



Teismo praktikos rinkinys

GENERALINIO ADVOKATO
MANUEL CAMPOS SÁNCHEZ-BORDONA IŠVADA,
pateikta 2017 m. balandžio 26 d.¹

Byla C-658/15

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

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

(College van beroep voor het bedrijfsleven (Apeliacinis administracinis ekonominių bylų teismas, Nyderlandai) pateiktas prašymas priimti prejudicinį sprendimą)

„Finansinių priemonių rinkos – Daugiašalės prekybos sistemos – Reguluojamos rinkos sąvoka – Investicinių fondų valdytojas – Atvirieji investiciniai fondai – Piktnaudžiavimas rinka ir viešai neatskleista informacija“

1. Prekybos finansinėmis priemonėmis sistemos pastaraisiais metais smarkiai evoliucionavo dėl parduodamų finansinių produktų įvairovės.
2. Poreikis suteikti investuotojams tinkamą apsaugą, sumažinti riziką ir padidinti šių rinkų veikimo viešąją priežiūrą, kad būtų užtikrintas finansinis stabilumas, pareikalavo nuolat derinti prekybos sistemas. Prie tradicinių vertybinių popierių biržų prisijungė naujos daugiašalės ir vienašalės platformos, kurios leidžia dirbti su visomis finansinių priemonių rūšimis nuo paprasčiausių iki sudėtingiausių.
3. Sąjungos teisės aktų leidėjas visiškai sureguliuavo šią sritį. Šiuo tikslu panaudodamas kartais sunkiai suprantamą terminiją kaip atskirus profilius turinčias figūras sukūrė „reguluojamas rinkas“, „daugiašales finansavimo sistemas“, „organizuotas prekybos sistemas“ ir „finansinius tarpininkus, nuolatos vykdančius klientų pavedimus iš savo nuosavo finansinio turto“ (toliau – FT).

¹ Originalo kalba: ispanų.

4. Ši byla suteikia galimybę Teisingumo Teismui išplėsti jau besiformuojančią jurisprudenciją dėl prekybos sistemų, konkrečiai – reguliuojamų rinkų, savybių. Prašymą priimti prejudicinį sprendimą patekęs teismas siekia išsiaiškinti, ar vadinamoji *Euronext Fund Service* (toliau – EFS), kurią valdo *Euronext Amsterdam N.V.*², yra reguliuojama rinka, ar ne, atsižvelgiant į tai, kad joje sąveikauja tik investuotojai į atvirosius investicinius fondus.

I. Teisinis pagrindas

A. Sąjungos teisė

5. Svarbiausios šiai byla nuostatos išdėstytos Direktyvoje 2004/39/EB³ (žinoma kaip „Direktyva MiFID I“) ir pagrindiniuose jos taikymo teisės aktuose, t. y. Direktyvoje 2006/73/EB⁴ ir Reglamente (EB) Nr. 1287/2006⁵ (toliau – MiFID I normos arba MiFID I normų visuma). Taip pat neišvengiamai reikės atsižvelgti į Direktyvą 2003/6/EB⁶.

6. Direktyvai MiFID I ir jos taikymo teisės aktams įtakos padarė 2008 m. finansinė krizė, kuri leido aptikti tam tikras finansų rinkų veikimo ir skaidrumo silpnąsias vietas. Be to, technologijų raida pareikalavo stiprinti norminį pagrindą, ypač kiek tai susiję su prekybos sistemomis, kad būtų padidintas skaidrumas, pagerinta investuotojų apsauga, sustiprintas pasitikėjimas, imtasi iki šiol nereglamentuotų sričių ir užtikrinta, kad priežiūros institucijos turėtų reikiamas kompetencijas savo pareigoms vykdyti.

7. Taigi MiFID I normų visuma, kuri įsigaliojo 2007 m., nuo 2018 m. sausio 3 d. bus pakeista vadinamąja MiFID II, į kurią bus iš esmės integruota Direktyva 2014/65/ES⁷ (toliau – Direktyva MiFID II) ir Reglamentas (ES) Nr. 600/2014⁸. Nors Direktyva MiFID II dar neįsigaliojo ir, žinoma, netaikoma pagrindinėje byloje, joje yra tam tikrų naudingų aspektų, kuriais remiantis galima aiškinti MiFID II normas.

Direktyva 2004/39

8. Direktyvos MiFID I 1 straipsnio 1 dalyje nustatyta, kad ji „taikoma investicinėms įmonėms ir reguliuojamoms rinkoms“.

9. Šios direktyvos 2, 5, 6, 44 ir 49 konstatuojamosios dalys suformuluotos taip:

„(2) <...> būtina užtikrinti atitinkamo laipsnio suderinamumą, norint pasiūlyti investuotojams aukšto lygio apsaugą bei leisti investicinėms įmonėms, su jų buveinės valstybių priežiūra, teikti paslaugas visoje Bendrijoje, sudarančioje vieną bendrą rinką <...>

2 *Euronext Amsterdam N.V.* prisistato kaip istorinės Amsterdamo vertybinių popierių biržos teisių perėmėja ir veikia pagal reguliuojamos rinkos formulę.

3 2004 m. balandžio 21 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva dėl finansinių priemonių rinkų, iš dalies keičianti Tarybos direktyvas 85/611/EEB, 93/6/EEB ir Europos Parlamento ir Tarybos direktyvą 2000/12/EB bei panaikinanti Tarybos direktyvą 93/22/EEB (OL L 145, 2004, p. 1; 2004 m. specialusis leidimas lietuvių k., 6 sk., 7 t., p. 263).

4 2006 m. rugpjūčio 10 d. Komisijos direktyva, kuria įgyvendinama Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2004/39/EB dėl investicinių įmonių organizacinių reikalavimų ir veiklos sąlygų bei toje direktyvoje apibrėžti terminai (OL L 241, 2006, p. 26).

5 2006 m. rugpjūčio 10 d. Komisijos reglamentas, įgyvendinantis Europos Parlamento ir Tarybos direktyvą 2004/39/EB dėl investicinėms įmonėms taikomų apskaitos dokumentų tvarkymo reikalavimų, informacijos apie sandorius pateikimo, rinkos skaidrumo, leidimų prekiauti finansinėmis priemonėmis ir toje direktyvoje apibrėžtų sąlygų (OL L 241, 2006, p. 1).

6 2003 m. sausio 28 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva dėl prekybos vertybiniais popieriais, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, ir manipuliavimo rinka (piktnaudžiavimo rinka) (OL L 96, 2003, p. 16; 2004 m. specialusis leidimas lietuvių k., 6 sk., 4 t., p. 367).

7 2014 m. gegužės 15 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva dėl finansinių priemonių rinkų, kuria iš dalies keičiamos Direktyva 2002/92/EB ir Direktyva 2011/61/ES (OL L 173, 2014, p. 349).

8 2014 m. gegužės 15 d. Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas dėl finansinių priemonių rinkų, kuriuo iš dalies keičiamas Reglamentas (ES) Nr. 648/2012 (OL L 173, 2014, p. 84).

<...>

- (5) <...> Būtina pripažinti, kad greta reguliuojamų rinkų atsirado naujos kartos organizuotos prekybos sistemos, kurioms turėtų būti taikomas reikalavimas užtikrinti efektyvų ir organizuotą finansinių rinkų veikimą. <...>

<...>

- (6) Turėtų būti nustatytos artimai tarpusavyje susijusios reguliuojamos rinkos ir DPS⁹ sąvokos, taip įrodant, kad jos reiškia tą patį organizuotos prekybos funkcionalumą. Į sąvokas neturėtų būti įtrauktos dvišalės sistemos, kur investicinė įmonė į visus prekybinius santykius ištraukia savo sąskaita, o ne kaip rizikos nekelianti sandorio šalis tarp pirkėjo ir pardavėjo. Terminas „sistema“ apima visas rinkas, kurias sudaro taisyklių ir prekybos vietų rinkinys, taip pat ir tas rinkas, kurios veikia tik laikantis šių taisyklių. Reguluojamos rinkos ir DPS nėra įpareigosotos naudoti „techninę“ pavedimų suderinimo tvarką. Rinka, sudaryta tik iš taisyklių, reglamentuojančių su naryste, leidimu naudoti prekyboje priemones, prekyba tarp narių, ataskaitų pateikimu ir, kai taikoma, su skaidrumo įpareigojimais susijusius dalykus, yra reguliuojama rinka arba DPS, kaip apibrėžta šioje direktyvoje, o sandoriai, sudaryti vadovaujantis šiomis taisyklėmis, laikomi sudaryti pagal reguliuojamos rinkos sistemos arba DPS reikalavimus. Terminas „pirkimo ir pardavimo interesai“ turėtų būti suprantamas plačiąja prasme ir apimti pavedimus, kainos nustatymą ir interesų nurodymus. Reikalavimas, kad sistemoje interesus apjungtų sistemos administratoriaus nustatytos ne savo nuožiūra taisyklės, reiškia, kad juos apjungia sistemos taisyklės arba sistemos protokolai ar vidaus procedūros (įskaitant programinę įrangą sudarančias procedūras). Sąvoka „ne savo nuožiūra nustatytos taisyklės“ reiškia, kad šios taisyklės nepalieka DPS administruojančiai investicinei įmonei veiksmų laisvės daryti įtaką interesų sąveikai. Vadovaujantis sąvokomis, interesai turėtų būti apjungti taip, kad po to būtų sudaryta sutartis, kurią vykdant taikomos sistemos taisyklės, sistemos protokolai ar vidaus procedūros.

<...>

- (44) Turint dvigubą tikslą – apsaugoti investuotojus ir užtikrinti sklandų vertybinių popierių rinkos veikimą, būtina užtikrinti sandorių skaidrumą bei tai, kad rinkoje veikiančioms investicinėms įmonėms būtų taikomos šiam tikslui nustatytos taisyklės. Siekiant investuotojams ir rinkos dalyviams suteikti galimybes bet kuriuo metu įvertinti jų sudarinėjamo akcijų sandorio sąlygas ir vėliau įvertinti jo įvykdymo sąlygas, turėtų būti nustatytos bendros taisyklės, reglamentuojančios informacijos apie įvykdytus akcijų sandorius paskelbimą ir esamų prekybos akcijomis galimybių atskleidimą. Šios taisyklės reikalingos siekiant užtikrinti efektyvią valstybių narių akcijų rinkų integraciją, skatinti akcijų priemonių kainodaros procesą bei veiksmingą „optimalaus vykdymo“ reikalavimo įgyvendinimą. Šie pasiūlymai reikalauja, kad visiems akcijų sandoriams, neatsižvelgiant į tai, ar investicinė įmonė juos vykdo dvišaliu pagrindu ar per reguliuojamas rinkas ar DPS, turėtų būti taikomi nuoseklaus skaidrumo reikalavimai. Investicinei įmonei taikomi reikalavimai pateikti paraišką ir pasiūlyti kainą bei įvykdyti pavedimą pagal nustatytą kainą, vadovaujantis šia direktyva, neatleidžia investicinės įmonės nuo pareigos nusiūsti pavedimą į kitą vykdymo vietą, jeigu tokia organizacijos vidaus nuostatos gali neleisti įmonei laikytis „optimalaus vykdymo“ reikalavimo.

<...>

- (49) Leidimas organizuoti reguliuojamą rinką turėtų apimti bet kokią veiklą, tiesiogiai susijusią su pavedimų atskleidimu, apdorojimu, įvykdymu, patvirtinimu ir pranešimu apie juos nuo jų gavimo reguliuojamoje rinkoje iki jų perdavimo galutiniam įvykdymui, bei veiklą, susijusią su

9 Akronimas DPS direktyvoje vartojamas kaip „daugiašalės prekybos sistemos“ santrumpa.

leidimo prekiauti finansinėmis priemonėmis išdavimu. Tai taip pat turėtų apimti reguliuojamoje rinkoje paskirtų rinkos formuotojų sudarytus sandorius, vykdomus jos sistemose ir laikantis šias sistemas reguliuojančių taisyklių. Ne visi reguliuojamos rinkos ar DPS narių ar dalyvių sudaryti sandoriai turėtų būti laikomi sudarytais reguliuojamoje rinkoje ar DPS sistemoje. Sandoriai, kuriuos nariai ar dalyviai sudaro dvišaliu pagrindu ir kurie prieštarauja pagal šią direktyvą reguliuojamai rinkai ar DPS nustatytiems reikalavimams turėtų būti laikomi sandoriais, sudarytais ne reguliuojamoje rinkoje ar DPS siekiant pateikti finansinių tarpininkų, nuolatos vykdančių klientų pavedimus iš savo nuosavo finansinio turto sąvoką. Tokiu atveju, patenkinus šioje direktyvoje nustatytas sąlygas, investicinėms įmonėms turėtų būti nustatyta pareiga viešai skelbti kainas.“

10. Šios direktyvos 4 straipsnio 1 dalies 7, 13, 14 ir 15 punktuose apibrėžiamos šios sąvokos:

„7) „finansinis tarpininkas, nuolat vykdamas klientų pavedimus iš savo nuosavo finansinio turto“ – tai investicinė įmonė, organizuotai, dažnai ir sistemingai užsiimanti veikla, vykdydama savo sąskaita klientų pavedimus už reguliuojamos rinkos arba DPS ribų.

<...>

13) „rinkos operatorius“ – tai asmuo ar asmenys, užsiimantys reguliuojamos rinkos veikla. Rinkos operatorius gali būti pati reguliuojama rinka.

14) „reguluojama rinka“ – tai rinkos operatoriaus valdoma ir (ar) administruojama daugiašalė sistema, apjungianti arba sudaranti lengvesnes sąlygas sistemingai ir taikant neleidžiančias veikti savo nuožiūra taisykles jungti daugiašalius trečiųjų šalių interesus pirkti ir parduoti finansines priemones, sudarant sandorį dėl finansinių priemonių, kuriomis leista prekiauti taikant šios sistemos taisykles ir (arba) pačioje sistemoje, gavusi leidimą veiklai ir pastoviai veikianti laikantis III antraštinės dalies nuostatų.

15) „daugiašalė prekybos sistema (DPS)“ – tai investicinės įmonės ar rinkos operatoriaus valdoma daugiašalė sistema, apjungianti arba sudaranti lengvesnes sąlygas sistemingai ir taikant neleidžiančias veikti savo nuožiūra taisykles jungti daugiašalius trečiųjų šalių interesus pirkti ir parduoti finansines priemones, sudarant sandorį laikantis II antraštinės dalies nuostatų.“

Reglamentas Nr. 1287/2006

11. Šio reglamento 2 straipsnio 8 punkte „prekybos vieta“ apibrėžiama kaip „reguluojama rinka, daugiašalė prekybos sistema (DPS), finansų tarpininkas, veikiantis iš savo nuosavo finansinio turto, ir, kur tai taikytina, panašias į reguliuojamos rinkos arba DPS funkcijas atliekanti sistema ne Bendrijos teritorijoje“.

12. Šio reglamento 5 straipsnyje nustatyta:

„Šiame reglamente nuoroda į sandorį yra nuoroda tik į finansinės priemonės pirkimą arba pardavimą. Šiame reglamente, išskyrus II skyrių, finansinės priemonės pirkimas arba pardavimas neapima:

<...>

c) pirminių rinkos sandorių finansinėmis priemonėmis, atitinkančiomis Direktyvos 2004/39/EB 4 straipsnio 1 dalies 18 punkto a ir b papunkčių apibrėžimus (kaip antai: išleidimas, paskirstymas ar pasirašymas).“

13. To paties reglamento 21 straipsnio 1 dalyje išvardyti kriterijai, kuriais remiantis nustatoma, ar investavimo įmonė yra FT:

„Kai investicinė įmonė veikia savo sąskaita vykdydama klientų pavedimus už reguliuojamos rinkos arba DPS ribų, ji laikoma finansų tarpininku, nuolatos vykdančiu kliento pavedimus iš savo nuosavo finansinio turto, jeigu ji atitinka šiuos kriterijus, reiškiančius, kad ji vykdo šią veiklą organizuotai, dažnai ir sistemingai:

- a) ši veikla įmonei vaidina svarbų komercinį vaidmenį ir yra vykdoma vadovaujantis ne savo nuožiūra nustatytais taisyklėmis ar procedūromis;
- b) veiklą vykdo darbuotojai arba tam tikslui skirta automatinė techninė sistema, neatsižvelgiant į tai, ar šie darbuotojai arba ta techninė sistema yra naudojami išimtinai tik šiam tikslui;
- c) klientams ši veikla yra prieinama reguliariai ir nepertraukiamai.“

Direktyva 2003/6

14. Šios direktyvos 1 straipsnio 1 punktą išdėstytas taip:

„*Viešai neatskleista informacija* – tai viešai nepaskelbta tiksli informacija, tiesiogiai ar netiesiogiai susijusi su vienu ar daugiau finansinių priemonių emitentų arba su viena ar daugiau finansinių priemonių, kurios viešas paskelbimas gali turėti didelės įtakos tų finansinių priemonių kainai arba susijusių išvestinių finansinių priemonių kainai.“

15. Direktyvos 6 straipsnio 4 dalyje nustatyta:

„Asmenys, einantys vadovaujančias pareigas finansinių priemonių emitento įmonėje, ir, jei tinka, asmenys, glaudžiai susiję su jais, bent jau praneša kompetentingai institucijai apie sandorius su minėto emitento akcijomis arba su jomis susijusiomis išvestinėmis priemonėmis, ar finansinėmis priemonėmis, sudarytus jų nuosava sąskaita. Valstybės narės užtikrina, kad visuomenė galėtų kiek įmanoma skubiau naudotis informacija, susijusia su tokiais sandoriais bent jau individualiu pagrindu.“

B. Nacionalinė teisė

16. *Wet op het financieel toezicht* (Finansų rinkų priežiūros įstatymas, toliau – *Wft*) 1:1 straipsnyje taip apibrėžiama reguliuojamos rinkos sąvoka:

„daugiašalė sistema, sujungianti arba sudaranti lengvesnes sąlygas sistemingai ir taikant neleidžiančias veiktį savo nuožiūra taisykles jungti daugiašalius trečiųjų šalių interesus pirkti ir parduoti finansines priemones, sudarant sandorį dėl finansinių priemonių, kuriomis leista prekiauti taikant šios sistemos taisykles ir (arba) pačioje sistemoje, dėl kurios veiklos gautas leidimas ir kuri pastoviai veikia laikantis galiojančių nuostatų dėl leidimų ir vykdomos priežiūros.“

17. Pagal šio įstatymo 5:60 straipsnio 1 dalies a punktą kiekvienas subjektas:

- kuris nustato arba dalyvauja nustatant dienos prekybos politiką su Nyderlanduose įsteigtas emitentais, išleidžiančiais arba ketinančiais išleisti finansines priemones, kaip jos suprantamos pagal 5:56 straipsnio 1 dalies a punktą [t. y. finansines priemones, kuriomis leidžiama prekiauti reguliuojamoje rinkoje arba daugiašalėje prekybos sistemoje],

- taip pat tie, kurie remdamiesi jų pavedimu sudaro finansinės priemonės, kuri yra ne vertybiniai popieriai, pirkimo-pardavimo sutartį, kaip tai suprantama pagal šią nuostatą,
- arba ketina sudaryti finansinės priemonės, kuri yra ne vertybiniai popieriai, pirkimo-pardavimo sutartį, kaip tai suprantama pagal šią nuostatą,

privalo užregistruoti savo sąskaita sudarytus arba įvykdytus sandorius su akcijomis, siejamus su (5:60 straipsnio 1 dalies) a, b arba c punktuose nurodytais emitentais arba finansinėmis priemonėmis, kuriu vertė nustatoma remiantis šių akcijų verte, vėliausiai penktąją darbo dieną po sandorio sudarymo momento.

18. Pagal 5:56 straipsnio 1 dalies a punktą kiekvienam ankstesnėje nuostatoje nurodytam subjektui draudžiama naudotis viešai neatskleista informacija, kai Nyderlanduose ar iš Nyderlandų arba iš kitos valstybės narės vykdo sandorį dėl finansinių priemonių, kuriomis leidžiama prekiauti reguliuojamoje rinkoje, kuriai suteiktas 5:26 straipsnio 1 dalyje numatytas leidimas, arba daugiašalėje prekybos sistemoje, kuriai veikti investicinė įmonė turi 2:96 straipsnyje nurodytą leidimą, arba dėl kurių prašoma leidimo prekiauti joje.

19. Remdamasi 1:40 straipsnio 1 dalimi priežiūros institucija perkelia veiklos, susijusios su jos funkcijų pagal šį įstatymą vykdymu, sąnaudas įmonėms, kuriose ši veikla vykdoma, kiek šios sąnaudos nepaengiamos iš valstybės biudžeto.

20. Pagal *Besluit bevestiging financieel toezicht* (Nutarimas dėl finansų rinkų priežiūros finansavimo) 5, 6 straipsnius ir 8 straipsnio 1 dalies i punkto 4 papunktį *Stichting Autoriteit Financiële Markten* (Finansų rinkų priežiūros institucija, Nyderlandai, toliau – AFM) turi teisę nustatyti mokesčius emitentams, kaip tai suprantama pagal *Wft* 5:60 straipsnio 1 dalies a punktą.

II. Pagrindinė byla ir prejudiciniai klausimai

21. Pagrindinėje byloje kilo ir *Robeco Hollands Bezit N.V.* bei kitų vienuolikos bendrovių (kolektyvinio investavimo į atvirojo tipo vertybinius popierius institucijos arba atvirieji investicijų fondai, toliau – *Robeco* arba *Robeco* fondai) ginčas; šios bendrovės pasiskundė AFM dėl privalomų mokėti mokesčių.

22. Konkrečiai kalbant, ginčo dalykas yra 2009 m. spalio 30 d., 2010 m. gruodžio 31 d., 2011 m. rugsėjo 30 d. ir 2012 m. rugsėjo 28 d. AFM sprendimai (toliau – pirmieji sprendimai). Šiais sprendimais AFM, taikydama *Wft* 1:40 straipsnį, 5:60 straipsnio 1 dalies pradžią ir a punktą bei *Besluit bevestiging financieel toezicht* (Nutarimas dėl finansų rinkų priežiūros finansavimo), apmokestino *Robeco* fondus mokesčiais už 2009, 2010, 2011 ir 2012 finansinius metus, o jų dydis atitinkamai buvo 110, 350, 630 ir 180 eurų.

23. Pasak AFM, šie mokesčiai apskaičiuoti už šios valdžios institucijos vykdytą *Robeco* fondų priežiūros veiklą remiantis Direktyva 2003/6, į Nyderlandų teisę perkelta *Wft* įstatymu, kuriame finansinių priemonių, kuriomis prekiaujama reguliuojamose rinkose, emitentams nustatyta pareiga pateikti informaciją apie savo valdytojų veiklą.

24. 2012 m. gruodžio 13 d. sprendime AFM atmetė *Robeco* pateiktus skundus.

25. Dėl šio sprendimo *Robeco* pareiškė ieškinį *rechtbank Rotterdam* (Roterdamo teismas, Nyderlandai), šis jį atmetė 2013 m. gruodžio 24 d. sprendimu.

26. Teismas atmetė *Robeco* reikalavimus ir pritarė AFM teiginiams. Jis pripažino, kad EFS sistema atitinka *Wft* 1:1 straipsnyje nustatytą reguliuojamos rinkos apibrėžtį, kad *Wft* 5:60 straipsnis taikomas valdybų nariams ir priežiūros institucijoms, o AFM nustatyti mokesčiai neprieštarauja teisės aktams.

27. *Robeco* pateikė apeliacinį skundą *College van beroep voor het bedrijfsleven* (Apeliacinis administracinis ekonominių bylų teismas, Nyderlandai), kuris turi galiausiai išaiškinti, ar EFS sistema patenka, ar nepatenka į Direktyvoje 2004/39 vartojamą reguliuojamos rinkos sąvoką.

28. Prašymą priimti prejudicinį sprendimą pateikęs teismas įrodytais laiko įvairius pagrindinės bylos duomenis ir faktines aplinkybes, kurias trumpai išdėstysiu.

29. Pirma, pripažįstama, kad *Euronext* turi leidimą pagal *Wft* 5:26 straipsnio 1 dalį eksploatuoti ir administruoti reguliuojamas rinkas. Vienas *Euronext* segmentas yra EFS, sukurta kaip speciali prekybos sistema, kurioje prekiaujama tik akcijomis į „open end“ investicinius fondus. *Robeco* fondai yra „open end“ investiciniai fondai (kintamo kapitalo) ir privalo vykdyti akcijų pardavimo arba emisijos pavedimus per EFS.

30. Antra, prašymą priimti prejudicinį sprendimą pateikęs teismas patvirtina, kad fondų agentai ir tarpininkai priklauso EFS sistemai kaip nariai. Kiekvienas investicinis fondas arba investicinių fondų grupė turi savo agentą, kuris veikia investicinių fondų ar fondų grupės sąskaita ir rizika. Tarpininkas arba brokeris priima investuotojų pirkimo ir pardavimo pavedimus ir perduoda juos atitinkamos investicinės bendrovės agentui.

31. Galiausiai prašymą priimti prejudicinį sprendimą pateikęs teismas paaiškina, kad EFS sistemoje sandoriai vykdomi būsimų kainų nustatymo pagrindu. Tarpininkas gali iki 16.00 valandos (sustabdymo laikas) pateikti agentui pavedimą, paskui, remiantis po šios valandos galiojančiu kursu, apskaičiuojama investicinio fondo inventorinė grynoji vertė (ir taip išleidžiamos ar perkamos akcijos vertė). Kitos dienos rytą, 10.00 valandą, agentas vykdo jam pateiktą pavedimą, remdamasis inventorine grynąja verte, apskaičiuota su antkainiu arba nuolaida, ir atsižvelgdamas į investicinio fondo patiriamas sandorio išlaidas. Fondų agentai EFS sistemoje tarpusavyje sandorių nesudaro; jų nesudaro ir tarpininkai. Sandoriai EFS vykdomi pagal *EFS Trading Manual* ir *TCS-web User Guide to the EFS* taisykles.

32. Remdamasis šiais duomenimis *College van beroep voor het bedrijfsleven* (Apeliacinis administracinis ekonominių bylų teismas), priešingai, nei nusprendė pirmosios instancijos teismas, yra linkęs pripažinti, kad EFS sistema nėra daugiašalė ir kad dėl tos priežasties jos negalima laikyti reguliuojama rinka, kaip tai suprantama pagal Direktyvos MiFID I 4 straipsnio 1 dalies 14 punktą.

33. To teismo nuomone, Direktyvos MiFID I 6 konstatuojamojoje dalyje dvišalės sistemos (FT režimas) atskiriamos nuo daugiašalių prekybos sistemų, prie kurių priskiriamos reguliuojamos rinkos. Skirtumas yra tas, kad dvišalėse sistemose sandorį sudaro tik investicinė įmonė ir investuotojas, o daugiašalėse sistemose investuotojai taip pat gali sandorius sudaryti tarpusavyje. EFS yra dvišalė sistema, nes joje veikia tarpininkas (investuotojo atstovas) ir fondų agentas (veikiantis jų vardu); pirmasis vykdo sandorius su antruoju.

34. Pasak prašymą priimti prejudicinį sprendimą pateikusio teismo, Direktyvos MiFID I 6 konstatuojamojoje dalyje teigiama, kad sistema, kurioje vykdomi tik sandoriai, kurių neprivaloma registruoti, negali būti kvalifikuojama kaip reguliuojama rinka. Remiantis Reglamento Nr. 1287/2006 5 straipsnio pradžia ir c punktu, EFS sistemos sandoriai yra pirminės rinkos operacijos, o ne operacijos, kurios apima finansinės priemonės pirkimas ir pardavimas. To reglamento III skyrius netaikomas šiems pirminės rinkos sandoriams ir dėl tos priežasties jame nustatyta pareiga registruoti netaikoma EFS sistemos sandoriams. Kadangi EFS vykdomi išskirtinai pirminės rinkos sandoriai, kurių neprivaloma registruoti, EFS nelaikoma reguliuojama rinka.

35. Toks vertinimas, pasak prašymą priimti prejudicinį sprendimą pateikusio teismo, sustiprėja, nes EFS sistemoje prekiaujamų akcijų vertė nustatoma apskaičiuojant jos inventorinę grynąją vertę. Atvirkščiai, reguliuojamoje rinkoje kaina nustatoma ne taip, o remiantis dalyvių pasiūla ir paklausa.

36. Galiausiai bylą nagrinėjantis teismas teigia, kad EFS nėra reguliuojama rinka, nes į ją nepatenka manipuliavimas kainomis ir joje būtų sudėtinga vykdyti operacijas su viešai neatskleista informacija.

37. Nepaisant nieko, teismui taip pat atrodo, kad galima pritarti EFS kvalifikavimui kaip reguliuojamos rinkos, kaip tai suprantama pagal Direktyvos MiFID I 4 straipsnio 1 dalies 14 punktą. Jis pripažįsta, kad, remiantis šio straipsnio turiniu ir šios direktyvos 6 konstatuojamąja dalimi, negalima daryti tiesioginės išvados, kad prekybos platformos, kurioje sudaromi tik neprivalomi įregistruoti sandoriai ir kaina nustatoma nesiremiant pasiūla ir paklausa, negali būti laikoma reguliuojama rinka. Pakanka, kad būtų rinka, kurią sudaro taisyklės, kaip nurodyta 6 konstatuojamojoje dalyje, ir kad būtų tenkinami Direktyvos MiFID I 4 straipsnio 1 dalies 14 punkto apibrėžties reikalavimai.

38. Be to, prašymą priimti prejudicinį sprendimą pateikusių teismo nuomone, EFS sistema gali patekti į Direktyvoje MiFID I vartojamą reguliuojamos rinkos sąvoką, nes EFS yra autonominė prekybos platforma, kurią valdo tam leidimą turinti *Euronext*; tai daugiašalė sistema, kuriai priklauso įvairūs tarpininkai ir fondų agentai, turintys teisę teikti siūlymus; EFS sistemos naudotojai gali būti laikomi trečiosiomis šalimis *Euronext* atžvilgiu; EFS sistemoje susikerta tarpininkų ir fondų agentų pirkimo ir pardavimo interesai, kad galėtų įvykti sandoriai.

39. Kilus abejonių dėl reguliuojamos rinkos sąvokos aiškinimo, *College van beroep voor het bedrijfsleven* (Apeliacinis administracinis ekonominių bylų teismas, Nyderlandai) pateikė Teisingumo Teismui tokį prejudicinį klausimą:

„Ar sistema, kurioje dalyvauja daug fondų agentų ir brokerių, šioje sistemoje atstovaujančių „open end“ investicinėms bendrovėms arba investuotojams sudarant sutartis, ir kuri faktiškai tik padeda šioms „open end“ investicinėms bendrovėms vykdyti pareigą atlikti investuotojų pavedimus dėl akcijų pirkimo ir pardavimo, laikoma reguliuojama rinka, kaip ji suprantama pagal [Direktyvos] MiFID [I] 4 straipsnio 1 dalies 14 punktą? Jei būtų atsakyta teigiamai, kokie požymiai yra lemiami?“

III. Prejudicinio klausimo analizė

40. Prašymą priimti prejudicinį sprendimą pateikęs teismas prašo Teisingumo Teismo išaiškinti, ar prekybos finansinėmis priemonėmis platforma, kuriai būdingi EFS požymiai, yra reguliuojama rinka pagal Direktyva MiFID I. Prieš pateikiant atsakymą į šį klausimą, manau, reikia išdėstyti Direktyvoje MiFID I įtvirtintą prekybos finansinėmis priemonėmis sistemų reglamentavimą ir nuo jos priėmimo įvykusius pokyčius. Taip pat remsiuosi pokyčiais, kurie įvyks nuo 2018 m. sausio 3 d. įsigaliojus MiFID II normoms, nors *ratione temporis* jie netaikomi šioje byloje.

A. Pirminės pastabos apie prekybos finansinėmis priemonėmis sistemas

41. Direktyva MiFID I ir jos įgyvendinimo teisės aktai dideliu mastu pakeitė prekybos finansinėmis priemonėmis sistemų teisinį režimą¹⁰. Siekiant padidinti šių rinkų integraciją, konkurencingumą ir veiksmingumą Sąjungoje, buvo panaikintas prekybos monopolis, egzistavęs tam tikrose valstybėse narėse, kuriose veikė tradicinės vertybinių popierių biržos, ir atsivėrė galimybės konkurencijai tarp tradicinių platformų ir naujų alternatyvių prekybos sistemų, kurios atsirado dėl technologinės pažangos, tačiau jų veikla nebuvo reglamentuota.

¹⁰ Šios prekybos sistemos „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“ (G. Ferrarini ir P. Saguato, „Regulating Financial Market Infrastructures“, *ECGI Working Paper* Nr. 259/2014, 2014 m. birželio mėn., p. 7).

42. Sąjungos teisės aktų leidėjas ketino, kaip minėjau, padidinti skaidrumą, pagerinti investuotojų apsaugą, sustiprinti pasitikėjimą ir priežiūros valdžios institucijoms suteikti konkrečius įgaliojimus užduotims vykdyti¹¹.

43. Direktyvoje MiFID I reglamentuojamos trys prekybos finansinėmis priemonėmis sistemų rūšys, iš kurių dvi daugiašalės (reguliuojamos rinkos ir DPS)¹² ir viena dvišalė (TP). Be šių sistemų, kurios atitinka organizuotos prekybos modelį, MiFID I normose numatyta neorganizuotos prekybos (*over-the-counter*, toliau – OTC) finansinėmis priemonėmis galimybė.

44. Pirmoji ir labiausiai nusistovėjusi prekybos finansinėmis priemonėmis sistemos rūšis yra reguliuojamos rinkos sistema, kuri naudojama MiFID I ir II ir kitose Sąjungos teisės normose. Nors vėliau išsamiau analizuosiu joms būdingus požymius, remiantis Direktyvos MiFID I 4 straipsnio 1 dalies 14 punktu, tai valdytojo, taikančio ne savo nustatytas veiklos taisykles, kontroliuojamos daugiašalės prekybos finansinėmis priemonėmis sistemos, kuriose sąveikauja daugybės trečiųjų šalių pirkėjų ir pardavėjų interesai ir sudaromi sandoriai. Jos panašios į klasikines vertybinių popierių biržas ir, remiantis Europos vertybinių popierių ir rinkų institucijos (toliau – ESMA) duomenų baze¹³, šiuo metu Sąjungoje yra šimtas dvi reguliuojamos rinkos (keturios Nyderlanduose, iš kurių viena yra *Euronext Amsterdam*).

45. Antroji rūšis, kuri atitinka vadinamąsias daugiašales prekybos sistemas (DPS), buvo sukurta Direktyva MiFID I, siekiant reglamentuoti alternatyvius prekybos mechanizmus, kurių atsirado kartu su technologijų pažanga. DPS taip pat yra daugiašalės prekybos sistemos, kuriose sąveikauja daugybės trečiųjų šalių pirkėjų ir pardavėjų interesai ir sudaromi sandoriai, valdytojui ar investicinei bendrovei administruojant valdymą ne pagal savo nustatytas taisykles, taip pat kurioms veikti turi būti išduotas leidimas. Nors jų režimas panašus į reguliuojamų rinkų režimą, jos skiriasi tuo, kad iš anksto nėra kontroliuojamos finansinių priemonių, dėl kurių gali būti sudaromi sandoriai, rūšys.

46. Remiantis ESMA duomenų baze¹⁴, šiuo metu Sąjungoje yra šimtas penkiasdešimt DPS, iš kurių savo dydžiu išsiskiria tokios platformos, kokia yra *BATS Trading Ltd* (Jungtinė Karalystė). Nyderlanduose yra dvi: *Tom MTF Derivatives Markets* ir *Tom MTF Cash Markets*.

47. Trečioji pagal Direktyvą MiFID I sukurta rūšis atitinka vadinamuosius „finansinius tarpininkus, nuolatos vykdančius klientų pavedimus iš savo nuosavo finansinio turto“. Skirtingai nuo kitų sistemų, FT yra ne trečiosios šalies administruojami daugiašaliai prekybos centrai, kurie suveda investuotojus, norinčius parduoti ir pirkti finansines priemones, o dvišalės prekybos sistemos. Remiantis Direktyvos MiFID I 4 straipsnio 1 dalies 7 punktu, tai investicinės įmonės, organizuotai, dažnai ir sistemingai užsiimančios veikla ir vykdančios savo sąskaita klientų pavedimus. Ši prekybos sistema neapibrėžiama kaip tokia, o apibūdinama darant nuorodą į ją organizuojantį subjektą.

11 Remiantis Komisijos finansuota studija, padidėjo konkurencija tarp skirtingų prekybos finansinėmis priemonėmis centrų, atsirado daugiau galimybių investuotojams pasirinkti paslaugų teikėjus ir esamas finansines priemones, o tokią pažangą lėmė technologijų raida. Apskritai, remiantis 2011 m. *Oxera, Monitoring Prices, Costs and Volumes of Trading and Post-trading Services* studija, sandorių sąnaudos sumažėjo ir padidėjo integracija. Taip pat žr. Dokumentą COM(2011) 652 *final*, p. 2.

12 Daugiašales sistemas taip pat galima vadinti „prekybos vieta“, kuri 2012 m. liepos 4 d. Europos Parlamento ir Tarybos reglamento (ES) Nr. 648/2012 dėl ne biržos išvestinių finansinių priemonių, pagrindinių sandorio šalių ir sandorių duomenų saugyklų (OL L 201, 2012, p. 1) 2 straipsnio 4 punkte apibrėžiama kaip „sistema, kurią valdo investicinė įmonė ar rinkos operatorius, kaip apibrėžta Direktyvos 2004/39/EB 4 straipsnio 1 dalies 1 ir 13 punktuose, kurie nėra finansiniai tarpininkai, nuolat vykdančios klientų pavedimus iš savo nuosavo finansinio turto, kaip apibrėžta 4 straipsnio 1 dalies 7 punkte, kuri apjungia interesus pirkti ir parduoti finansines priemones sistemoje tokiu būdu, kad sudaroma sutartis pagal tos direktyvos II arba III antraštinės dalis“.

13 Duomenis galima rasti https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_rma

14 Duomenis galima rasti šiuo interneto adresu: https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_mtf

48. Nors FT nereikia nacionalinės priežiūros institucijos administracinio leidimo, tai yra pakankamo dydžio įmonės, kad galėtų sudaryti galimybę viduje susieti investuotojų pirkimo ir pardavimo pavedimus, todėl jiems taikoma daug skaidrumo reikalavimų. Panašu, kad FT režimas nebuvo labai patrauklus, nes, remiantis ESMA duomenų baze¹⁵, visoje Sąjungoje įregistruota tik vienuolika tokių įmonių ir nė vienos Nyderlanduose.

49. Be prekybos finansinėmis priemonėmis per šias organizuotas prekybos sistemas, Direktyvoje MiFID I išskiriamas, kaip minėjau, ketvirtas pavedimų dėl finansinių priemonių vykdymo būdas, t. y. OTC. Kaip galima teigti remiantis direktyvos 53 konstatuojamąja dalimi¹⁶, „šios direktyvos tikslas nėra reikalauti, kad sandoriams iki jų sudarymo būtų taikomi skaidrumo reikalavimai, jeigu šie sandoriai buvo įvykdyti nebiržinės rinkos sąlygomis ir pasižymi savybėmis, tarp kurių *ad hoc* pobūdis ir nereguliarumas, jie sudaryti su didmenine prekyba užsiimančiomis sandorio šalimis ir laikomi verslo santykių dalimi, susijusia su didesniais sandoriais nei įprasta toje rinkoje, [taip pat] tuomet, kai sandoriai vykdomi ne konkrečios įmonės kaip finansinio tarpininko, nuolatos vykdančio klientų pavedimus iš savo nuosavo finansinio turto dažniausiai naudojamoje sistemoje“.

50. Galbūt dėl FT nustatytų reikalavimų (organizuota, dažna ir sisteminga prekyba, apibrėžta Reglamento Nr. 1287/2006 21 straipsnio 3 dalyje) ar dėl dar griežtesnės reguliuojamų rinkų ir DPS konfigūracijos į Direktyvos MiFID I taikymo sritį nepatenka kitos OTC prekybos sąlygos, kurios sudaro didelį kiekį prekybos finansinėmis priemonėmis. Į direktyvos taikymo sritį nepatenka vadinamosios *broker crossing systems*, *broker-dealer crossing networks* arba *dark pools* ar elektroninės prekybos platformos¹⁷.

51. Po 2008 m. finansų krizės, atsižvelgiant į prekybos platformų raidą¹⁸, Direktyvoje MiFID II, kuri dar neįsigaliojo, palikta ta pati prekybos sistemų tipologija, tačiau taip pat pridėta nauja kategorija, kuri toje direktyvoje vadinama „organizuotomis prekybos sistemomis“ (toliau – OPS).

52. OPS apibrėžiamos labai plačiai, nes šis naujas daugiašalės prekybos būdas turi apimti OTC prekybos sistemas, kurios nepateko į Direktyvos MiFID I taikymo sritį¹⁹. Pagrindinis jų skirtumas, palyginti su reguliuojamomis rinkomis ir su DPS, yra tai, kad OPS valdytojai gali vykdyti nurodymus diskretiškai, jei reikia, su sąlyga, kad laikomasi skaidrumo prieš prekybą ir optimalaus vykdymo įsipareigojimų.

15 Duomenis galima rasti šiuo interneto adresu: https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_sys

16 Žr. P. Gomber, A. Pierronkomentarus „MiFID: Spirit and Reality of a European Financial Market Directive“, *Celent Paper*, 2010 m. lapkričio mėn., p. 12.

17 Išsamią analizę galima rasti A. Onofrei *La négociation des instruments financiers au regard de la directive MIF*, Larcier, Briuselis 2012, p. 360–363.

18 Direktyvos MiFID II 4 konstatuojamojoje dalyje tai pagrindžiama šitaip: „Finansų krizė atskleidė finansų rinkų veikimo ir skaidrumo trūkumą. Finansų rinkų raida atskleidė, kad būtina stiprinti finansinių priemonių rinkų reguliavimo sistemą, taip pat ir tais atvejais, kai tokiose rinkose vykdoma nebiržinė prekyba, siekiant padidinti skaidrumą, geriau apsaugoti investuotojus, stiprinti pasitikėjimą, spręsti nereguliuojamų sričių klausimą ir užtikrinti, kad priežiūros institucijos turėtų pakankamai įgaliojimų savo užduotims atlikti“.

19 Direktyvos MiFID II 4 straipsnio 1 dalies 23 punkte organizuota prekybos sistema (OPS) apibrėžiama kaip „daugiašalė sistema, kuri nėra reguliuojama rinka ar DPS ir kurioje daugiašaliai trečiųjų šalių interesai pirkti bei parduoti obligacijas, struktūrizuotus finansinius produktus, apyvartinius taršos leidimus ir išvestines finansines priemones sistemingai gali sąveikauti taip, kad būtų sudarytas sandoris pagal šios direktyvos II antraštinę dalį“.

53. Mano ką tik aprašyta raida gerai iliustruoja, kad Sąjungos teisės aktų leidėjas ketina reglamentuoti nenumaldomai besivystančias skirtingas prekybos finansinėmis priemonėmis sistemas, taikydamas vienintelę išimtį dvišalei ir nereguliariai prekybai šiomis priemonėmis²⁰. Realiai siekiama tikslo, kad bet kokia organizuota prekyba finansinėmis priemonėmis būtų vykdoma per vieną iš Direktyvoje MiFID II numatytų daugiašalių ar dvišalių kanalų²¹. Taip skatinama adekvatesnė skirtingų prekybos sistemų konkurencija nerizikuojant, kad ūkio subjektai, besirūpinantys, kaip išvengti priežiūros valdžios institucijų kontrolės, gali sukurti kitus alternatyvius mechanizmus.

B. Reguluojamos rinkos sąvoka ir jos taikymas tokiai prekybos platformai, kokia yra EFS

54. Prašymą priimti prejudicinį sprendimą pateikęs teismas prašo Teisingumo Teismo išaiškinti, ar prekybos platformai, turinčiai EFS sistemos savybių, taikoma reguliuojamos rinkos sąvoka, kaip tai suprantama pagal Direktyvą MiFID I. Prieš dėstydamas savo nuomonę šiuo klausimu, pateiksiu tris patikslinimus.

55. Pirma, nacionalinis teismas, kuris yra tiesiogiai ir išsamiai susipažinęs su EFS veikimu, privalo nustatyti, ar platforma atitinka sąlygas, leidžiančias ją kvalifikuoti kaip reguliuojamą rinką. Žinoma, Teisingumo Teismas gali jam pateikti gaires, padėsiančias aiškinti Direktyvą MiFID I ir nustatyti, kokias joje nustatytas sąlygas turi atitikti prekybos sistema, kad galėtų būti priskirta prie tos kategorijos. Tam, kad atsakymas duotų naudos, didžiausią dėmesį reikės skirti toms sąlygoms, dėl kurių šioje byloje kilo ginčas²².

56. Antra, noriu pažymėti, kad nacionalinio teismo ir teismo posėdyje dalyvavusių šalių pateikta informacija, atrodo, patvirtina, kad EFS sistema veikia su administraciniu leidimu, kurį AFM suteikė *Euronext*, kad ši galėtų veikti kaip reguliuojama rinka.

57. Vis dėlto nebuvo įrodyta, kad EFS segmentas savaime yra reguliuojama rinka. Jo nėra tarp ESMA duomenų bazėje nurodytų Nyderlandų reguliuojamų rinkų²³ ir, priešingai nei kitos analogiškos platformos, jis taip pat nepristatomas kaip reguliuojama rinka²⁴.

20 Šiuo klausimu Direktyvos MiFID II 1 straipsnio 7 dalyje pasakyta: „Visos daugiašalės prekybos finansinėmis priemonėmis sistemos DPS arba OPS atveju veiklą vykdo pagal II antraštinės dalies nuostatas, arba reguliuojamų rinkų atveju – pagal III antraštinės dalies nuostatas.

Bet kokia investicinė įmonė, kuri organizuotai, dažnai, sistemingai ir didele apimtimi savo sąskaita užsiima prekyba vykdydama klientų pavedimus ne reguliuojamoje rinkoje, DPS arba OPS veiklą vykdo pagal Reglamento (ES) Nr. 600/2014 III antraštinę dalį.

Nedarant poveikio Reglamento (ES) Nr. 600/2014 23 ir 28 straipsniams, visi finansinių priemonių sandoriai, kaip nurodyta pirmoje ir antroje pastraipose, kurie nėra sudaromi daugiašalėse sistemose arba per sistemingai sandorius savo viduje sudarančius tarpininkus, turi atitikti atitinkamas Reglamento (ES) Nr. 600/2014 III antraštinės dalies nuostatas“.

21 Pasak N. Moloney, „MiFID II / MiFIR is designed to repatriate trading on to organized trading venues and away from OTC markets“ (N. Moloney *ES Securities and Financial Markets Regulation*, 3-iasis leid., Oxford University Press, Oksfordas, 2014, p. 434). Taip pat žr. N. J. Clause, K. E. Sorensen „Reforming the Regulation of Trading Venues in the ES under the Proposed MiFID II. Levelling the Playing Field and Overcoming Market Fragmentation?“, *European Company and Financial Review*, 2012, p. 285.

22 Tokį metodą Teisingumo Teismas taikė 2015 m. gruodžio 3 d. Sprendimo *Banif Plus Bank* (C-312/14, EU:C:2015:794) 51 punkte ir 2013 m. gegužės 30 d. Sprendimo *Genil 48 y Comercial Hosteleria de Grandes Vinos* (C-604/11, EU:C:2013:344) 43 punkte.

23 Direktyvos MiFID I 47 straipsnyje „Reguluojamų rinkų sąrašas“ nustatyta: „Kiekviena valstybė narė sudaro reguliuojamų rinkų, kurioms ji yra buveinės valstybė narė, sąrašą ir persiunčia jį kitoms valstybėms narėms ir Komisijai. Kiekvieną kartą pakeitus šį sąrašą persiunčiama panaši informacija. Komisija skelbia visų reguliuojamų rinkų sąrašą *Europos Sąjungos oficialiajame leidinyje* ir mažiausiai kartą per metus jį atnaujina. Be to, Komisija skelbia ir, kiekvieną kartą valstybei narei pranešus apie pasikeitimus jų sąrašuose, atnaujina šį sąrašą savo tinklavietėje“.

24 Taip yra būtent Italijos biržos *ETFplus market (the open-ended collective investment undertaking (CIUs) segment)* atveju. Šiuo klausimu žr. <http://www.borsaitaliana.it/fondi/formazione/formazione.htm>. Šioje rinkoje vykdoma prekyba atvirųjų investicinių fondų finansinėmis priemonėmis ir ji įtraukta į ESMA sąrašą, kuriame išvardytos Italijoje veikiančios reguliuojamos rinkos, ir ji pristatoma bei reklamuojama kaip tokia. ESMA duomenų bazėje ji vadinama *ELECTRONIC OPEN-END FUNDS AND ETC MARKET* ir tai galima rasti šiuo adresu https://registers.esma.europa.eu/publication/details?core=esma_registers_mifid_rma&docId=mifid731rma

58. Žinoma, EFS sistemos neįtraukimas į minėtą reguliuojamų rinkų sąrašą nereiškia, kad ji nėra tokia rinka. Sprendime *Nilas ir kt.*²⁵ Teisingumo Teismas patvirtino, kad vien dėl to, jog rinkos nėra šiame sąraše, nėra pakankamas motyvas daryti prielaidą, kad nagrinėjama rinka nėra reguliuojama rinka²⁶.

59. *Euronext* galėtų vienu metu veikti kaip reguliuojamos rinkos *Euronext Amsterdam* operatorius ir kaip EFS prekybos platformos operatorius. Sprendime *Nilas ir kt.* pripažinta, kad Direktyvoje 2004/39 aiškiai numatytos situacijos, kai reguliuojamos rinkos operatorius taip pat administruoja kitą prekybos sistemą, tačiau ši dėl to netampa reguliuojama rinka²⁷. Teisingumo Teismas nusprendė, jog tam, kad prekybos finansinėmis priemonėmis sistema galėtų būti kvalifikuojama kaip reguliuojama rinka, jai turi būti išduotas reikiamas leidimas ir jos veikla turi atitikti Direktyvos MiFID I III antraštinėje dalyje nustatytus reikalavimus²⁸.

60. Kadangi tai yra faktinė aplinkybė, kurią pagrindinę bylą nagrinėjantis teismas turi aiškinti savo nuožiūra, jis turi nustatyti, ar EFS sistema iš tiesų yra *Euronext Amsterdam* reguliuojamos rinkos segmentas, kuris veikia kaip jos dalis, ar tai savaime yra platforma arba atskira prekybos sistema, nors ją administruoja tas pats administratorius, administruojantis *Euronext Amsterdam*.

61. Trečiasis patikslinimas susijęs su ieškovėmis esančių įmonių savybėmis. *Robeco* fondai yra kolektyvinio investavimo į perleidžiamus vertybinius popierius subjektai (KIPVPS), kuriems taikoma Direktyva 2009/65/EB²⁹. Remiantis jos 1 straipsnio 2 dalimi, KIPVPS laikomi subjektai: a) kurių vienintelis tikslas yra iš visuomenės pritraukto kapitalo kolektyvinis investavimas į perleidžiamus vertybinius popierius arba kitą likvidų finansinį turtą, minimą 50 straipsnio 1 dalyje, ir kurie veikia pasinaudodami rizikos paskirstymo principu; ir b) kurių investiciniai vienetai savininkų pageidavimu yra tiesiogiai ar netiesiogiai atperkami ar išperkami už tų subjektų turtą.

62. Konkrečiai kalbant, *Robeco* fondai yra vieši ir atviri KIPVPS, veikiantys pagal sutarčių teisę (bendrieji investiciniai fondai, valdomi valdymo įmonių), kaip nustatyta Direktyvos 2009/65 1 straipsnio 3 dalyje. Atvirųjų investicinių fondų veiklos „esmė yra pritraukti lėšas, jas investuoti ir bendrai valdyti, paskirstyti riziką ir šių investicijų pelną bei pasiūlyti KIPVPS atlygį jų dalininkams ar partneriams“³⁰.

63. Kadangi *Robeco* fondai naudoja *Euronext* administruojamą EFS sistemą, jų pagrindinė veikla yra organizuotai, dažnai ir sistemingai surinkti investuotojų pinigus, o dėl šios priežasties EFS sistema iš principo turėtų būti kvalifikuojama kaip prekybos sistema. Reglamento Nr. 1287/2006 2 straipsnio 8 punkte „prekybos vieta“ apibrėžiama kaip „reguluojama rinka, daugiašalė prekybos sistema (DPS), finansų tarpininkas, veikiantis iš savo nuosavo finansinio turto, ir, kur tai taikytina, panašias į reguliuojamos rinkos arba DPS funkcijas atliekanti sistema ne Bendrijos teritorijoje“.

64. Atsižvelgiant į EFS sistemos savybes, išdėstytas nutartyje pateikti prašymą priimti prejudicinį sprendimą, jos ir *Robeco* fondų, kurie ją naudoja, veikla yra organizuota, dažna ir sisteminga prekyba finansinėmis priemonėmis.

25 2012 m. kovo 22 d. sprendimo (C-248/11, EU:C:2012:166) 54 punktas.

26 Įtraukimas į valstybės narės parengtą sąrašą, kuris nenumatytas Direktyvos MiFID 4 straipsnio 1 dalies 14 punkto apibrėžtyje, iš tiesų buvo vienas iš 1993 m. gegužės 10 d. Tarybos direktyvos 93/22/EEB dėl investicinių paslaugų vertybinių popierių srityje (OL L 141, 1993, p. 27; 2004 m. specialusis leidimas lietuvių k. 6 sk., 2 t., p. 43), kuri 2007 m. lapkričio 1 d. buvo panaikinta Direktyva MiFID I, 1 straipsnio 13 punkte esančios „reguluojamos rinkos“ apibrėžties elementų.

27 2012 m. kovo 22 d. Sprendimo *Nilas ir kt.* (C-248/11, EU:C:2012:166) 44–46 punktai.

28 Ten pat, 42 ir 43 punktai.

29 2009 m. liepos 13 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva dėl įstatymų ir kitų teisės aktų, susijusių su kolektyvinio investavimo į perleidžiamus vertybinius popierius subjektais (KIPVPS), derinimo (OL L 302, 2009, p. 32).

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

65. Jei taip yra iš tikrųjų, EFS sistema iš principo turi būti priskirta prie vienos Direktyvoje MiFID I numatytos prekybos sistemų rūšies, t. y. reguliuojamos rinkos, DPS ir FT (nebent tai yra OTC prekybos platforma, kuri nepriskiriama prie šių trijų kategorijų ir kuri, kaip nustatyta Direktyvoje MiFID II, turės būti priskirta prie naujos prekybos sistemų rūšies, t. y. OPS).

66. Nors nacionalinis teismas tik klausia, ar EFS yra reguliuojama rinka, manau, jog reikia, kad Teisingumo Teismas ją apibūdintų remdamasis kitomis Direktyvoje MiFID reglamentuotomis prekybos sistemomis tam, kad būtų galima nustatyti, ar EFS galėtų tiesiogiai arba subsidiariai atitikti vieną iš jų.

67. Ši analizė yra svarbi, nes jeigu EFS nebūtų reguliuojama rinka, prašymą priimti prejudicinį sprendimą pateikęs teismas galbūt galėtų kelti klausimą, ar tai yra DPS arba FT, ir tokiu atveju įvertinti, ar Nyderlandų teisės aktuose nustatyta pareiga registruoti (atsižvelgiant į normas, reglamentuojančias piktnaudžiavimo rinka veiksmų kontrolę) taip pat taikoma šioms kitoms prekybos sistemų rūšims, kad AFM galėtų pagrįstai rinkti ginčijamus mokesčius.

Reguliuojamoms sistemoms nustatytos bendros sąlygos

68. Remiantis Direktyvos MiFID I 4 straipsnio 1 dalies 14 punkte pateikta apibrėžtimi, darytina išvada, jog tam, kad prekybos finansinėmis priemonėmis sistema galėtų būti kvalifikuojama kaip reguliuojama rinka, ji turi atitikti tokius reikalavimus:

- tai turi būti daugišalė, o ne dvišalė prekybos sistema, valdoma rinkos administratoriaus, kuris veikia kaip trečiasis asmuo, nepriklausantis nuo pardavėjų ir pirkėjų,
- šioje sistemoje turi būti sujungti (ar sudarytos sąlygos sujungti) daugybės trečiųjų šalių finansinių priemonių pirkimo ir pardavimo interesai,
- sandoriai dėl finansinių priemonių, kuriomis leidžiama prekiauti pagal jos taisykles ar sistemas, turi sukurti sąlygas sudaryti sutartis,
- sistema turi veikti pagal ne savo nuožiūra nustatytas taisykles,
- turi turėti administracinį leidimą, kurį nacionalinės finansų priežiūros institucijos išduoda, jei platforma veikia reguliariai ir pagal Direktyvos MiFID I III antraštinės dalies nuostatas³¹.

69. Prašymą priimti prejudicinį sprendimą pateikusiam teisme neginčijama, kad EFS atitinka tam tikras iš šių sąlygų:

- EFS valdo rinkos administratorius *Euronext* ir ji veikia kaip platforma pagal ne savo nuožiūra nustatytas taisykles (konkrečiai kalbant, pagal *Euronext Fund Service Trading Manual* ir vėliau *Trading Manual for the NAV Trading Facility* nustatytas taisykles).
- EFS sistemoje investuotojų ir investicinių fondų sandoriai sukuria sąlygas sudaryti investuotojų ir fondų sutartis, o tai, ar šios sutartys sudaromos sistemoje, ar už jos ribų, yra nesvarbu.
- Galiausiai nuo pat įsteigimo 2007 m. EFS sistema „veikia reguliariai“ reguliuojamos rinkos *Euronext Amsterdam* viduje, kurios valdytojas yra *Euronext*, pagal Direktyvos MiFID I III antraštinės dalies nuostatas. Nors, kaip minėjau, šį aspektą turi patikrinti nacionalinis teismas, jo nutartyje pateikti

31 Pagal Direktyvos MiFID I 36 straipsnio 1 dalies pirmą pastraipą tik prekybos sistemoms, kurios atitinka šios direktyvos III antraštinės dalies nuostatas, gali būti išduotas leidimas kaip reguliuojamoms rinkoms. Teisingumo Teismas yra nusprendęs, kad „į šios direktyvos 47 straipsnyje nurodytą sąrašą įtraukiama tik suteikus šį leidimą, todėl logiška, kad šis sąrašas negali būti sąlyga šiam leidimui gauti“ (2012 m. kovo 22 d. Sprendimas *Nilaş ir kt.* (C-248/11, EU:C:2012:166, 53 punktas)).

prašymą priimti prejudicinį sprendimą pateikta informacija ir daugumos šalių pateikti duomenys³², atrodo, patvirtina, kad EFS veikia su administraciniu leidimu, kurį AFM išdavė *Euronext*, kad ši galėtų veikti kaip reguliuojama rinka³³.

70. Taigi diskusija apsiriboja kitomis sąlygomis, kurias turi atitikti reguliuojama rinka, t. y. tai turi būti daugiašalė sistema ir joje turi susijungti (arba turi būti sudarytos sąlygos susijungti) įvairūs pirkimo ir pardavimo interesai, kuriuos trečiosios šalys išreiškia dėl finansinių priemonių, kuriomis leidžiama prekiauti. Be to, prašymą priimti prejudicinį sprendimą pateikęs teismas ir *Robeco* fondai nurodė kitus Direktyvoje MiFID I pateiktoje apibrėžtyje nenumatytus reguliuojamos rinkos sąvokos aspektus, kuriuos taip pat išanalizuosiu.

Reguliuojamų rinkų daugiašališkumo sąlyga

71. Direktyvos MiFID I 6 konstatuojamojoje dalyje pabrėžiamas Sąjungos teisės aktų leidėjo turėtas ketinimas atskirti daugiašales ir dvišales prekybos finansinėmis priemonėmis sistemas. Joje teigiama, kad į reguliuojamos rinkos ir DPS sąvokas „neturėtų būti įtrauktos dvišalės sistemos, kur investicinė įmonė į visus prekybinius santykius įsitraukia savo sąskaita, o ne kaip rizikos nekelianti sandorio šalis tarp pirkėjo ir pardavėjo“.

72. Nors Direktyvoje MiFID I neapsibrėžiamos daugiašalės sistemos, manau, kad tikslinga remtis Direktyva MiFID II, kurios 4 straipsnio 1 dalies 19 punkte jos apibrėžtos: „daugiašalė sistema – sistema ar priemonė, kurioje kaip sistemoje sąveikauja daugiašaliai trečiųjų šalių pirkimo ir pardavimo interesai“.

73. Atsižvelgdamas į abu tekstus manau, kad prekybos finansinėmis priemonėmis sistema bus daugiašalė, kai joje sąveikauja įvairūs investuotojai, kurie perka ir parduoda finansines priemones, ir kai egzistuoja rizikos nekelianti šalis (platformos valdytojas), kuri tarpininkauja šioms investuotojams, siekdama užtikrinti geresnį sistemos veikimą.

74. Nors Direktyvoje MiFID I taip pat nepateikta įstatyminės dvišalių prekybos sistemų apibrėžties, tos direktyvos 6 konstatuojamojoje dalyje tvirtinama, kad tai sistemos, „kur investicinė įmonė į visus prekybinius santykius įsitraukia savo sąskaita, o ne kaip rizikos nekelianti sandorio šalis tarp pirkėjo ir pardavėjo“. Direktyvos MiFID I 4 straipsnio 1 dalies 6 punkte paaiškinta, kad „sandorių vykdymas savo sąskaita“ yra „prekyba už nuosavas lėšas, sudarant sandorius dėl vienos ar daugiau finansinių priemonių“. Taigi dvišalės prekybos sistemos pasižymi tuo³⁴, kad jose investuotojai finansinėmis priemonėmis prekiauja tiesiogiai su investavimo įmone, kuri veikia savo sąskaita ir naudoja savas lėšas be jokių trečiųjų tarpininkų.

75. Prekybos finansinėmis priemonėmis platformą galima laikyti daugiašale, jeigu: a) joje dalyvauja daug investuotojų, norinčių pirkti ir parduoti finansines priemones; ir b) egzistuoja rizikos nekelianti sandorio šalis (valdytojas), kuris yra atskirų investuotojų tarpininkas, kad būtų užtikrintas tinkamas sistemos veikimas.

32 AFM nurodo, kad *Euronext Amsterdam N.V.* prašymą priimti prejudicinį sprendimą pateikusiam teismui pateikė raštą, kuriame patvirtinama, kad EFS turi reguliuojamos rinkos statusą ir kad visos valstybių narių, kuriose *Euronext* valdo reguliuojamas rinkas (be Nyderlandų, dar Prancūzijos, Jungtinės Karalystės, Belgijos ir Portugalijos), priežiūros institucijos laikosi tokios pačios nuomonės.

33 *Robeco* fondai per teismo posėdį pažymėjo, kad taip yra tik nuo 2012 m., kai AFM įtraukė EFS į reguliuojamų rinkų sąrašą ir pareikalavo mokėti ginčijamus mokesčius.

34 Europos vertybinių popierių rinkos priežiūros institucijų komitetas nurodė, kad žodžių junginys „daugiašalės sistemos“ reiškia, kad neįtraukiamos dvišalės sistemos ir kad jos yra „sistemos, kur individualus subjektas į visus sistemoje pateiktus prekybinius santykius įsitraukia savo sąskaita, o ne kaip rizikos nekelianti sandorio šalis tarp pirkėjo ir pardavėjo“. Kita vertus, sistema, kur daug dalyvių (pavyzdžiui, rinkos kūrėjai) veikia kaip sistemoje pateiktų pavedimų šalys, bus laikoma „daugiašale sistema“ (CESR dokumento *Standards for Alternative Trading Systems*, CESR/02-086b, 2002 m. liepos mėn., 13 punktas (http://www.esma.europa.eu/system/files/l-02_086b.pdf)).

76. Taigi su 55–67 punktuose padarytomis išlygomis reikia patikrinti, ar toks subjektas, koks yra EFS, atitinka šias dvi sąlygas.

77. Pateiktose pastabose *Robeco* fondai tvirtina, kad EFS sistema yra dvišalė. Jų nuomone, tai akcijų paskirstymo į atviruosius investicinius fondus kanalas. Investuotojai gali arba tiesiogiai susisiekti su šiais fondais, arba tai daryti per EFS sistemą. Pastaruoju atveju brokeriai ar tarpininkai surenka klientų pirkimo ir pardavimo pavedimus ir perduoda juos investicinių fondų agentams, kurie veikia EFS sistemoje. Dėl to, kad naudojami EFS, investuotojai gauna tokios naudos, kad ši sistema palengvina prieigą prie didelio skaičiaus investicinių fondų, o pavedimų perdavimas vyksta veiksmingiau. Remiantis *Robeco* teiginiais per teismo posėdį, EFS sistema yra dažniausiai smulkiųjų investuotojų naudojamas būdas įsigyti atvirųjų investicinių fondų akcijų, o stambieji investuotojai paprastai prekiauja tiesiogiai.

78. Taigi EFS sistema yra dvišalė atvirųjų investicinių fondų akcijų pirkimo ir pardavimo pavedimų perdavimo sistema, kurioje brokeriai tarpusavyje nesąveikauja ir palaiko ryšius tik su fondų agentais. Kiekvienas agentas veikia savo sąskaita ir nesudaro akcijų pirkimo ir pardavimo pavedimų porų, o tik kompensuoja jas. Sistema yra tik vieta, kur pateikiami pavedimai, kuriais remiantis sudaromi sandoriai pirminėje rinkoje.

79. Vis dėlto nemanau, kad šių argumentų pakanka, kad būtų galima atmesti prielaidą, jog EFS sistema yra daugiašalė.

80. Kaip pažymi AFM ir Komisija, EFS sistemoje veikia valdytojas (*Euronext Amsterdam N.V.*), kuris fondų agentams perduoda brokerių pateiktus investuotojų pirkimo ir pardavimo pavedimus. Sandoriuose tarp vieno (brokerių) ir kitų (agentų) *Euronext*, kaip EFS valdytojas, veikia kaip trečioji šalis. Šią prekybos platformą jis valdo ne pagal savo nustatytas taisykles, o laikydamasis *Euronext Fund Service Trading Manual*.

81. Brokeriai ir fondų agentai, be abejonės, gali vykdyti dvišalius sandorius, o tai nėra kliūtis EFS laikyti daugiašale sistema nuo to momento, kai trečioji šalis (*Euronext*) ima veikti kaip rinkos valdytojas, kuris suteikia prekybai saugumo, skaidrumo ir didesnę investuotojų apsaugą. Ši aplinkybė paaiškina, kodėl smulkieji investuotojai į atviruosius investicinius fondus yra pagrindiniai EFS sistemos naudotojai. Stambieji investuotojai turi reikiamų žinių, kad galėtų apsisaugoti patys.

82. *Euronext* tarpininkavimas leidžia fondams lengviau pritraukti investuotojų nei tais atvejais, jei šie fondai vykdytų tik dvišalę prekybą. Būtent *Euronext Amsterdam* 2007 m. įsteigė EFS sistemą³⁵, glaudžiai bendradarbiaudamas su AFM ir su Nyderlandų investiciniams fondams atstovaujancia asociacija. *Euronext* tvirtino, kad pagrindinis naujo EFS modelio pranašumas investuotojams yra tai, kad ji veikia „aiškiai reguliuojamoje rinkoje“³⁶.

83. Jeigu investuotojai arba jų brokeriai pirkė ir parduotų akcijas bendraudami tiesiogiai su investicijų fondo agentais ir nesinaudotų EFS sistema, turėtume reikalų su dvišale prekybos sistema, kuri įgytų FT (jei veikia nuolat dažnai ir sistemingai) arba OTC prekybos formą, kuriai netaikoma Direktyva MiFID I (jei veikia tik nereguliariai). Neatrodė, kad taip ir yra šiuo atveju.

³⁵ *Euronext* ketina plėsti EFS sistemą į Prancūziją ir sukurti daugiašalę platformą atviriesiems investiciniams fondams, kurie veikė Paryžiaus biržinėje rinkoje, o ta platforma taip pat vadinsis *Euronext Fund Services* ir ją valdys *Euronext Paris*. Daugiau informacijos *Euronext, Expansion of Euronext Fund Services to include open-end funds on Euronext Paris*, Info-Flash, 2015 m. liepos 24 d.

³⁶ CESR, *Call for Evidence on UCITS Distribution, Reply form Euronext*, CESR/07-205, 2007 m. birželio mėn., p. 2.

84. Be to, EFS daugiašališkumas pasireiškia ir tuo, kad *Euronext* sistemoje yra valdytojas, kuris veikia ne savo sąskaita ir nerizikuoja savo lėšomis. Dar daugiau, *Euronext* draudžiama pirkti, parduoti ar suporuoti fondų akcijas, kad būtų išsaugotas nepriklausomumas ir nešališkumas, kuris jam leidžia laikantis Direktyvos MiFID I reikalavimų perduoti AFM priešprekybinę ir poprekybinę informaciją apie EFS sistemoje įvykusius sandorius.

Reikalavimas, kad reguliuojamoje rinkoje susikirstų įvairių trečiųjų šalių pirkimo ir pardavimo interesai

85. Kitas prašymą priimti prejudicinį sprendimą pateikusiam teismui sunkumų keliantis reguliuojamų rinkų apibrėžties aspektas yra reikalavimas, kad būtų sujungti įvairių trečiųjų šalių išreikšti pardavimo ir pirkimo interesai.

86. *Robeco* fondai teigia, kad EFS sistemoje yra tik dvišaliai brokerio ir fondo agento santykiai ir kad šie santykiai baigiasi akcijų pirkimu ar pardavimu. Taigi nėra jokios fondų agentų tarpusavio arba brokerių tarpusavio sąveikos.

87. Šis argumentas manęs taip pat neįtikina. Kaip tvirtina Jungtinės Karalystės vyriausybė, EFS sistemoje veikiančios atskirų fondų agentai susitinka su įvairiems investuotojams atstovaujančiais brokeriais. Brokeriai gali pasirinkti, kokius sandorius sudaryti su vienu ar kitu fondų agentais, o tie agentai savo ruožtu gali prekiauti su įvairių investuotojų brokeriais. Todėl sujungiami arba sąveikauja įvairių trečiųjų šalių pirkimo ir pardavimo interesai, o ši savybė yra būdinga reguliuojamai rinkai arba bet kuriai dvišalei prekybos finansinėmis priemonėmis platformai.

88. EFS sistema nėra paprastas *informacinių technologijų kanalas* pavedimams perduoti. Tai sistema, kurioje prekiaujama finansiniais instrumentais (akcijomis ir atviruosius investicinius fondus) ir kurios veikla vykdoma laikantis sistemos valdytojo, t. y. *Euronext*, nustatytų taisyklių *prekybos vadove*³⁷.

89. Tokia sąveika neleidžiama dvišalėse prekybos sistemose (kaip antai FT). Dėl šios priežasties Direktyvos MiFID II 17 konstatuojamojoje dalyje, kurią galima naudoti kaip hermeneutikos elementą, nors ji dar neįsigaliojo, nustatyta, kad „nors prekybos vietos yra sistemos, kuriose sąveikauja daug trečiųjų šalių pirkimo ir pardavimo interesų, sistemingai sandorius savo viduje sudarančiam tarpininkui neturėtų būti leidžiama sujungti trečiųjų šalių pirkimo ir pardavimo interesų funkciniu požiūriu tokiu pačiu būdu kaip ir prekybos vietoje“.

90. Reikia turėti galvoje, kad atvirasis investicinis fondas yra KIPVPS, kurio tikslas, kaip minėjau, – pritraukti lėšas su tikslu jas investuoti ir bendrai valdyti, taip paskirstant riziką ir iš šių investicijų gaunamą pelną fondo dalyviams, kurie taip gali gauti pelną, patirdami mažesnę riziką.

91. Atvirajam investiciniam fondui svarbiausia pritraukti dalyvių lėšas, ir būtent to siekė Nyderlandų fondai, sukurdami organizuotos prekybos sistemą, kaip antai EFS. Šios sistemos tikslas – sudaryti palankesnes sąlygas siekiant sujungti agentų atstovaujamų fondų pardavimo bei pirkimo ir investuotojų, kurie nori įsigyti ar parduoti šių fondų akcijas ir kurie EFS sistemoje dalyvauja per savo brokerius, interesus. Priešingai nei OTC prekybos sistemos arba FT, EFS sistema suteikia neabejotinos naudos, kai reikia sudaryti palankesnes sąlygas susieti atvirųjų investicinių fondų akcijų pirkėjų ir pardavėjų interesus.

³⁷ Minėtas *Euronext Investment Fund Services Trading Manual* vėliau buvo pakeistas *Trading Manual for the NAV Trading Facility*.

92. Be to, jeigu *Robeco* fondai toliau parduoda savo akcijas, kaip pripažino jų gynėjas per teismo posėdį, per dvišalę prekybą, nesuprantu, kaip prekybos sistema, kurioje veikia *Euronext*, galėti būti taip pat kvalifikuojama kaip dvišalė. Trečiosios šalies kaip nepriklausomo valdytojo tarpininkavimas, kuris dvišalėje prekyboje neegzistuoja, aiškiai parodo, mano manymu, kad EFS sistema yra daugiašalė sistema, sukurta siekiant sudaryti palankesnes sąlygas sąveikauti įvairių trečiųjų šalių pirkimo ir pardavimo interesams, siekiant prekiauti atvirųjų investicinių fondų akcijomis.

Kiti galimi reguliuojamos rinkos sąvokos aspektai

93. Prašymą priimti prejudicinį sprendimą priėmęs teismas ir *Robeco* fondai nurodė kitus aspektus, kurie, kaip jie mano, apibūdina reguliuojamas rinkas. Konkrečiai jie nurodė: a) prekybos sistemoje taikomų kainų formavimo mechanizmą; b) sistemos pirminį pobūdį; ir c) piktnaudžiavimo rinka rizikos buvimą ar nebuvimą. Jų teigimu, šių aspektų taikymas EFS sistemai patvirtintų, jog tai yra dvišalė sistema, o ne daugiašalė prekybos finansinėmis priemonėmis platforma.

94. Iš karto turiu pažymėti, kad nė vienas iš šių aspektų nenurodytas Direktyvos MiFID I 4 straipsnio 1 dalies 14 punkte pateiktoje reguliuojamos rinkos apibrėžtyje, ir nemanau, kad šie aspektai tame punkte nurodyti numanomai, todėl nereikia į juos atsizvelgti nustatant, ar platforma, kaip antai EFS sistema, yra reguliuojama rinka, ar ne.

95. Kiek tai susiję su pirmuoju veiksmu, prašymą priimti prejudicinį sprendimą pateikęs teismas paaikškina, kad EFS sistemoje sandoriai sudaromi būsimų kainų nustatymo pagrindu, t. y. remiantis inventorine grynąja verte, apskaičiuota remiantis po sustabdymo laiko galiojančiu kursu³⁸. Pasak *Robeco* fondų, tokio sandorių kainų EFS sistemoje nustatymo būdo nereglamentuoja šioje platformoje prekiaujamų finansinių priemonių pasiūlos ir paklausos dėsniai, kurie turėtų būti taikomi reguliuojamoje rinkoje.

96. Vis dėlto Direktyvoje MiFID I nenurodyta nė vieno kainos sudarymo būdo kaip aspekto, kuris būdingas reguliuojamoms rinkoms. Todėl šis veiksnys neturi reikšmės nustatant, ar, remiantis šia direktyva, EFS sistema yra reguliuojama rinka, ar ne.

97. Tai patvirtina Direktyvos MiFID I 29 straipsnio 2 dalis ir 44 straipsnio 2 dalis, išplėtos Reglamento Nr. 1287/2006 18 straipsnyje, kuriame numatyta galimybė nustatyti priešprekybinių skaidrumo įsipareigojimų išimtis DPS ir reguliuojamų rinkų atveju, kai kainos nustatomos su platformoje prekiaujamų finansinių priemonių pasiūla ir paklausa nesusijusiais mechanizmais. Tokia išimtis logiškai taikoma, nes gali būti reguliuojamų rinkų, kurios veikia pagal skirtingus kainų sudarymo mechanizmus.

98. Be to, remiantis per teismo posėdį AFM pateikta informacija, akcijų pasiūla ir paklausa atlieka tam tikrą vaidmenį sudarant kainas EFS sistemoje. Kai fondo akcijų paklausa ir pasiūla sutampa, fondo agentas jas kompensuoja, tačiau jeigu paklausa viršija pasiūlą, investuotojai moką papildomą procentą už akcijas, o priešingu atveju jiems pritaikoma nuolaida. Didesnė atvirojo investicinio fondo akcijų pasiūla ar paklausa priklauso nuo jų investicijų į finansinių priemonių rinkas rezultato.

99. Antrasis prašymą priimti prejudicinį sprendimą pateikęs teismo ir *Robeco* fondų nurodytas veiksnys susijęs su rinkos, kurioje išleidžiamos ir pasirašomos atvirųjų investicinių fondų akcijos, pirminiu pobūdžiu; neegzistuoja jokios antrinės prekybos šiomis finansinėmis priemonėmis.

³⁸ Žr. išvados 31 punkte pateiktą išsamesnį šio mechanizmo aprašymą.

100. Vis dėlto Direktyvoje MiFID I pateiktoje reguliuojamos rinkos apibrėžtyje nepateikta jokios nuorodos į šį aspektą (jos nepateikta ir DPS apibrėžtyje). Be to, kaip teigia Komisija, reguliuojamoje rinkoje galimas tiek pradinis (pirminis) finansinių priemonių platinimas, tiek vėlesnė antrinė prekyba tomis priemonėmis³⁹. Todėl tai, kad investicinių fondų akcijų emisijos ir pasirašymas nėra vėlesnės prekybos dalykas, nesudaro kliūčių EFS kvalifikuoti kaip reguliuojamos rinkos.

101. Be to, kaip nurodo Jungtinės Karalystės vyriausybė, Reglamentas (ES) Nr. 1031/2010⁴⁰ susijęs su šiltnamio efektą sukeliančių dujų apyvartinių taršos leidimų pardavimu aukcione, o tai yra pirminė prekyba finansinėmis priemonėmis. Remiantis to reglamento 35 straipsnio 1 dalimi, „aukcionai vykdomi tik aukciono platformoje, kuri yra 4 dalies antroje pastraipoje nurodytų kompetentingų nacionalinių institucijų pagal 5 dalį patvirtinta kaip reguliuojama rinka“. Taigi taikant šią normą aiškiai leidžiama su pirminėmis rinkomis susijusius sandorius vykdyti reglamentuojamoje rinkoje pagal Direktyvoje MiFID I nustatytas sąlygas.

102. Galiausiai *Robeco* fondai teigia, o prašymą priimti prejudicinį sprendimą pateikęs teismas pritaria jų teiginiui, kad EFS sistemoje praktiškai nėra jokios piktnaudžiavimo rinka rizikos ir kad dėl tos priežasties šios rinkos kvalifikavimas kaip reguliuojamos rinkos (taip atsirastų pareiga pateikti informaciją apie investicinių fondų valdytojų veiklą) investuotojų apsaugai nesuteiktų nieko.

103. Vis dėlto manau, kad ir šiam argumentui negalima pritarti. Viena vertus, Direktyvoje MiFID I pateiktoje reguliuojamos rinkos apibrėžtyje nenumatyta didesnės ar mažesnės galimybės piktnaudžiauti rinka. Kita vertus, AFM paneigė (mano nuomone, pagrįstai) *Robeco* teiginį, kuriame patvirtinama galimybė piktnaudžiauti rinka ar prekiauti viešai neatskleista informacija tokiose sistemose, kokia yra EFS sistema.

104. Konkrečiai kalbant, AFM pateikė pavyzdžių, kai tokie neteisėti veiksmai buvo atliekami per prekybą investicinių fondų akcijomis. Kai didelis valdytojas palieka investicinį fondą, jis turi viešai neatskleistos informacijos, kuria gali pasinaudoti ir taip piktnaudžiauti rinka, o tai turėtų įtakos akcijų vertei⁴¹; ši aplinkybė gali susiklostyti ir tuo atveju, kai priimamas sprendimas atvirąjį investicinį fondą transformuoti į uždarą KIPVPS.

105. Direktyvos 2003/6, kuri *ratione temporis* taikoma pagrindinėje byloje, 9 straipsnyje numatyta tik pareiga pateikti informaciją apie bendrovių, dirbančių su priemonėmis, kuriomis leidžiama prekiauti reglamentuojamose rinkose, valdytojus, nes tai buvo vienintelė organizuotos prekybos sistemos rūšis, egzistavusi tos direktyvos priėmimo momentu. Vėliau, kaip aiškinau, Direktyva MiFID I sukūrė DPS, o Direktyvoje MiFID II numatyta sukurti OPS, kaip naujas organizuotos prekybos daugiašales sistemas. Sisteminiis šių normų aiškinimas leidžia daryti išvadą, kad pareiga priežiūros institucijoms pateikti

³⁹ Pasak N. Moloney, reguliuojamos rinkos sąvoka „is therefore „opting in“ in design and captures the distinct primary market capital-rising and secondary market trading functionalities“ (N. Moloney *ES Securities and Financial Markets Regulation*, 3-iasis leid., Oxford University Press, Oksfordas, 2014, p. 463).

⁴⁰ 2010 m. lapkričio 12 d. Komisijos reglamentas (ES) Nr. 1031/2010 dėl šiltnamio efektą sukeliančių dujų apyvartinių taršos leidimų pardavimo aukcione pagal Europos Parlamento ir Tarybos direktyvą 2003/87/EB, nustatančią šiltnamio efektą sukeliančių dujų emisijos leidimų sistemą Bendrijoje, terminų, administravimo ir kitų aspektų (OL L 302, 2010, p. 1).

⁴¹ *Pimco* fondo valdytojo pasitraukimas 2014 m. rugsėjo mėn. lėmė tai, kad buvo atsiimta 3 700 mln. eurų (<https://www.ft.com/content/56aa4284-4fc1-11e4-a0a4-00144feab7de>). Taip pat didelės reikšmės turėjo *Ignis Asset Management* valdytojo perėjimas į *Old Mutual Global Investors* 2014 m. pabaigoje ir *Bestinver Asset Management* fondų valdytojo pasitraukimas (<http://www.expansion.com/2014/09/23/mercados/fondos/1411459605.html>).

informaciją, kad būtų užkardytas neteisėtas piktnaudžiavimas viešai neatskleista informacija (Direktyvos 2003/6 6 straipsnis), turi būti taip pat taikoma naujų organizuotos prekybos finansinėmis priemonėmis sistemų, įtvirtintų po 2003 m. priimtose Sąjungos teisės nuostatose, valdytojams. Šis aiškinimas visiškai patvirtintas naujajame Reglamente (ES) Nr. 596/2014⁴².

106. Mano siūlomas aiškinimas, kad tokia prekybos sistema, kokia yra EFS, turi būti kvalifikuojama kaip reguliuojama rinka remiantis Direktyva MiFID I, atitinka šia direktyva siekiamus tikslus.

107. Iš tiesų MiFID I normų visumos tikslas, kuris patvirtintas MiFID II, buvo reglamentuoti ir kontroliuoti skirtingas naujai atsirandančias prekybos sistemas, paliekant nuošalyje tik dvišalę ir nereguliarią prekybą finansinėmis priemonėmis⁴³. Taigi bet kokia organizuota prekyba turi būti priskirta prie vienos iš MiFID I nuostatose, o po 2018 m. sausio 3 d. – prie MiFID II nuostatose numatytų daugiašalių ar dvišalių sistemų⁴⁴. Taip skatinama adekvatesnė skirtingų prekybos sistemų konkurencija, nerizikuojant, kad ūkio subjektai, besirūpinantys, kaip išvengti priežiūros valdžios institucijų kontrolės, gali sukurti OTC prekybos sistemas. Jeigu Direktyvoje MiFID I pateikta reguliuojamos rinkos sąvoka būtų aiškinama taip, kad į ją nepatenka prekybos platformos, kaip antai EFS sistema, t. y. platformos, kuriose investuotojai sąveikauja su atviraisiais investiciniais fondais, tai neleistų įgyvendinti Sąjungos teisės aktų leidėjo šioje srityje siekiamų tikslų.

IV. Išvada

108. Atsižvelgdamas į tai, kas išdėstyta, siūlau Teisingumo Teismui taip atsakyti į *College van beroep voor het bedrijfsleven* (Apeliacinis administracinis ekonominių bylų teismas, Nyderlandai) prejudicinį klausimą:

Daugiašalė organizuota prekybos finansinėmis priemonėmis sistema, kurioje sąveikauja per brokerius išreikšti investuotojų ir atvirųjų investicinių fondų, kuriems atstovauja jų agentai ir kuriuos valdo nepriklausomi valdytojai, pirkimo ir pardavimo interesai, turi būti kvalifikuojama kaip reguliuojama rinka, kaip tai suprantama pagal 2004 m. balandžio 21 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2004/39/EB dėl finansinių priemonių rinkų, iš dalies keičiančios Tarybos direktyvas 85/611/EEB, 93/6/EEB ir Europos Parlamento ir Tarybos direktyvą 2000/12/EB bei panaikinančios Tarybos direktyvą 93/22/EEB, 4 straipsnio 1 dalies 14 punktą.

42 2014 m. balandžio 16 d. Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) Nr. 596/2014 dėl piktnaudžiavimo rinka (Piktnaudžiavimo rinka reglamentas) ir kuriuo panaikinama Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2003/6/EB ir Komisijos direktyvos 2003/124/EB, 2003/125/EB ir 2004/72/EB (OL L 173, 2014, p. 1). Šio reglamento 8 konstatuojamojoje dalyje pasakyta: „Direktyva 2003/6/EB visų pirma taikoma finansinėms priemonėms, kuriomis leidžiama prekiauti reguliuojamoje rinkoje arba dėl kurių paduotas prašymas leisti jomis prekiauti tokiose rinkose. Tačiau pastaraisiais metais finansinėmis priemonėmis vis dažniau prekiaujama daugiašalėse prekybos sistemose (DPS). Taip pat yra finansinių priemonių, kuriomis prekiaujama tik kitų rūšių organizuotose prekybos sistemose arba kuriomis prekiaujama tik ne biržoje. Todėl šio reglamento taikymo sritis turėtų apimti bet kokias finansines priemones, kuriomis prekiaujama reguliuojamoje rinkoje, daugiašalėje ar organizuotoje prekybos sistemoje, ir bet kokius kitus veiksmus, galinčius turėti poveikį tokioms finansinėms priemonėms, nepriklausomai nuo to, ar jomis prekiaujama prekybos vietoje. <...>. Tai turėtų leisti pagerinti investuotojų apsaugą, turėtų būti išsaugotas rinkų vientisumas ir užtikrinta, kad būtų aiškiai draudžiama piktnaudžiauti rinka prekiaujant tokiomis priemonėmis“.

43 Šiuo klausimu Direktyvos MiFID II 1 straipsnio 7 dalyje pasakyta: „Visos daugiašalės prekybos finansinėmis priemonėmis sistemos DPS arba OPS atveju veiklą vykdo pagal II antraštinės dalies nuostatas, arba reguliuojamų rinkų atveju – pagal III antraštinės dalies nuostatas. Bet kokia investicinė įmonė, kuri organizuotai, dažnai, sistemingai ir didele apimtimi savo sąskaita užsiima prekyba vykdydama klientų pavedimus ne reguliuojamoje rinkoje, DPS arba OPS veiklą vykdo pagal Reglamento (ES) Nr. 600/2014 III antraštinę dalį. Nedarant poveikio Reglamento (ES) Nr. 600/2014 23 ir 28 straipsniams, visi finansinių priemonių sandoriai, kaip nurodyta pirmoje ir antroje pastraipose, kurie nėra sudaromi daugiašalėse sistemose arba per sistemingai sandorius savo viduje sudarančius tarpininkus, turi atitikti atitinkamas Reglamento (ES) Nr. 600/2014 III antraštinės dalies nuostatas“.

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