmazzák a pénzügyi eszközökkel történő nem szervezett kereskedés lehetőségét (*over-the-counter*).

44. A pénzügyi eszközök kereskedési rendszerének első és legszélesebb kategóriáját a szabályozott piacok rendszere képezi, amelyet a „MiFID I” és „MiFID II” irányelv szabályrendszereiben és az uniós jog egyéb jogi aktusaiban alkalmaznak. Bár később részletesebben elemezni fogom az azokat jellemző elemeket, a szabályozott piacok a „MiFID I” irányelv 4. cikke (1) bekezdésének 14. pontjában foglalt meghatározás szerint a pénzügyi eszközöknek egy megkülönböztetésmentes működési szabályokat alkalmazó működtető által ellenőrzött multilaterális kereskedési rendszerei, amelyekben több harmadik fél vételi és eladási szándékai hatnak egymásra oly módon, hogy az szerződést eredményez. Hasonlóak a klasszikus tőzsdékhez, és az Európai Értékpapír-piaci Hatóság (a továbbiakban: ESMA)¹³ adatbázisa szerint az Unióban jelenleg 102 szabályozott piac létezik (négy Hollandiában, amelyek közül az egyik az Euronext Amsterdam).

45. A második kategóriát, amely az úgynevezett multilaterális kereskedési rendszereknek (MTF) felel meg, a „MiFID I” irányelv vezette be annak érdekében, hogy egybefoglalja a gyakorlatban a technológiai fejlődéssel megjelent alternatív kereskedési mechanizmusokat. Az MTF-ek is multilaterális kereskedési rendszerek, amelyekben több harmadik fél vételi és eladási szándékai hatnak egymásra, amelyek szerződést eredményeznek, valamely működtető vagy befektetési társaság megkülönböztetésmentes irányítása alatt állnak, és hatósági engedéllyel kell rendelkezniük. Bár azok szabályozása hasonló a szabályozott piacokéhoz, utóbbiaktól annyiban különül el, hogy előzetesen nem ellenőrzik a pénzügyi eszközök azon típusait, amelyek valamely ügylet tárgyát képezhetik.

46. Az ESMA adatbázisa alapján¹⁴ az Unióban jelenleg 150 MTF van, amelyek közül volumenüknél fogva kiemelkednek az olyan platformok, mint például a BATS Trading Ltd (Egyesült Királyság). Hollandiában kettő van, a Tom MTF Derivatives Markets és a Tom MTF Cash Markets.

47. A „MiFID I” irányelvvvel bevezetett harmadik kategória az úgynevezett „rendszeres internalizálóknak” felel meg. Az előzőektől eltérően nem harmadik fél által működtetett multilaterális kereskedési központokról van szó, amelyekhez a befektetők fordulnak pénzügyi eszközök eladása és vétele érdekében, hanem bilaterális kereskedési rendszerekről. A „MiFID I” irányelv 4. cikke (1) bekezdésének 7. pontja szerint olyan befektetési vállalkozások, amelyek szervezett, gyakori és rendszeres alapon saját számlára kereskednek ügyfélmegbízások végrehajtásával. Ez a kereskedési rendszer nem önmagában, hanem az ekként eljáró személlyel összefüggésben van meghatározva.

48. A rendszeres internalizálók, bár nem kell hatósági engedélyt kérniük a nemzeti felügyelő hatóságtól, elegendő méretű vállalkozások ahhoz, hogy belsőleg egyesítsék a befektetőknek a vásárlásra és az eladásra vonatkozó megbízásait, ami miatt az átláthatóságra vonatkozó számos kötelezettségnek kell megfelelniük. Úgy tűnik, hogy a rendszeres internalizálókra vonatkozó szabályozás nem volt nagyon vonzó, mivel az ESMA adatai szerint¹⁵ az egész Unióban ekként csak 11 vállalkozást regisztráltak, és azok közül egyiket sem Hollandiában.

12 A multilaterális rendszerek „kereskedési helyszínnek” nevezhetőek, amely – ahogyan azt a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekről, a központi szerződő felekről és a kereskedési adattárakról szóló, 2012. július 4-i 648/2012/EU európai parlamenti és tanácsi rendelet (HL 2012. L 201., 1. o.) 2. cikkének 4. pontja megállapítja – a következőképpen került meghatározásra: „bármely, a 2004/39/EK irányelv 4. cikke (1) bekezdésének 1. és 13. pontja értelmében vett befektetési vállalkozás vagy piacműködtető – ide nem értve a 4. cikke (1) bekezdésének 7. pontja értelmében vett rendszeres internalizálót – által működtetett rendszer, amely biztosítja a különböző pénzügyi eszközökhöz fűződő eladási és vételi érdekek találkozását, melynek következtében az említett irányelv II. vagy III. címével összhangban ügyletek jönnek létre”.

13 Az adatokat lásd: https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_rma

14 Az adatokat lásd a következő linken: https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_mtf

15 Az adatokat lásd a következő linken: https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_sys.

49. A pénzügyi eszközökkel az e szervezett kereskedési rendszereken keresztül történő kereskedésen kívül a „MiFID I” irányelv – ahogyan azt már említettem – a pénzügyi eszközökkel kapcsolatos megbízások teljesítésének egy negyedik módját, a tőzsdén kívüli kereskedési formát is tartalmazza. Ez következik (53) preambulumbekzdéséből,¹⁶ amelynek szövege alapján nem kell előírni „a kereskedés előtti átláthatósági szabályok alkalmazását a tőzsdén kívüli ügyletekre, amelyek jellemzői közé tartozik, hogy azok eseti és rendszertelen jellegűek, nagybani ügyfelek között bonyolódnak, és olyan üzleti viszony részét képezik, amelyet önmagában a szokásos piacnagyságot meghaladó ügyletek jellemeznek, és ahol az érintett vállalkozás ügymenetében az ügyleteket az általában használt rendszereken kívül, rendszeres internalizálóként hajtja végre”.

50. A „MiFID I” irányelv – talán a rendszeres internalizálók tekintetében megállapított követelmények (az 1287/2006 rendelet 21. cikkének (3) bekezdésében konkrétan meghatározott szervezett, gyakori és rendszeres alapon történő kereskedés), valamint a szabályozott piacok és az MTF-ek ennél is szigorúbb meghatározása miatt – nem vonta a hatálya alá a tőzsdén kívüli egyéb kereskedési módokat, amelyek jelentős volument képviselnek a pénzügyi eszközökkel kapcsolatos kereskedés területén. Ez a helyzet az úgynevezett *broker crossing systems*, a *broker-dealer crossing networks*, illetve a *dark pools*, valamint az elektronikus szerződéskötési platformok esetében.¹⁷

51. A 2008-as pénzügyi válság után és a kereskedési platformok fejlődésére tekintettel¹⁸ a még nem hatályos „MiFID II” irányelv a kereskedési rendszereknek ugyanazon tipológiáját tartotta fenn, azonban létrehozott egy további kategóriát is, amelyet „szervezett kereskedési rendszereknek” (a továbbiakban: OTF) nevez.

52. Az OTF-ek nagyon tágon vannak meghatározva, mivel ez az új multilaterális kereskedési mód azon tőzsdén kívüli kereskedési rendszereket kívánja magában foglalni, amelyek *megmenekültek* a „MiFID I” irányelv szabályozásától.¹⁹ A szabályozott piacokhoz és az MTF-ekhez képest elsősorban abban különböznek, hogy az OTF működtetői a megbízásokat diszkrecionálisan, és adott esetben a kereskedés előtti átláthatóságra és a legjobb végrehajtásra vonatkozó követelményektől függően hajtják végre.

16 Lásd Gomber, P., Pierron, A. kommentárjait: „MiFID: Spirit and Reality of a European Financial Market Directive”, *Celent Paper*, 2010. november, 12. o.

17 Lásd Onofrei, A. részletes elemzését, *La négociation des instruments financiers au regard de la directive MIF*, Larcier, Brüsszel 2012., 360–363. o.

18 A „MiFID II” irányelv (4) preambulumbekzdése ezt a következőképpen igazolja: „A pénzügyi válság rámutatott a pénzügyi piacok működésének és átláthatóságának gyengeségeire. A pénzügyi piacok fejlődése felhívta a figyelmet a pénzügyi eszközök piacainak szabályozását szolgáló keret megerősítésének szükségességére, ideértve azt az esetet is, amikor ezeken a piacokon tőzsdén kívüli kereskedés folyik, annak érdekében, hogy megnövekedjen az átláthatóság, a befektetők nagyobb védelmet kapjanak, erősödjön a bizalom, foglalkozzanak a nem szabályozott területekkel, és biztosított legyen, hogy a felügyelők megfelelő hatásköröket kapnak feladataik teljesítéséhez.”

19 A „MiFID II” irányelv 4. cikke (1) bekezdésének 23. pontja a szervezett kereskedési rendszert (OTF) a következőképpen határozza meg: „multilaterális rendszer, amely nem szabályozott piac vagy MTF, és amelyben több, harmadik féltől származó, kötvények, strukturált pénzügyi eszközök, kibocsátási egységek és származtatott termékek vételi és eladási szándéka hozható össze a rendszeren belül, oly módon, hogy az szerződést eredményez ezen irányelv II. címével összhangban”.

53. A fentiek szerinti fejlődés rámutat arra, hogy az uniós jogalkotó láthatóan a szabályozás hatálya alá kívánja vonni a pénzügyi eszközök kialakulófélben lévő különböző kereskedési rendszereit, egyedül az ezen eszközökkel való bilaterális és sporadikus kereskedést kivételével.²⁰ A cél valójában az, hogy a pénzügyi eszközökkel való valamennyi szervezett kereskedés a „MiFID II” irányelv multilaterális vagy bilaterális csatornáinak egyikén keresztül történjen.²¹ Ily módon nagyobb verseny segíthető elő a különböző kereskedési rendszerek között, és annak kockázata nélkül, hogy a felügyelő hatóságok által végzett ellenőrzéseket megkerülni kívánó szereplők alternatív mechanizmusokat fejlesztenek ki.

B. A szabályozott piac fogalma és annak az EFS-hez hasonló kereskedési platform tekintetében történő alkalmazása

54. A kérdést előterjesztő bíróság annak tisztázását kéri a Bíróságtól, hogy az EFS rendszerének jellemzőivel rendelkező kereskedési platform beletartozik-e a szabályozott piacnak a „MiFID I” irányelv által meghatározott fogalmába vagy sem. Mielőtt kifejteném az ezzel kapcsolatos véleményemet, három pontosítást szeretnék tenni.

55. Az első az, hogy az EFS eljárási módját közvetlenül és egészében ismerő nemzeti bíróság feladata tisztázni azt, hogy ez a platform teljesíti-e a szabályozott piacként történő minősítéséhez szükséges feltételeket. A Bíróság természetesen megadhatja számára a „MiFID I” irányelv értelmezéséhez szükséges szempontokat oly módon, hogy abból kiemeli azokat a feltételeket, amelyeknek az e kategória hatálya alá tartozható kereskedési rendszernek meg kell felelnie. E feltételek közül különös figyelmet kell fordítani a jelen ügyben vitatott feltételekre²² annak érdekében, hogy a válasz hasznos legyen.

56. Második pontosításként azt kell kiemelni, hogy úgy tűnik, a nemzeti bíróság információi, valamint a felek által a tárgyaláson átadott információk megerősítik, hogy az EFS az AFM által az Euronext részére annak szabályozott piacként való eljárásához adott hatósági engedély „ernyője” alatt működik.

57. Ugyanakkor nem állapítható meg, hogy az EFS-szegmens önmagában szabályozott piacot képez. Nem jelenik meg az ESMA adatbázisában a holland szabályozott piacok között,²³ és a többi hasonló piactól eltérően azt nem is tartják kifejezetten ilyennek.²⁴

20 Ebben a tekintetben a „MiFID II” irányelv 1. cikkének (7) bekezdése kimondja: „Minden pénzügyi eszközöket forgalmazó multilaterális kereskedési rendszert vagy a II. cím multilaterális kereskedési rendszerekre vagy szervezett kereskedési rendszerekre vonatkozó rendelkezései, vagy pedig a III. cím szabályozott piacokra vonatkozó rendelkezései szerint kell működtetni.

Minden olyan befektetési vállalkozást, amely szervezett, gyakori és rendszeres formában, jelentős nagyságrendben, az ügyfélmegbízások végrehajtásakor saját számlára történő kereskedést folytat szabályozott piacon, multilaterális kereskedési rendszeren vagy szervezett kereskedési rendszeren kívül, a 600/2014/EU rendelet III. címével összhangban kell működtetni.

A 600/2014/EU rendelet 23. és 28. cikkének sérelme nélkül, az első és második albekezdésben említett pénzügyi eszközökkel végrehajtott minden olyan tranzakciónak, amely nem multilaterális rendszeren vagy rendszeres internalizálón keresztül jön létre, meg kell felelnie a 600/2014/EU rendelet III. címében foglalt vonatkozó rendelkezéseknek.”

21 Moloney szerint „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. kiadás., Oxford University Press, Oxford, 2014., 434. o.). Lásd továbbá: 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., 285. o.

22 Ezt a megközelítést alkalmazta a Bíróság a 2015. december 3-i Banif Plus Bank ítéletben (C-312/14, EU:C:2015:794), 51. pont; valamint a 2013. május 30-i Genil 48 és Comercial Hosteleria de Grandes Vinos ítéletben (C-604/11, EU:C:2013:344), 43. pont.

23 A „MiFID I” irányelvnek „A szabályozott piacok jegyzéke” című 47. cikke szerint: „Minden tagállam létrehozza azon szabályozott piacok jegyzékét, amelyek vonatkozásában ez a tagállam a székhely szerinti tagállam, és továbbítja a jegyzéket a többi tagállamnak és a Bizottságnak. Hasonlóképpen tájékoztatást kell adni a jegyzékben bekövetkező valamennyi változásról. A Bizottság az *Európai Unió Hivatalos Lapjában* közzéteszi az összes szabályozott piac jegyzékét, és azt évente legalább egyszer frissíti. A Bizottság a jegyzéket a honlapján is közzéteszi, és minden alkalommal frissíti azt, ha a tagállamok a jegyzékükben bekövetkező változásról értesítik.”

24 Ilyen az ETSplus market az olasz tőzsdén (the open-ended collective investment undertaking (CIUs) segment). Lásd ebben a tekintetben: <http://www.borsaitaliana.it/fondi/formazione/formazione.htm>. Ez a piac a nyílt végű befektetési alapok pénzeszközeivel való kereskedéssel foglalkozik, és az ESMA-nak az olaszországi szabályozott piacok listáján található, valamint kifejezetten így is alakították ki és hozták nyilvánosságra. Az ESMA adatbázisa ELECTRONIC OPEN-END FUNDS AND ETC MARKET-ként tartalmazza a következő linken: https://registers.esma.europa.eu/publication/details?core=esma_registers_mifid_rma&doId=mifid731rma.

58. Az, hogy az EFS rendszerét nem foglalták a szabályozott piacok hivatkozott felsorolásába, nem akadályozza meg azt, hogy az ilyen jellegű legyen. A Bíróság a Nilaş és társai ítéletben²⁵ megállapította, hogy nem zárható ki, hogy a kérdéses piac szabályozott piac, pusztán annak alapján, hogy nem szerepel az említett jegyzékben.²⁶

59. Az Euronext egyszerre járhat el az Euronext Amsterdam szabályozott piac és az EFS kereskedési platformjának működtetőjeként. A Nilaş és társai ítélet elismerte, hogy a 2004/39 irányelv kifejezetten olyan eseteket szabályoz, amelyekben a szabályozott piac működtetője más kereskedési rendszert is működtet, anélkül hogy ez utóbbi szabályozott piaccá válna.²⁷ A pénzügyi eszközök valamely kereskedési rendszerének ily módon történő minősítéséhez a Bíróság szerint az szükséges, hogy szabályozott piacként legyen engedélyezve, valamint hogy a MiFID I irányelv III. címében foglalt követelményekkel összhangban működjön.²⁸

60. Az alapügyben eljáró bíróság feladata saját mérlegelése alapján annak tisztázása, hogy az EFS valójában az Euronext Amsterdam szabályozott piacának szegmense-e, amely a hatálya alatt működik, vagy önmagában egy elkülönült kereskedési platformot vagy rendszert képez annak ellenére, hogy mindkettőnek azonos a működtetője.

61. A harmadik pontosítás az alperes vállalkozások jellemzőivel kapcsolatos. A Robeco alapok átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozások (ÁÉKBV), amelyekre a 2009/65/EK irányelv²⁹ alkalmazandó. Ezen irányelv 1. cikkének (2) bekezdése szerint azok a vállalkozások minősülnek ÁÉKBV-nek: a) amelyek kizárólagos célja a befektetőktől nyilvánosan bevont tőke átruházható értékpapírokba vagy az 50. cikk (1) bekezdésében említett egyéb likvid pénzügyi eszközökbe történő befektetése, és amelyek a kockázatmegosztás elvén működnek; és b) amelyek befektetési jegyeiket a tulajdonosok kérésére közvetlenül vagy közvetve eszközeik terhére vásárolják vagy váltják vissza.

62. Konkrétabban a Robeco alapok a 2009/65 irányelv 1. cikkének (3) bekezdése szerinti, kötelmi jog alapján alapított nyílt végű ÁÉKBV-k (alapkezelő társaság által kezelt közös alapok). A nyílt végű befektetési alapok tevékenysége „pénz nyilvános gyűjtéséből, annak befektetéséből és közös kezeléséből áll az ezen befektetésből származó kockázatok és eredmények felosztása, valamint ellenértéknek az ÁÉKBV által annak részvényesei, illetve tagjai számára történő felajánlása mellett”.³⁰

63. A Robeco alapok az EFS-nek az Euronext által működtetett rendszerét használva a befektetők pénzének szervezett, gyakori és rendszeres alapon történő összegyűjtésével foglalkoznak, és az EFS emiatt főszabály szerint kereskedési helyszínnek minősül. Az 1287/2006 rendelet 2. cikkének 8. pontja a „kereskedési helyszínt” a következőképpen határozza meg: „szabályozott piac, MTF vagy ilyen minőségében tevékenykedő rendszeres internalizáló, és adott esetben Közösségen kívüli, szabályozott piachoz vagy MTF-hez hasonló funkciókkal rendelkező rendszer”.

64. Az EFS rendszerének az előzetes döntéshozatal iránti kérelemben említett jellemzőit és tevékenységét, valamint az EFS-t irányító Robeco alapok tevékenységét figyelembe véve úgy tűnik, hogy az, pénzügyi eszközökkel szervezett, gyakori és rendszeres alapon történő kereskedés.

25 2012. március 22-i ítélet (C-248/11, EU:C:2012:166), 54. pont.

26 A tagállam által létrehozott listán való szereplés, amelyet a „MiFID I” irányelv 4. cikke (1) bekezdésének 14. pontja szerinti fogalom nem tartalmaz, a „szabályozott piacnak” az értékpapír-befektetési szolgáltatásokról szóló, 1993. május 10-i 93/22/EGK tanácsi irányelv (HL 1993. L 141., 27. o.; magyar nyelvű különkiadás 6. fejezet, 2. kötet, 432. o.) 1. cikke (1) bekezdésének 13. pontja szerinti fogalmának egyik eleme volt, amely irányelvet a „MiFID I” irányelv 2007. november 1-jétől hatályon kívül helyezte.

27 2012. március 22-i Nilaş és társai ítélet (C-248/11, EU:C:2012:166), 44–46. pont.

28 Uo., 42–43. pont.

29 Az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokra (ÁÉKBV) vonatkozó törvényi, rendeleti és közigazgatási rendelkezések összehangolásáról szóló, 2009. július 13-i európai parlamenti és tanácsi irányelv (HL 2009. L 302., 32. o.).

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

65. Amennyiben ez így van, az EFS-et főszabály szerint a „MiFID I” irányelv által tárgyalt kereskedési rendszerek egyik típusa, nevezetesen a szabályozott piac, az MTF vagy a rendszeres internalizálók alá tartozónak kellene tekinteni (kivéve, ha egy tőzsdén kívüli kereskedési platformról van szó, amely e három kategórián kívül esik, és amelyet a „MiFID II” irányelv értelmében a kereskedési rendszer új típusához, azaz az OTF-ekhez kell sorolni).

66. Bár a kérdést előterjesztő bíróság csak azt kérdezi, hogy az EFS szabályozott piac-e, szükségesnek tartom, hogy a Bíróság összevesse azt a „MiFID I” irányelv szerinti kereskedési rendszerek egyéb típusaival annak értékelése érdekében, hogy az EFS közvetlenül vagy másodlagosan megfelel-e azok valamelyikének.

67. Ez az elemzés azért fontos, mert ha az EFS nem lenne szabályozott piac, akkor a kérdést előterjesztő bíróság talán feltehetné azt a kérdést, hogy az MTF-nek vagy rendszeres internalizálónak minősül-e, illetve megállapíthatná, hogy a holland szabályozás által (a piaci visszaélések ellenőrzésére vonatkozó szabályokkal kapcsolatban) előírt tájékoztatási kötelezettségek alkalmazandóak-e a kereskedési rendszerek ezen egyéb típusaira is oly módon, hogy azok igazolják a vitatott díjaknak az AFM által történő beszedését.

1. A szabályozott rendszerek tekintetében fennálló általános feltételek

68. A „MiFID I” irányelv 4. cikke (1) bekezdése 14. pontjában meghatározott fogalomból az következik, hogy ahhoz, hogy a pénzügyi eszközök valamely kereskedési rendszere szabályozott piacnak minősülhessen, a következő feltételeknek kell teljesülniük:

- Piacműködtető által irányított multilaterális – és nem bilaterális – kereskedési rendszernek kell lennie, amely az eladóktól és a vevőktől független harmadik félként jár el.
- A rendszeren belül össze kell hoznia több harmadik fél pénzügyi eszközökben lévő vételi és eladási szándékát, vagy ezt elő kell segítenie.
- A szabályai és/vagy rendszerei alapján kereskedésre bevezetett pénzügyi eszközökre vonatkozó ügyleteknek szerződést kell eredményezniük.
- Megkülönböztetésmentes szabályok szerint kell működnie.
- Hatósági engedéllyel kell rendelkeznie, amelyet a nemzeti pénzügyi felügyeleti hatóságok adnak ki, amennyiben a platform a „MiFID I” irányelv III. címének rendelkezéseivel összhangban rendszeresen működik.³¹

69. A kérdést előterjesztő bíróság előtt nem vitatott, hogy az EFS esetében e feltételek közül néhány teljesül, nevezetesen:

- Az EFS-et egy piacműködtető, az Euronext irányítja és platformként működik megkülönböztetésmentes szabályok (konkrétan az Euronext Fund Service Trading Manualban, később pedig a Trading Manual for the NAV Trading Facilityben foglalt szabályok) alapján.
- Az EFS-ben végrehajtott, a befektetők és a befektetési alapok közötti ügyletek szerződést eredményeznek azok között, és nem releváns az, hogy e szerződések megkötésére a rendszeren belül azon kívül kerül-e sor.

³¹ A „MiFID I” irányelv 36. cikke (1) bekezdésének első mondata szerint csak olyan rendszereket lehet szabályozott piacként engedélyezni, amelyek megfelelnek ezen irányelv III. címe rendelkezéseinek. A Bíróság megállapította, hogy „[a]z ugyanezen irányelv 47. cikkében foglalt jegyzékbe való felvétel, amelyre szükségképpen ezen engedélyezés után kerül sor, logikusan nem képezheti az engedélyezés feltételét”. (2012. március 12-i Nilas és társai ítélet, C-248/11, EU:C:2012:166, 52. pont).

- Végül a 2007-ben történt létrehozásától kezdődően az EFS „rendszeres alapon működik” az Euronext Amsterdam szabályozott piacon belül – működtetője az Euronext – a „MiFID I” irányelv III. címe rendelkezéseinek megfelelően. Bár ezt az esetet – ahogyan azt már jeleztem – a nemzeti bíróságnak kell ellenőriznie, úgy tűnik, hogy az ezen utóbbi által előterjesztett előzetes döntéshozatal iránti kérelemben foglalt, valamint a felek többsége által átadott információk megerősítik,³² hogy az EFS azon hatósági engedély alapján működik, amelyet az AFM adott az Euronextnek annak szabályozott piacként történő eljárásához.³³

70. A vita tehát az előírt feltételek többi részére irányul, azaz a rendszer multilaterális jellegére, valamint arra, hogy lehetővé kell tenni több harmadik fél pénzügyi eszközökben lévő különböző vételi és eladási szándékainak összehozását. A kérdést előterjesztő bíróság és a Robeco alapok ezenkívül a szabályozott piac fogalmának a „MiFID I” irányelv szerinti megfogalmazásban elő nem írt egyéb elemekre is hivatkoznak, amelyeket később szintén elemezni fogok.

2. A szabályozott piacokon való multilaterális jelleghez kapcsolódó feltétel

71. A „MiFID I” irányelv (6) preambulumbekzdése kiemeli az uniós jogalkotó azon szándékát, hogy különbséget tegyen a pénzügyi eszközök multilaterális és bilaterális kereskedési rendszerei között. A szabályozott piac és az MTF fogalmainak – állítja – „ki kell zárniuk azon bilaterális rendszereket, amelyeknél a befektetési vállalkozás minden ügyletet saját számlájára köt meg, nem pedig a vevő és az eladó között közvetítő kockázatot nem vállaló másik félként”.

72. Bár a „MiFID I” irányelv nem határozza meg a multilaterális rendszerek fogalmát, úgy vélem, hogy hasznos lehet a „MiFID II” irányelvet áttekinteni, amely viszont 4. cikke (1) bekezdésének 19. pontjában meghatározta, hogy „multilaterális rendszer[nek] minősül valamely rendszer, amelyben több harmadik fél pénzügyi eszközökre irányuló vételi és eladási szándéka hozható össze a rendszeren belül”.

73. Mindkét szöveget figyelembe véve úgy vélem, hogy a pénzügyi eszközök valamely kereskedési rendszere akkor multilaterális, ha abban több befektető hat egymásra pénzügyi eszközök eladása és vétele érdekében, és van egy kockázatot nem vállaló másik fél is (a platform működtetője), amely e befektetők között közvetít a rendszer jobb működésének biztosítása érdekében.

74. Bár a MiFID I irányelvben nincs meghatározás a bilaterális kereskedési rendszerekkel kapcsolatban sem, annak (6) preambulumbekzdése kimondja, hogy azoknál „a befektetési vállalkozás minden ügyletet saját számlájára köt meg, nem pedig a vevő és az eladó között közvetítő kockázatot nem vállaló másik félként”. A „MiFID I” irányelv 4. cikke (1) bekezdésének 6. pontja kifejti, hogy „saját számlára történő kereskedés” a „kereskedés saját tőke ellenében, amely egy vagy több pénzügyi eszközre irányuló ügylet megkötését eredményezi”. Ennélfogva a bilaterális kereskedési rendszereket az jellemzi,³⁴ hogy azokban a befektetők pénzügyi eszközökkel közvetlenül kereskednek a befektetési vállalkozással, amely saját számlára, a tőkéjét kockáztatva, semmilyen harmadik fél közvetítése nélkül jár el.

32 Az AFM arról tájékoztat, hogy az Euronext Amsterdam N. V. levelet küldött a kérdést előterjesztő bíróságnak, amelyben azt állította, hogy az EFS szabályozott piac, és jelezte, hogy ugyanez a véleménye valamennyi olyan állam felügyeleti hatóságának, amelyben az Euronext szabályozott piacokat működtet (Hollandián kívül Franciaország, az Egyesült Királyság, Belgium és Portugália).

33 A Robeco alapok a tárgyaláson kifejtették, hogy ez a körülmény csak 2012-től áll fenn, amikor az AMF az EFS-et a szabályozott piacokhoz sorolta, és előírta számára a vitatott díjak megfizetését.

34 Az európai értékpapír-piaci szabályozók bizottsága jelezte, hogy a „multilaterális rendszerek” kifejezés kizárja a bilaterális rendszereket, és hogy ez utóbbiak „azok a rendszerek, amelyekben egy egyéni szervezet a rendszerben minden egyes ügyletben a saját számlájára, nem pedig kockázatot nem vállaló olyan másik félként vesz részt, amely a vásárló és az eladó között közvetít. Ugyanakkor egy olyan rendszer, amelyben több résztvevő (például piacok létrehozói) tevékenykedik a rendszerben történő megbízások feleiként, multilaterális rendszernek minősül” (a Standards for Alternative Trading Systems nevű, 2002. júliusi CESR/02-086b. sz. dokumentum 13. pontja (http://www.esma.europa.eu/system/files/l-02_086b.pdf)).

75. Azok az elemek tehát, amelyek alapján körülhatárolható a pénzügyi eszközök valamely kereskedési platformjának multilaterális jellege, a következők szerint foglalhatóak össze: a) több befektető részvétele a pénzügyi eszközök vétele és eladása érdekében és b) kockázatot nem vállaló másik fél (a működtető) megléte, amely a különböző befektetők között közvetít a platform megfelelő működésének biztosítása érdekében.

76. Most az 55–67. pontban bemutatott fenntartások mellett azt kell megvizsgálni, hogy egy olyan szervezet esetében, mint amilyen az EFS, fennállnak-e ezek az elemek.

77. Észrevételeikben a Robeco alapok azzal érvelnek, hogy az EFS rendszere bilaterális jellegű. Véleményük szerint ez rendszer a nyílt végű befektetési alapokban való részesedések elosztási csatornája. A befektetők ezekkel az alapokkal közvetlenül léphetnek kapcsolatba, vagy az EFS rendszerén keresztül tehetik meg azt. Ez utóbbi esetben a brókerek fogadják az ügyfelek vételi és eladási megbízásait, és azokat az EFS-ben működő befektetési alapok ügynökeinek továbbítják. A befektetők számára az EFS használatának az az előnye, hogy ez a rendszer megkönnyíti a nagy számú befektetési alapokhoz való hozzáférést, és hogy a megbízások továbbítása hatékonyabb. A Robecónak a tárgyaláson tett állításai szerint az EFS a kisbefektetők által a leggyakrabban használt út annak érdekében, hogy nyílt végű befektetési alapokban részesedést szerezzenek, miközben a nagybefektetők a közvetlen kereskedést szokták választani.

78. Az EFS ennél fogva egy olyan, nyílt végű befektetési alapokban való részesedések vételére és eladására vonatkozó megbízások továbbítására szolgáló bilaterális rendszer, amelyben a brókerek nem egymás között közvetítenek, és csak a fund agentekkel vannak kapcsolatban. Mindegyik ügynök saját alapjának számlájára jár el, és a részesedések vételére és eladására vonatkozó megbízásokat nem összehozza, hanem kiegyenlíti. Csak olyan megbízások elhelyezésére kerül sor, amelyek valamely elsődleges piacon ügyletet eredményeznek.

79. Ugyanakkor nem hiszem, hogy ezek az érvek alkalmasak arra, hogy kétségbe vonják az EFS rendszer multilaterális jellegét.

80. Ahogyan azt az AFM és a Bizottság kiemelik, az EFS rendszerében van egy működtető (Euronext Amsterdam N. V.), amely a fund agenteknek továbbítja a brókerek által képviselt befektetők vételi és eladási megbízásait. Az egymás (a brókerek és az agentek) közötti ügyletek során az Euronext az EFS működtetőjeként harmadik félként jár el. E kereskedési platformot az Euronext megkülönböztetésmentesen, az Euronext Fund Service Trading Manual betartásával működteti.

81. A brókerek és a fund agentek ügyleteiket kétségtelenül bilaterális módon is meg tudják valósítani, ami nem akadályozza azt, hogy az EFS-t multilaterális rendszernek tekintsük attól a pillanattól fogva, hogy egy harmadik fél (Euronext) piacműködtetőként lép fel, amely a kereskedésben átláthatóságot és a befektetők számára nagyobb védelmet eredményez. Ez a körülmény magyarázatot ad arra, hogy a nyílt végű alapok kisbefektetői az EFS rendszerének fő használói. A nagybefektetők rendelkeznek a szükséges ismeretekkel ahhoz, hogy önállóan meg tudják védeni magukat.

82. Az Euronext fellépése lehetővé teszi, hogy az alapok könnyebben szerezzenek befektetőket, mint ha csak a bilaterális kereskedést választanák. Konkrétan, az EFS-t 2007-ben az Euronext Amsterdam hozta létre³⁵ szoros együttműködésben az AFM-mel és a holland befektetési alapok érdekképviselői szerveivel. Az Euronext azt állította, hogy az új EFS-modell legnagyobb előnye a befektetők számára az, hogy „a clearly regulated market”-en működnek.³⁶

³⁵ Az Euronext ki akarja terjeszteni az EFS rendszerét Franciaországra azzal, hogy egy multilaterális platformot hoz létre a párizsi értékpapír-tőzsdén működő nyílt végű befektetési alapok számára, amelynek neve ugyancsak Euronext Fund Services, amely az Euronext Paris-t fogja működtetni. Az információt lásd: Euronext, *Expansion of Euronext Fund Services to include open-end funds on Euronext Paris*, Info-Flash, 2015. július 24.

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

83. Ha a befektetők vagy a brókerek valamely nyílt végű befektetési alap ügynökeivel közvetlenül vennének vagy adnának el részesedéseket az EFS-en kívül, bilaterális kereskedési rendszerről lehetne beszélni, amely rendszeres internalizáló (ha folyamatos, gyakori és rendszeres alapon végzik) vagy a „MiFID I” irányelv hatálya alá nem tartozó (ha csak sporadikus) tőzsdén kívüli kereskedés formájában jelenik meg. Nem tűnik úgy, hogy a jelen esetben erről lenne szó.

84. Az EFS multilaterális jellege ezenkívül abban is kifejezésre jut, hogy az Euronext a rendszerben olyan működtetőként lép fel, amely nem a saját számlájára jár el, és a saját tőkéjét sem kockáztatja. Ezenkívül az Euronext számára tilos az olyan alapok részesedéseit megvenni, eladni vagy azokat összehozni a függetlenség és a pártatlanság fenntartása érdekében, amelyek lehetővé teszik számára, hogy az AFM-nek a kereskedés előtti és utáni információkat továbbítsa az EFS rendszerén belül megkötött ügyletekkel kapcsolatban a „MiFID I” irányelvben előírtaknak megfelelően.

3. A szabályozott piacokon több harmadik fél vételi és eladási szándékainak találkozására vonatkozó előírás

85. A szabályozott piac forgalmának másik eleme, amely a kérdést előterjesztő bíróság számára nehézséget okoz, az az előírás, hogy több harmadik fél vételi és eladási szándékai találkozzanak.

86. A Robeco alapok arra hivatkoznak, hogy az EFS-ben csak bilaterális kapcsolatok vannak egy bróker és egy fund agent között, amely kapcsolatok alapján részesedéseket vesznek, illetve eladnak. A fund agentek egymás közötti, illetve a brókerek egymás közötti interakciója tehát nem létezik.

87. Számomra ez az érv sem bizonyul meggyőzőnek. Ahogyan arra a brit kormány hivatkozik, az EFS rendszerében a különböző alapok ügynökei számos brókerrel találkoznak, akik a befektetőket képviselik. A brókerek kiválaszthatják, hogy mely ügyleteket kötik meg egyik vagy másik alappal, és ezek az ügynökök számos befektető brókerével kereskedhetnek. Következésképpen több harmadik fél eladási és vételi szándéka között van találkozás, illetve interakció, ami a szabályozott piac, illetve a pénzügyi eszközök bármely multilaterális kereskedési platformjának sajátos jellemzője.

88. Az EFS nem a megbízások továbbításának egyszerű *információs csatornája*. Ez egy olyan rendszer, amelyben pénzügyi eszközökkel (nyílt végű befektetési alapokban való részesedésekkel) kereskednek, és amely a tevékenységét a rendszer működtetője, az Euronext által egy *kereskedési kézikönyvben* megállapított szabályoknak megfelelően folytatja.³⁷

89. Ez az interakció nem megengedett a bilaterális kereskedési rendszerekben (mint amilyenek a rendszeres internalizálók). Ezért a „MiFID II” irányelv (17) preambulumbekzdése, amely hermeneutikai elemként használható, kimondja, hogy „[m]íg a kereskedési helyszínek olyan létesítmények, ahol több harmadik fél részéről vételi és eladási szándékok hatnak egymásra a rendszerben, a rendszeres internalizálónak nem szabad megengedni, hogy harmadik felek vételi és eladási szándékait funkcionális szempontból ugyanolyan módon hozza össze, mint a kereskedési helyszínek”.

90. Figyelembe kell venni, hogy a nyílt végű befektetési alap egy ÁÉKBV, amelynek feladata, ahogyan azt már jeleztem, pénz befektetése és annak közös kezelése céljából történő nyilvános gyűjtése az ezen befektetésből származó kockázatoknak és eredményeknek a befektetők között történő felosztása mellett, akik ily módon a befektetéseikből kisebb kockázat mellett szerezhetnek bizonyos hasznot.

³⁷ Az előbbieken említett *Euronext Investment Fund Services Trading Manual*t később a *Trading Manual for the NAV Trading Facility* váltotta fel.

91. Egy nyílt végű befektetési alap számára alapvető fontosságú, hogy a befektetők tőkéjét megszerezze, és erre törekedtek a holland alapok is az olyan szervezett kereskedési rendszer létrehozásával, mint amilyen az EFS. Utóbbi segít összehozni az ügynökei által képviselt alapok eladási és vételi szándékait az ezen alapokban részesedés vételében, illetve azok eladásában érdekelt befektetők szándékaival, amelyek tevékenységüket az EFS-ben a brókereik által képviselve folytatják. A tőzsdén kívüli kereskedési rendszerekkel, illetve a rendszeres internalizálókkal ellentétben az EFS azzal a kétségtelen előnnyel jár, hogy elősegíti a nyílt végű befektetési alapokban való részesedésekkel kapcsolatos vételi és eladási szándékok összehozását.

92. Ezenkívül, ha a Robeco alapok a bennük való részesedéseket továbbra is bilaterális kereskedés útján hozzák forgalomba, ahogyan azt a védőjük a tárgyaláson elismerte, nem tudom megérteni, hogyan minősülhet bilaterálisnak egy olyan kereskedési rendszer, amelyben az Euronext fellép. Valamely harmadik fél független működtetőként történő eljárása a bilaterális kereskedéssel ellentétben véleményem szerint arra mutat rá, hogy az EFS egy multilaterális rendszer, amellyel több harmadik fél vételi és eladási szándékának találkozását kívánták elősegíteni a nyílt végű befektetési alapokban való részesedésekkel történő kereskedés céljából.

4. A szabályozott piac fogalmának további lehetséges elemei

93. A kérdést előterjesztő bíróság és a Robeco alapok olyan egyéb elemekre is hivatkoztak, amelyek véleményük szerint a szabályozott piacokat jellemzik. Konkrétan: a) a kereskedési rendszerekben alkalmazott árképzési mechanizmus; b) a rendszer elsődleges jellege és c) a piaci visszaélés veszélyének fennállása vagy annak hiánya. Úgy vélik, hogy ezen elemeknek az EFS tekintetében történő alkalmazása megerősíti, hogy egy bilaterális rendszerről van szó, nem pedig pénzügyi eszközök valamely multilaterális kereskedési platformjáról.

94. Előrebocsátom, hogy ezen elemek egyike sem található meg a szabályozott piacnak a MiFID I irányelv 4. cikke (1) bekezdésének 14. pontja szerinti fogalmában, és számomra úgy tűnik, hogy azok abban implicit módon sincsenek benne, ami miatt nem kell azokat figyelembe venni annak megállapítása során, hogy egy olyan platform, mint amilyen az EFS, szabályozott piac-e, vagy sem.

95. Az első tényezőt illetően a kérdést előterjesztő bíróság kifejti, hogy az EFS keretében a forward pricing (előzetesen történő árazás) szerint zajlanak az ügyletek, azaz a cut-off time utáni árfolyamok alapján kiszámított nettó eszközérték alapján.³⁸ A Robeco alapok szerint az EFS-beli ügyletek ára meghatározásának ezen módjára nem a platformon belül kereskedésre bevezetett pénzügyi eszközök által mutatott keresletre és nyújtott kínálatra vonatkozó jogszabály vonatkozik, amelynek mindig valamilyen szabályozott piacra kell vonatkoznia.

96. A „MiFID I” irányelv ugyanakkor az árképzés különböző módjai közül nem tartalmazott egyet sem a szabályozott piacok megkülönböztető elemeként. Ez a tényező következőképpen nem releváns annak meghatározása szempontjából, hogy ezen irányelv alapján az EFS szabályozott piac-e, vagy sem.

97. Ezt támasztja alá a „MiFID I” irányelvnek az 1287/2006 rendelet 18. cikke által végrehajtott 29. cikkének (2) bekezdése és a 44. cikkének (2) bekezdése, amely rendelet tartalmazza annak lehetőségét, hogy kivételeket állapíthassanak meg a kereskedés előtti átláthatósággal kapcsolatos kötelezettségek alól az MTF-ek és a szabályozott piacok esetében, amelyek árait a platformon kereskedésre bevezetett pénzügyi eszközök által mutatott kereslettel és nyújtott kínálattól távol álló mechanizmusok alapján határozzák meg. Ha elfogadják a kivételt, az logikusan azért van, mert lehetnek különböző jellegű árképzési mechanizmusokkal működő szabályozott piacok.

³⁸ A mechanizmus részletesebb bemutatását lásd a jelen indítvány 31. pontjában.

98. Ezenkívül az AFM által a tárgyaláson átadott információk szerint az EFS-ben történő árképzés során a részesedések által mutatott keresletnek és nyújtott kínálatnak igenis van bizonyos növekvő szerepe. Amikor egy alapban való részesedés iránti kereslet és az arra vonatkozó kínálat találkozik, azokat az alap ügynöke egyenlíti ki, azonban ha a kereslet nagyobb a kínálatnál, a befektetők további százalékot fizetnek a részesedések után; fordított esetben pedig kedvezményt kapnak. A nyílt végű befektetési alapban való részesedések által mutatott legnagyobb kereslet és nyújtott legnagyobb kínálat az alapnak a pénzügyi eszközök piacán eszközölt befektetéseinek eredményeitől függ.

99. A második tényező, amelyre a kérdést előterjesztő bíróság és a Robeco alapok hivatkoznak, a piac elsődleges jellegével kapcsolatos, amely piacon nyílt végű befektetési alapok részesedéseit bocsátják ki és jegyzik azokat, azonban az e pénzügyi eszközökkel történő másodlagos kereskedelemre nem kerül sor.

100. Ugyanakkor a szabályozott piacnak a „MiFID I” irányelv szerinti fogalma (és az MTF fogalma sem) semmilyen utalást nem tartalmaz erre az elemre. Ezenkívül, ahogyan azt a Bizottság állítja, egy szabályozott piacon egyaránt lehetséges a pénzügyi eszközök kezdeti (elsődleges) elhelyezése és az azokkal való későbbi másodlagos kereskedelem.³⁹ Ezért az, hogy a befektetési alapokban való részesedések kibocsátása és jegyzése nem képezik későbbi kereskedelem tárgyát, nem jelenti akadályát annak, hogy az EFS szabályozott piac legyen.

101. A teljesség kedvéért, ahogyan arra a brit kormány hivatkozik, az 1031/2010 rendelet⁴⁰ az üvegházhatást okozó gázok kibocsátási egységei árverés útján történő értékesítéséről szól, ami pénzügyi eszközzel történő elsődleges kereskedelemnek minősül. 35. cikkének (1) bekezdése szerint „[á]rverést csak olyan aukciós platform bonyolíthat, amelynek működését a (4) bekezdés második albekezdésében említett illetékes nemzeti hatóságok az (5) bekezdés szerint szabályozott piacként engedélyezték”. Ez a szabály tehát kifejezetten elismeri, hogy egy szabályozott piacon a „MiFID I” irányelvben meghatározott feltételek szerint az elsődleges piacokra jellemző ügyleteket lehessen kötni.

102. Végül a Robeco alapok arra hivatkoznak – és ezt a kérdést előterjesztő bíróság is megismétli –, hogy az EFS rendszerében piaci visszaélés veszélye szinte nem áll fenn, és ennél fogva az EFS szabályozott piacnak történő minősítése (amiből az a kötelezettség ered, hogy a befektetési alapok kezelőinek tevékenységével kapcsolatos információkat át kell adni) semmilyen módon nem segíti elő a befektetők védelmét.

103. Ugyanakkor úgy vélem, hogy ez az érv sem fogadható el. Egyfelől a szabályozott piac „MiFID I” irányelv szerinti fogalmának elemei között nem szerepel annak nagyobb vagy kisebb lehetősége, hogy piaci manipuláció történik. Másfelől az AFM (véleményem szerint alapjaiban) megdöntötte a Robeco álláspontját annak megerősítésével, hogy az olyan rendszerekben, mint az EFS, piaci visszaélések történhetnek, illetve bennfentes információkat adhatnak ki.

104. Konkrétan az AFM hozott fel példákat arra, amikor ezek a jogellenes magatartások befektetési alapok részesedéseivel való kereskedelem keretében megjelentek. Olyan esetekben, amikor egy befektetési alap fontos működtetője távozik, fennállhatnak, illetve kialakulhatnak piaci visszaélések, amelyek a részesedések értékére is hatást gyakorolhatnak,⁴¹ ez a körülmény olyan döntésekben is előfordulhat, mint egy nyílt végű befektetési alapnak zárt ÁÉKBV-vé alakulása.

³⁹ Moloney szerint a szabályozott piac fogalma „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. kiadás, Oxford University Press, Oxford, 2014., 463. o.).

⁴⁰ Az üvegházhatást okozó gázok kibocsátási egységei Közösségen belüli kereskedelmi rendszerének létrehozásáról szóló 2003/87/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv alapján az üvegházhatást okozó gázok kibocsátási egységei árverés útján történő értékesítésének időbeli ütemezéséről, lebonyolításáról és egyéb vonatkozásairól szóló, 2010. november 12-i bizottsági rendelet (HL 2010. L 302, 1. o.).

⁴¹ A Pimco alapok működtetőjének 2014. szeptemberi távozása 3 700 millió euró kivonással járt (<https://www.ft.com/content/56aa4284-4fc1-11e4-a0a4-00144feab7de>). Ugyancsak jelentős hatást gyakorolt az Ignis Asset Management működtetőjének az Old Mutual Global Investorsba történő átmenetele, valamint a Bestinvest Asset Management alapok működtetőjének távozása (<http://www.expansion.com/2014/09/23/mercados/fondos/1411459605.html>).

105. A 2003/6 irányelv 9. cikke, amely az alapeljárásban időbeli hatályánál fogva alkalmazható, csak azt a kötelezettséget tartalmazta, hogy továbbítani kell az információt a szabályozott piacokon kereskedésre bevezetett eszközökkel rendelkező társaságok működtetőiről, mivel a szervezett kereskedési rendszernek ez az egyetlen típusa létezett az említett irányelv elfogadásakor. Később, ahogyan azt már kifejtettem, a „MiFID I” irányelv létrehozta az MTF-eket és a „MiFID II” irányelv előírta az OTF-eknek a szervezett kereskedés multilaterális rendszereinek új formájaként történő létrehozását. E szabályok rendszertani értelmezése alapján azt a következtetést lehet levonni, hogy a bennfentes információval való visszaéléssel kapcsolatos jogellenes magatartások megakadályozása érdekében a felügyelő hatóság részére történő információtovábbításra vonatkozó kötelezettség (a 2003/6 irányelv 6. cikke) a 2003. utáni uniós jogi rendelkezésekben foglalt, pénzügyi eszközök új szervezett kereskedési rendszereinek működtetőire is vonatkozik.⁴²

106. Az általam javasolt értelmezés, amely szerint az EFS jellemzőivel rendelkező kereskedési rendszert a „MiFID I” irányelv értelmében szabályozott piacnak kell tekinteni, összhangban áll ez utóbbi irányelv céljával.

107. Ugyanis a MiFID I szabályrendszerének célja, amelyen később a MiFID II alapult, az volt, hogy szabályozás és ellenőrzés alá vonják az időközben megjelent különböző kereskedési rendszereket, és abból csak a pénzügyi eszközökkel történő bilaterális és sporadikus kereskedést hagyták ki.⁴³ Tehát bármilyen szervezett kereskedést a „MiFID I” irányelv, 2018. január 3-tól pedig a MiFID II szabályaiban előírt multilaterális vagy bilaterális rendszerek egyike alá kell vonni.⁴⁴ Ily módon nagyobb verseny biztosítható a különböző kereskedési rendszerek között annak veszélye nélkül, hogy a felügyelő hatóságok ellenőrzéseit megkerülni kívánó szereplők tőzsdén kívüli kereskedési rendszereket építsenek ki. A szabályozott piac „MiFID I” irányelv szerinti fogalmának akként történő értelmezése, hogy az kizárja az olyan kereskedési platformokat, mint amilyen az EFS, amelyben nyílt végű befektetési alapok befektetői hatnak egymásra, aláásná az uniós jogalkotó által ebben az ágazatban követett célt.

⁴² A piaci visszaélésekről, valamint a 2003/6/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv és a 2003/124/EK, a 2003/125/EK és a 2004/72/EK bizottsági irányelv hatályon kívül helyezéséről szóló, 2014. április 16-i 596/2014/EU európai parlamenti és tanácsi rendelet (piaci visszaélésekről szóló rendelet) (HL 2014. L 173., 1. o.). A (8) preambulumbekzdésének szövege a következő: „a 2003/6/EK irányelv a szabályozott piacra bevezetett pénzügyi eszközökre összpontosított, vagy olyanokra, amelyek esetében az ilyen piacokon való forgalmazás engedélyezése iránt kérelmet nyújtottak be. Az utóbbi években azonban a pénzügyi eszközökkel egyre nagyobb mértékben kereskednek multilaterális kereskedési rendszerekben (MTF). Vannak olyan pénzügyi eszközök is, amelyekkel kizárólag egyéb típusú szervezett kereskedési rendszerben, vagy kizárólag tőzsdén kívül kereskednek. E rendelet hatályát tehát ki kell terjeszteni valamennyi olyan pénzügyi eszközre, amellyel szabályozott piacon, multilaterális kereskedési rendszerben vagy szervezett kereskedési rendszerben kereskednek, és minden olyan magatartási formára és műveletre, amely ezekre a pénzügyi eszközökre befolyással lehet, függetlenül attól, hogy kereskedési helyszínen kerül-e rá sor. A multilaterális kereskedési rendszerek bizonyos típusai esetében – amelyek a szabályozott piacokhoz hasonlóan segítik a társaságokat a sajáttőke-finanszírozás növelésében – a piaci visszaélések tilalma alkalmazandó akkor is, ha egy ilyen piacon való bevezetés céljából kérelmet nyújtottak be. Ezért e rendelet hatályát ki kell terjeszteni azokra a pénzügyi eszközökre is, amelyek tekintetében a multilaterális kereskedési rendszerben való forgalmazás engedélyezése iránti kérelmet nyújtottak be. Ezáltal erősödik a befektetők védelme, fenntartható a piac integritása, továbbá egyértelműen tiltható az ilyen pénzügyi eszközök piaci manipulációja.”

⁴³ Ebben a tekintetben a „MiFID II” irányelv 1. cikkének (7) bekezdése kimondja: „Minden pénzügyi eszközöket forgalmazó multilaterális kereskedési rendszert vagy a II. cím multilaterális kereskedési rendszerekre vagy szervezett kereskedési rendszerekre vonatkozó rendelkezései, vagy pedig a III. cím szabályozott piacokra vonatkozó rendelkezései szerint kell működtetni. Minden olyan befektetési vállalkozást, amely szervezett, gyakori és rendszeres formában, jelentős nagyságrendben, az ügyfélmegbízások végrehajtásakor saját számlára történő kereskedést folytat szabályozott piacon, multilaterális kereskedési rendszeren vagy szervezett kereskedési rendszeren kívül, a 600/2014/EU rendelet III. címével összhangban kell működtetni. A 600/2014/EU rendelet 23. és 28. cikkének sérelme nélkül, az első és második albekezdésben említett pénzügyi eszközökkel végrehajtott minden olyan tranzakciónak, amely nem multilaterális rendszeren vagy rendszeres internalizálón keresztül jön létre, meg kell felelnie a 600/2014/EU rendelet III. címében foglalt vonatkozó rendelkezéseknek.”

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., 285. o.

IV. Véggövetkeztetések

108. Mindezek alapján azt javaslom, hogy a Bíróság a College van beroep voor het bedrijfsleven (gazdasági tárgyú közigazgatási jogviták fellebbviteli bírósága, Hollandia) által előzetes döntéshozatalra előterjesztett kérdést a következőképpen válaszolja meg:

„A pénzügyi eszközök olyan szervezett, multilaterális jellegű kereskedési rendszere, amelyben a befektetők vételi és eladási szándékai hatnak egymásra a brókereken és az ügynökeik által képviselt nyílt végű befektetési alapokon keresztül egy független működtető ellenőrzése alatt, a pénzügyi eszközök piacairól, a 85/611/EGK és a 93/6/EGK tanácsi irányelv, és a 2000/12/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv módosításáról, valamint a 93/22/EGK tanácsi irányelv hatályon kívül helyezéséről szóló, 2004. április 21-i 2004/39/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv 4. cikke (1) bekezdésének 14. pontja szerinti szabályozott piacnak minősül.”