Ġabra tal-ġurisprudenza

KONKLUŻJONIJIET TAL-AVUKAT ĠENERALI
CAMPOS SÁNCHEZ-BORDONA
ppreżentati fis-26 ta’ April 2017[1]

Kawża 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
vs
Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM)

[talba għal deċiżjoni preliminari mressqa mill-College van beroep voor het bedrijfsleven (qorti tal-appell għal kwistjonijiet ekonomiċi, il-Pajjiżi l-Baxxi)]

“Swieq tal-istrumenti finanzjarji - Sistemi multilaterali tal-kummerċ - Kunċett tas-suq irregolat - Operatur ta’ fondi ta’ investiment - Fondi ta’ investiment miftuħa - Abbuż tas-suq u użu ta’ informazzjoni minn ġewwa”

1. Is-sistemi tal-kummerċ ta’ strumenti finanzjarji għaddew minn evoluzzjoni mgħaġġla fis-snin reċenti, bħala riżultat tad-diversifikazzjoni tal-prodotti finanzjarji kkummerċjalizzati.

2. In-neċessità li l-investituri jiġu offerti protezzjoni adegwata, li jitnaqqas ir-riskju u li tiżdied is-sorveljanza pubblika tal-funzjonament ta’ dawn is-swieq, sabiex tiġi żgurata l-istabbiltà finanzjarja, irrikjediet aġġustament progressiv tas sistemi tal-kummerċ. Mas-swieq azzjonarji tradizzjonali ngħaqdu pjattaformi ġodda, kemm dawk multilaterali kif ukoll bilaterali, li jippermettu l-operazzjoni ta’ kull tip ta’ strument finanzjarju, mill-iktar sempliċi sal-iktar wieħed sofistikat.

3. Il-leġiżlatur tal-Unjoni daħal b’mod sħiħ fir-regolamentazzjoni ta’ dan is-settur. Għal dak il-għan, u permezz ta’ terminoloġija li xi kultant diffiċli tinftiehem, żviluppa, bħala figuri pprovduti bil-profili tagħhom stess, is-“swieq irregolati”, is-“sistemi multilaterali ta’ finanzjament”, il-“faċilitajiet organizzati tan-negozjar”, u l-“internalizzaturi sistematiċi” (iktar ’il quddiem, “IS”).

1 Lingwa oriġinali: l-Ispanjol.

4. Din il-kawża ser tippermetti lill-Qorti tal-Ġustizzja testendi l-ġurisprudenza emerġenti tagħha dwar il-karatteristiċi tas-sistemi tal-kummerċ, partikolarment fis-swieq irregolati. Il-qorti tar-rinviju tixtieq tkun taf jekk sistema msejħa Euronext Fund Service (iktar 'il quddiem, "EFS"), ġestita minn Euronext Amsterdam N.V. [2], hijiex suq irregolat jew le, meta jitqies li fiha jinteraġixxu biss investituri b'fondi ta' investiment miftuħa.

I. Il-kuntest ġuridiku

A. Id-dritt tal-Unjoni

5. Id-dispożizzjonijiet l-iktar rilevanti għal din il-kawża jinsabu fid-Direttiva 2004/39/KE [3] (magħrufa bħala "Direttiva MiFID I") u fir-regoli ta' implementazzjoni ewlenin tagħha, li huma d-Direttiva 2006/73/KE [4] u r-Regolament (KE) Nru 1287/2006 [5] (iktar 'il quddiem ir-"regoli MiFID I" jew "ġabra leġiżlattiva MiFID I"). Ser ikun importanti li titqies ukoll id-Direttiva 2003/6/KE [6].

6. Il-grupp iffurmat mid-Direttiva MiFID I u r-regoli ta' implementazzjoni tagħha ġie affettwat mill-kriżi finanzjarja tal-2008, li kixfet xi nuqqasijiet fil-funzjonament u fit-trasparenza tas-swieq finanzjarji. Barra minn hekk, l-iżvilupp teknoloġiku wassal għat-tisħiħ tal-kuntest leġiżlattiv, speċjalment tas-sistemi tal-kummerċ, sabiex tiżdied it-trasparenza tagħhom, titjieb il-protezzjoni tal-investituri, tissaħħaħ il-fiduċja, jiġu indirizzati l-oqsma ta' applikazzjoni li sa issa ma ġewx koperti u jiġi ggarantit li s-superviżuri jkollhom il-ħiliet meħtieġa sabiex iwettqu l-kompiti tagħhom.

7. Konsegwentement, il-ġabra leġiżlattiva MiFID I, li daħlet fis-seħħ fl-2007, ser tiġi ssostitwita, mit-3 ta' Jannar 2018 bil-MiFID II, li hija komposta, essenzjalment, mid-Direttiva 2014/65/UE [7] (iktar 'il quddiem, "Direttiva MiFID II") u mir-Regolament (UE) Nru 600/2014 [8]. Għalkemm id-Direttiva MiFID II għadha ma daħlitx fis-seħħ u ovvjament ma tapplikax għall-kawża prinċipali, din fiha xi gwidi utli għal-interpretazzjoni tar-regoli MiFID I.

1. Direttiva 2004/39

8. Id-Direttiva MiFID I fl-Artikolu 1(1) tagħha tipprovdi li "għandha tapplika għad-ditti ta' l-investiment u s-swieq irregolati".

2 Euronext Amsterdam N.V tirreklama lilha nfisha bħala s-suċċessur għall-borża storika ta' Amsterdam u topera taħt il-formola ta' suq irregolat.

3 Direttiva tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill, tal-21 ta' April 2004, dwar is-swieq fl-istrumenti finanzjarji, li temenda d-Direttivi tal-Kunsill 85/611/KEE u 93/6/KEE u d-Direttiva 2000/12/KE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill u li tħassar id-Direttiva tal-Kunsill 93/22/KEE (ĠU Edizzjoni Speċjali bil-Malti: Kapitolu 6 Vol. 7 p. 263).

4 Direttiva tal-Kummissjoni, tal-10 ta' Awwissu 2006, li timplimenta d-Direttiva 2004/39/KE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill rigward ir-rekwiżiti organizzattivi u l-kundizzjonijiet ta' ħidma tal-kumpaniji tal-investiment u t-termini definiti għall-għanjiet ta' dik id-Direttiva (ĠU L 338M, p. 463).

5 Regolament tal-Kummissjoni, tal-10 ta' Awwissu 2006, li jimplimenta d-Direttiva 2004/39/KE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill dwar l-obbligi tad-ditti ta' investiment li jżommu r-reġistri, ir-rapportaġġ tat-tranżazzjonijiet, it-trasparenza tas-suq, l-ammissjoni ta' l-istrumenti finanzjarji għan-negozjar, u t-termini ddefiniti għall-finijiet ta' dik id-Direttiva (ĠU L 322M, 2.12.2008, p. 253)

6 Direttiva tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill, tat-28 ta' Jannar 2003, dwar insider dealing u manipulazzjoni tas-suq (abbuż tas-suq) (ĠU Edizzjoni Speċjali bil-Malti: Kapitolu 6 Vol. 4 p. 367).

7 Direttiva tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill, tal-15 ta' Mejju 2014, dwar is-swieq fl-istrumenti finanzjarji u li temenda d-Direttiva 2002/92/KE u d-Direttiva 2011/61/UE (ĠU 2014, L 173, p. 349).

8 Regolament tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill, tal-15 ta' Mejju 2014, dwar is-swieq tal-istrumenti finanzjarji u li jemenda r-Regolament (UE) Nru 648/2012 (ĠU L 173, 12.6.2014, p. 84).

9. Il-premessi 2, 5, 6, 44 u 49 tagħha huma fformulati kif ġej:

"(2) […] huwa meħtieġ li jiġi pprovvdut il-grad ta' armonizzazzjoni meħtieġ sabiex joffri lill-investituri livell għoli ta' protezzjoni u sabiex id-ditti ta' l-nvestiment jitħallew jipprovdu servizzi ġewwa l-Komunità kollha, ġaladarba hi Suq Waħdieni, fuq il-bażi tas-sorveljanza tal-pajjiż tal-post […]

[…]

(5) […] li tiġi magħrufa d-dehra ta' ġenerazzjoni ġdida ta' sistemi orgnizzati tal-kummerċ spalla ma' spalla mas-swieq irregolati li għandhom jiġu ssoġġettati għall-obbligi maħtura sabiex jippriservaw il-funzjonament effiċjenti u bl-ordni tas-swieq finanzjarji […]

[…]

(6) Għandhom jiġu introdotti d-definizzjonijiet ta' suq irregolat u MTF[9] u allineati mill-qrib ma' xulxin sabiex jirriflettu li jirrappreżentaw l-istess funzjonalità organizzata tal-kummerċ. Id-defininizzjonijiet għandhom jeskludu sistemi bilaterali meta ditta ta' l-investiment tidħol f'kull kummerċ akkont tagħha nfisha u mhux bħala kontroparti mingħajr riskji mqiegħda bejn il-bejjiegħ u x-xerrej. It-terminu 'sistema' jiġbor lil dawn is-swieq kollha li huma komposti minn sett ta' regoli u pjattaforma tal-kummerċ kif ukoll lil dawk li jiffunzjonaw biss fuq il-bażi ta' sett ta' regoli. Is-swieq irregolati u l-MTFs mhumiex obbligati li joperaw sistema 'teknika' sabiex tqabbel l-ordnijiet. Suq li jkun kompost biss minn sett ta' regoli li jirregola aspetti li jkollhom x'jaqsmu mas-sħubija, l-ammissjoni ta' l-istrumenti għall-kummerċ, il-kummerċ bejn il-membri, ir-rappurtaġġ u, meta japplikaw, l-obbligi tat-trasparenza huwa suq irregolat jew MTF fit-tifsira ta' din id-Direttiva u t-transazzjonijiet konklużi skond dawn ir-regoli huma kkunsidrati li jiġu konklużi skond is-sistemi tas-suq irregolat jew ta' MTF. It-terminu 'interessi tax-xiri u l-bejgħ' irid jiġi mifhum f'sens wiesgħa u jinkludi l-ordnijiet, il-kwotazzjonjiet u l-indikazzjoni ta' interess. Il-ħtieġa li l-interessi jinġiebu flimkien fis-sistema permezz ta' regoli mhux diskrezzjonali ffissati mill-operatur tas-sistema tfisser li dawn jinġiebu flimkien skond ir-regoli tas-sistema jew permezz tal-protokolli tas-sistema jew tal-proċeduri interni operattivi (inklużi l-proċeduri inkorporati fis-software tal-kompjuterijiet). It-terminu 'regoli mhux diskrezzjonali' ifisser li dawn ir-regoli jħallu lid-ditta ta' l-investiment topera MTF mingħajr ebda diskrezzjoni rigward kif jistgħu jinteraġixxu l-interessi. Id-definizzjonijiet jeħtieġu li l-interessi jinġiebu flimkien hekk illi jirriżultaw f'kuntratt, fit-tifsira li t-twettiq isir skond ir-regoli tas-sistema jew permezz tal-protokolli tas-sistema jew il-proċeduri interni operattivi

[…]

(44) Bil-mira doppja li jiġu protetti l-investituri u li jiġi żgurat l-operat bla xkiel tas-swieq tat-titoli, huwa meħtieġ li jiġi żgurat illi tinkiseb t-trasparenza tat-transazzjonijiet u li r-regoli stabbiliti għal dan il-għan japplikaw għad-ditti ta' l-investiment meta joperaw fis-swieq. Sabiex l-investituri u l-parteċipanti fis-swieq jiġu megħjuna jistmaw f'kull waqt it-termini ta' transazzjoni fl-ishma li jkunu qegħdin jikkunsidraw u sabiex wara jivverifikaw il-kondizzjonijiet li fihom tkun ġiet imwettqa, għandhom jiġu stabbiliti regoli komuni għall-pubblikazzjoni tad-dettalji tat-transazzjonijiet ikkompletati f'ishma u għall-iżvelar tad-dettalji ta' l-opportunitajiet korrenti għall-kummerċ fl-ishma. Dawn ir-regoli huma meħtieġa sabiex jiżguraw l-integrazzjoni effettiva tas-swieq ta' l-ekwità ta' l-Istati Membri, sabiex jippromwovu l-effikaċja tal-proċess ġenerali tal-formazzjoni tal-prezzijiet għall-istrumenti ta' l-ekwità, u sabiex jgħinu l-operat effettiv ta' l-obbligi ta' 'l-aħjar twettiq'. Dawn il-konsiderazzjonijiet jeħtieġu reġim komprensiv ta' trasparenza li japplika għat-transazzjonijiet kollha fl-ishma irrispettivament mit-twettiq tagħhom minn ditta ta' l-investiment fuq bażi bilaterali jew permezz tas-swieq irregolati jew il-MTFs.

9 It-taqsir MTF jintuża fid-Direttiva 2004/39 bħala taqsir ta' "Multilateral Trading Facilities" [sistema multilaterali tal-kummerċ].

L-obbligi għad-ditti ta' l-investiment skond din id-Direttiva sabiex jikkwotaw offerta u joffru prezz u sabiex iwettqu ordni bil-prezz ikkwotat ma jeħilsux lid-ditti ta' l-investment mill-obbligu li jgħaddu ordni lejn post ieħor tat-twettiq meta din l-internalizzazzjoni tkun tista' tipprevjieni lid-ditta milli tikkonforma ma' l-obbligi ta' 'l-aħjar twettiq'

[…]

(49) L-awtorizzazzjoni għal ħidma f'suq irregolat għandha testendi għall-attivitajiet kollha li għandhom x'jaqsmu direttament mal-wirja, il-proċessar, it-twettiq, il-konferma u r-rappurtaġġ ta' l-ordnijiet mill-punt li fih dawn l-ordnijiet jiġu rċevuti mis-suq irregolat sal-punt li fijh jiġu trasmessi għall-finalizzazzjoni sossegwenti, u għall-attivitajiet li għandhom x'jaqsmu mad-dħul ta' l-istrumenti finanzjarji fil-kummerċ. Dan għandu jinkludi wkoll it-transazzjonijioet konklużi permezz tal-medju ta' dawk maħtura li jagħmlu s-suq maħtura mis-suq irregolat li jindaħlu għalih skond is-sistemi tiegħu u skond ir-regoli li jirregolaw dawn is-sistemi. Mhux it-transazzjonijiet kollha konklużi mill-membri jew mill-parteċipanti tas-suq irregolat jew tal-MTF iridu jiġu kkunsidrati bħala konklużi ġewwa s-sistemi ta' suq irregolat jew MTF. It-transazzjonijiet li l-membri jew il-parteċipanti jikkonkludu fuq bażi bilaterali u li ma jikkonformawx ma' l-obbligi kollha stabbiliti għal suq irregolat jew għal MTF skond din id-Direttiva għandhom jiġu kkunsidrati bħala transazzjonijiet konklużi 'l barra minn suq irregolat jew MTF għall-għanijiet tad-definizzjoni ta' internalizzatur sistematiku. F'dan il-każ għandu japplika l-obbligu tad-ditti ta' l-investiment li tagħmel pubbliku l-kwotazzjonijiet sodi jekk jiġu sodisfatti l-kondizzjonijiet stabbiliti b'din id-Direttiva."

10. L-Artikolu 4(1)(7), (13), (14) u (15) jipprovdi l-kunċetti li ġejjin:

"7) 'Internalizzatur sistematiku' ifisser ditta ta' l-investiment li, fuq bażi organizzat, frekwenti u sistematiku, tinnegozja akkont tagħha nfisha billi twettaq l-ordnijiet tal-klijenti barra minn suq irregolat jew MTF.

[…]

13) 'Operatur tas-suq' ifisser persuna jew persuni li jiġġestjonaw u/jew joperaw il-kummerċ ta' suq irregolat. L-operatur tas-suq jista' jkun is-suq irregolat innifsu.

14) 'Suq irregolat' ifisser sistema multilaterali mħaddma u/jew immaniġġjata minn operatur tas-suq, li ġġib flimkien, jew tiffaċilita li ġġib flimkien l-interessi multipli tax-xiri u l-bejgħ ta' partijiet terzi u l-interessi tal-bejgħ fi strumenti finanzjarji - fis-sistema u skond regoli mhux diskrezzjonali - f'manjiera li tirriżulta f'kuntratt, rigward l-istrumenti finanzjarji imdaħħla għall-kummerċ skond ir-regoli u/jew is-sistemi tagħha, u li hija awtorizzata u tiffunzjona b'mod regolari u skond id-dispożizzjonijiet tat-Titolu III.

15) 'Faċilità multilaterali tal-kummerċ (MTF)' tfisser sistema multilaterali, imħaddma minn ditta ta' l-investiment jew minn operatur tas-suq, li ġġib flimkien l-interessi multipli tax-xiri u l-bejgħ minn partijiet terzi fi strumenti finanzjarji - fis-sistema u skond ir-regoli mhux diskrezzjonali - f'manjiera li tirriżulta f'kuntratt skond id-dispożizzjonijiet tat-Titolu II".

__2.__ Regolament 1287/2006

11. L-Artikolu 2(8) jiddefinxxi "sit tan-negozjar" bħala "suq irregolat, MTF jew internalizzatur sistematiku li jaġixxi fil-kapaċità tiegħu bħala tali u, fejn ikun xieraq, sistema barra mill-Komunità b'funzjonijiet simili għal suq irregolat jew MTF".

12. L-Artikolu 5 ta' dan ir-regolament jispeċifika:

"Għall-finijiet ta' dan ir-Regolament, referenza għal tranżazzjoni hija referenza biss għax-xiri u għall-bejgħ ta' strument finanzjarju. Għall-finijiet ta' dan ir-Regolament, għajr għall-Kapitolu II, ix-xiri u l-bejgħ ta' strument finanzjarju ma jinkludu l-ebda fattur minn dawn li ġejjin:

[…]

c) tranżazzjonijiet primarji tas-suq (bħal ħruġ, allokazzjoni jew sottoskrizzjoni) fi strumenti finanzarji li jaqgħu taħt l-Artikolu 4(1)(18)(a) u (b) tad-Direttiva 2004/39/KE."

13. L-Artikolu 21(1), jelenka l-kriterji sabiex jiġi ddeterminat jekk ditta ta' investiment hijiex IS:

"Fejn ditta ta' investiment tinnegozja għaliha nfisha billi twettaq l-ordnijiet tal-klijenti barra minn suq irregolat jew MTF, din għandha tiġi ttrattata bħala internalizzatur sistematiku jekk tissodisfa l-kriterji li ġejjin li jindikaw li twettaq dik l-attività fuq bażi organizzata, frekwenti u sistematika:

a) l-attività jkollha rwol kummerċjal materjali għad-ditta, u titwettaq skond regoli u proċeduri mhux diskrezzjonarji;

b) l-attività titwettaq minn persunal, jew permezz ta' sistema teknika awtomatizzata, assenjata għal dak il-fini, irrispettivament minn jekk dak il-persunal jew dik is-sistema jintużax esklussivament għal dak il-fini;

c) l-attività tkun għad-dispożizzjoni tal-klijenti fuq bażi regolari jew kontinwa."

3. Id-Direttiva 2003/6

14. L-Artikolu 1(1) tagħha jipprovdi li:

"Informazzjoni minn ġewwa' għandha tfisser informazzjoni ta' natura preċiża li ma saritx pubblika, li tirrelata, direttament jew indirettament, għal wieħed jew iktar li joħorġu strumenti finanzjarji jew għal strument finanzjarju wieħed jew iktar u li, li kieku saret pubblika, x'aktarx kien ikollha effett sinifikanti fuq il-prezzijiet ta' dawk l-istrumenti finanzjarji jew fuq il-prezz ta' strumenti finanzjarji derivattivi relatati."

15. Skont l-Artikolu 6(4) tagħha:

"Persuni li jiskarikaw responsabbiltajiet amministrattvi lil min joħroġ strumenti finanzjarji u, meta applikabbli, persuni assoċjati miegħu mill-qrib, għandhom, għall-inqas, jinnotifikaw lill-awtorità kompetenti bl-eżistenza ta' operazzjonijiet immexxija għall-kont proprju li jirrelataw għal ishma ta' dak li joħroġ l-istrumenti finanzjarji msemmi, jew għal derivattivi jew strumenti finanzjarji oħra marbuta magħhom. L-Istati Membri għandhom jassiguraw li aċċess pubbliku ta' informazzjoni li tikkonċerna dawn l-operazzjonijiet, fuq għall-inqas bażi individwali, huwa disponibbli malajr kemm jista' jkun".

B. Id-dritt nazzjonali

16. L-Artikolu 1:1 tal-Wet op het financieel toezicht (liġi dwar is-sorveljanza tas-swieq finanzjarji; iktar 'il quddiem, "Wft") jiddeskrivi l-kunċett ta' suq irregolat fit-termini li ġejjin:

"sistema multilaterali li ġġib flimkien jew li tiffaċilità li ġġib flimkien l-interessi multipli ta' xiri u ta' bejgħ rigward strumenti finanzjarji ta' terzi multipli —fis-sistema u skont regoli mhux diskrezzjonali tagħha— li twassal għall-konklużjoni ta' kuntratti li jirrigwardaw l-istrumenti finanzjarji ammessi għall-kummerċ skont ir-regoli u s-sistemi tagħha, li tiffunzjona b'mod regolari u skont ir-regoli fis-seħħ rigward l-għoti ta' awtorizzazzjonijiet u sorveljanza kontinwa."

17. Għall-Artikolu 5:60(1)(a), kull persuna

– li tiddetermina, jew tiddetermina b'mod konġunt, il-ġestjoni ordinarja ta' fond emittent b'sede fil-Pajjiżi l-Baxxi li jkun ħareġ jew beħsiebu joħroġ strumenti finanzjarji fis-sens tal-Artikolu 5:56(1)(a) [jiġifieri, strumenti finanzjarji ammessi għall-kummerċ f'suq irregolat jew f'sistema multilaterali ta' negozjar],

– jew il-persuna li fuq il-proposta tagħha jkun sar kuntratt ta' xiri ta' strument finanzjarju fis-sens ta' din id-dispożizzjoni, sakemm ma jkunx jinvolvi titolu,

– jew li tipproponi l-konklużjoni ta' kuntratt ta' xiri rigward strument finanzjarju fis-sens ta' din id-dispożizzjoni sakemm ma jkunx jinvolvi titolu trasferibbli,

tkun obbligata li tinnotifika, sa mhux iktar tard mill-ħames jum ta' xogħol wara d-data tat-tranżazzjoni, it-tranżazzjonijiet imwettqa jew eżegwiti minnha stess ta' ishma relatati mal-emittent imsemmi fil-punti a), b) jew c) (tal-Artikolu 5:60(1)), jew bi strumenti finanzjarji li l-valur tagħhom jiġi ddeterminat ukoll fuq il-bażi tal-valur ta' dawk l-ishma.

18. Skont l-Artikolu 5:56(1)(a), il-persuni msemmija fid-dispożizzjoni preċedenti huma pprojbiti milli jużaw informazzjoni minn ġewwa meta jwettqu tranżazzjoni fil-Pajjiżi l-Baxxi, jew minn hemmhekk jew minn Stat Membru, fuq strumenti finanzjarji ammessi għall-kummerċ f'suq irregolat li jkun irċieva l-awtorizzazzjoni prevista fl-Artikolu 5:26(1), jew f'sistema tal-kummerċ multilaterali sabiex l-impriża ta' investiment tgawdi mill-awtorizzazzjoni prevista fl-Artikolu 2:96 jew li fir-rigward tagħha tkun talbet l-ammissjoni sabiex tikkummerċjalizza fiha.

19. Skont l-Artikolu 1:40(1), l-awtorità ta' sorveljanza tattribwixxi l-ispejjeż tal-attivitajiet li twettaq fid-dmirijiet tagħha lill-impriżi li fir-rigward tagħhom ikunu twettqu tali attivitajiet, sa fejn tali spejjeż ma jitħallsux mill-baġit statali.

20. Skont l-Artikoli 5, 6 u 8(1,)(i)(4) tal-Besluit bekostiging financieel toezicht (digriet dwar il-finanzjament tas-sorveljanza tas-swieq finanzjarji), is-Stichting Autoriteit Financiële Markten (awtorità ta' sorveljanza tas-swieq finanzjarji, il-Pajjiżi l-Baxxi; iktar 'il quddiem, "AFM") hija awtorizzata sabiex timponi tariffi fuq l-entitajiet emittenti fis-sens tal-Artikolu 5:60(1)(a) tad-Wft.

II. It-tilwima nazzjonali u d-domanda preliminari

21. Il-kawża prinċipali tinvolvi l-konfront bejn l-AFM u Robeco Hollands Bezit N.V. u ħdax-il kumpannija oħra (organi ta' investiment kollettiv f'titoli trasferibbli miftuħa jew fondi ta' investiment miftuħa; iktar 'il quddiem, "Robeco" jew "fondi Robeco") li kkontestaw il-ħlas ta' tariffi imposti minn dik l-awtorità.

22. Is-suġġett tat-tilwima huwa, b'mod speċifiku, id-deċiżjonijiet tal-AFM tat-30 ta' Ottubru 2009, tal-31 ta' Diċembru 2010, tat-30 ta' Settembru 2011 u tat-28 ta' Settembru 2012 (iktar 'il quddiem, "l-ewwel deċiżjonijiet"). Permezz tagħhom, l-AFM imponiet fuq il-fondi Robeco t-tariffi li jikkorrispondu mas-snin finanzjarji 2009, 2010, 2011 u 2012, għall-ammonti ta' EUR 110, EUR 350, EUR 630 u EUR 180, rispettivament, skont l-Artikoli 1:40 u 5:60(1) *initio* u (a) tad-Wft u tal-Besluit bekostiging financieel toezicht (digriet dwar il-finanzjament tas-sorveljanza tas-swieq finanzjarji).

23. Skont l-AFM, dawn it-tariffi kienu dovuti bħala riżultat tal-kompiti ta' sorveljanza mwettqa, fir-rigward tal-fondi Robeco, minn dik l-awtorità fil-kuntest tal-applikazzjoni tad-Direttiva 2003/6, trasposta fil-Pajjiżi l-Baxxi permezz tad-Wft, li timponi, fuq l-entitajiet emittenti ta' strumenti finanzjarji kkummerċjalizzati fi swieq irregolati, l-obbligu li jittrażmettu informazzjoni dwar l-attivitajiet tal-operaturi tagħhom.

24. Fid-deċiżjoni tat-13 ta' Diċembru 2012, l-AFM ċaħdet l-ilmenti ta' Robeco.

25. Robeco ppreżentat rikors kontra din id-deċiżjoni quddiem ir-Rechtbank Rotterdam (qorti ta' Rotterdam, il-Pajjiżi l-Baxxi), li ċaħditu fis-sentenza tagħha tal-24 ta' Diċembru 2013.

26. Dik il-qorti ċaħdet l-allegazzjonijiet ta' Robeco u kkonfermat l-argument tal-AMF. Hija ddikjarat li s-sistema EFS kienet konformi mad-definizzjoni ta' suq irregolat tal-Artikolu 1:1 tad-Wft. L-Artikolu 5:60 tad-Wft kien applikabbli għall-membri tal-bord tad-diretturi u ta' sorveljanza u t-tariffi imposti mill-AFM irriżultaw li kienu konformi mal-liġi.

27. Robeco appellat is-sentenza tal-ewwel istanza quddiem il-College van beroep voor het bedrijfsleven (qorti tal-appell għal kwistjonijiet ekonomiċi, il-Pajjiżi l-Baxxi), li finalment għandha tiddetermina jekk is-sistema EFS tinkorporax il-kunċett ta' suq irregolat tad-Direttiva 2004/39 jew le.

28. Il-qorti tar-rinviju tqis li hemm provi ta' diversi elementi u ċirkustanzi tal-kawża prinċipali, li ser niddeskrivi hawn taħt.

29. L-ewwel nett, hija tiddikjara li Euronext għandha awtorizzazzjoni sabiex topera suq irregolat, skont l-Artikolu 5:26(1) tad-Wft. Parti minn Euronext hija EFS li hija kkonfigurata bħala sistema ta' kummerċ speċifiku li fiha topera esklużivament b'ishma f'fondi ta' investiment bla ebda limitu ta' żmien. Il-fondi Robeco huma fondi ta' investiment "*open end*" (bla ebda limitu ta' żmien) u għandhom jeżegwixxu ordnijiet ta' xiri jew ta' ħruġ ta' ishma permezz tal-EFS.

30. It-tieni nett, il-qorti tar-rinviju tikkonferma li l-aġenti tal-fondi u l-intermedjarji jiffurmaw parti mis-sistema EFS bħala membri. Kull fond ta' investiment jew grupp ta' fondi ta' investiment għandu l-aġent tiegħu stess, li jaġixxi f'isem u għar-riskju tal-fond jew grupp ta' fondi ta' investiment. Intermedjarju jew sensar jiġbor l-ordnijiet tax-xiri u ta' bejgħ tal-investituri u jittrażmettihom lill-aġent tal-fond ta' investiment rispettiv.

31. Fl-aħħar nett, il-qorti tar-rinviju tispjega li, fis-sistema EFS, it-tranżazzjonijiet isiru abbażi tal-iffissar tal-prezzijiet futuri. Intermedjarju jista' jagħti ordni lil aġent sal-4 ta' wara nofsinhar (ħin ta' skadenza), u wara dan, il-valur nett tal-fondi ta' investiment (u, għaldaqstant, il-valur tas-sehem għall-ħruġ jew xiri) huwa kkalkolat abbażi tal-kwotazzjonijiet wara l-ħin ta' skadenza. Fl-10 ta' filgħodu tal-jum ta' wara, l-aġent jeżegwixxi l-ordni li tkun ingħatatlu fuq il-bażi tal-valur nett tal-assi, ikkalkolat bi ħlas addizzjonali jew skont limitat, li jirriżulta mill-ispejjeż ta' tranżazzjoni sostnuti mill-fond ta' investiment. L-aġenti tal-fondi ma jwettqux tranżazzjonijiet bejniethom fi ħdan is-sistema EFS, u lanqas l-intermedjarji. It-tranżazzjonijiet imwettqa fl-EFS ikunu konformi mar-regoli tal-EFS Trading Manual u mat-TCS web User Guide to the EFS.

32. Fuq il-bażi ta’ dawn l-elementi, il-College van beroep voor het bedrijfsleven (qorti tal-appell għal kwistjonijiet ekonomiċi), għall-kuntrarju ta’ dak deċiż mill-qorti tal-ewwel istanza, hija inklinata li temmen li s-sistema EFS ma hijiex multilaterali u li, għalhekk, ma tistax tiġi kklassifikata bħala suq irregolat, fis-sens tal-Artikolu 4(1)(14) tad-Direttiva MiFID I.

33. Fil-fehma tagħha, il-premessa 6 tad-Direttiva MiFID I tagħmel distinzjoni bejn is-sistemi bilaterali (sistema tal-IS) u s-sistemi multilaterali tal-kummerċ, li jinkludu s-swieq irregolati. Il-fattur ta’ distinzjoni huwa li, fis-sistemi bilaterali, jitwettqu tranżazzjonijiet esklużivament bejn l-impriża ta’ investiment u l-investitur; filwaqt li fis-sistemi multilaterali huma possibbli wkoll it-tranżazzjonijiet tal-investituri bejniethom stess. EFS hija sistema bilaterali minħabba li fiha jaġixxu intermedjarju (bħala rappreżentant tal-investitur) u aġent ta’ fondi (f’isem dawn), fejn l-ewwel wieħed iwettaq tranżazzjonijiet mat-tieni wieħed.

34. Skont il-qorti tar-rinviju, il-premessa 6 tad-Direttiva MiFID I tissuġġerixxi li sistema li fiha jsiru biss tranżazzjonijiet li ma humiex suġġetti għal obbligi ta’ informazzjoni ma tistax tiġi kklassifikata bħala suq irregolat. Skont l-Artikolu 5, *ab initio* u (c) tar-Regolament Nru 1287/2006, it-tranżazzjonijiet tas-sistema EFS huma tranżazzjonijiet primarji tas-suq u mhux tranżazzjonijiet li jinkludu x-xiri u l-bejgħ ta’ strument finanzjarju. Il-Kapitolu III ta’ dak ir-regolament ma jirriżultax applikabbli għal dawn it-tranżazzjonijiet primarji tas-suq u, għalhekk, l-obbligi ta’ informazzjoni inklużi fih ma jiġux imposti fuq it-tranżazzjonijiet tas-sistema EFS. Peress li t- tranżazzjonijiet primarji tas-suq isiru esklużivament permezz ta’ EFS, u għalhekk mhux suġġetti għall-obbligu ta’ informazzjoni, EFS ma titqiesx bħala suq irregolat.

35. Din l-evalwazzjoni, skont il-qorti tar-rinviju, hija msaħħa peress li l-valur tal-ishma kkummerċjalizzati permezz tas-sistema EFS huwa ddeterminat bil-kalkolu tal-valur nett tagħhom, kif spjegat qabel. Għall-kuntrarju, f’suq irregolat il-prezz ma jiġix iffissat b’dan il-mod, iżda abbażi tal-offerta u tat-talba tal-parteċipanti.

36. Finalment, il-qorti *a quo* targumenta li EFS ma hijiex suq irregolat, minħabba li fiha ma hemmx manipulazzjoni tal-prezzijiet u diffiċli li jistgħu jsiru tranżazzjonijiet b’informazzjoni minn ġewwa.

37. Madankollu, hija temmen ukoll li tista’ tiġi ġġustifikata l-klassifikazzjoni ta’ EFS bħala suq irregolat, fis-sens tal-Artikolu 4(1)(14) tad-Direttiva MiFID I. Hija tirrikonoxxi li la mill-formulazzjoni ta’ dan l-artikolu u lanqas minn dik tal-premessa 6 ta’ din id-direttiva ma jista’ jiġi dedott direttament li pjattaforma ta’ kummerċ ma tistax tiġi kklassifikata bħala suq irregolat meta ma jsirux esklużivament tranżazzjonijiet suġġetti għall-obbligu ta’informazzjoni, u li fiha l-prezz tal-kummerċ ma jkunx stabbilit permezz tal-kriterji tal-offerta u tat-talba. Huwa biżżejjed li jkun suq li jopera fuq il-bażi ta’ grupp ta’ regoli, bħal dawk deskritti fil-premessa 6, u li jkunu jeżistu l-elementi tad-definizzjoni li tinsab fl-Artikolu 4(1)(14) tad-Direttiva MiFID I.

38. Barra minn hekk, għall-qorti tar-rinviju, is-sistema EFS tista’ tkun inkorporata fil-kunċett ta’ suq irregolat tad-Direttiva MiFID I, minħabba li EFS hija pjattaforma tal-kummerċ awtonoma ġestita bl-awtorizzazzjoni xierqa minn Euronext; hija sistema multilaterali li huma marbutin magħha diversi intermedjarji u aġenti ta’ fondi li huma kapaċi jpoġġu ordnijiet; l-utenti tas-sistema EFS jistgħu jitqiesu bħala terzi fir-rigward ta’ Euronext; u fis-sistema EFS jitqabblu l-interessi ta’ xiri u ta’ bejgħ tal-intermedjarji u tal-aġenti ta’ fondi sabiex isiru tranżazzjonijiet.

39. Fid-dawl tad-dubji dwar l-interpretazzjoni tal-kunċett ta' "suq irregolat", il-College van beroep voot het bedrijfsleven (qorti tal-appell għal kwistjonijiet ekonomiċi, il-Pajjiżi l-Baxxi) għamlet id-domanda li ġejja quddiem il-Qorti tal-Ġustizzja:

"Għandha tiġi kklassifikata bħala suq irregolat, fis-sens tal-Artikolu 4(1)(14) [tad-Direttiva MiFID] [I], sistema, li fiha jipparteċipaw diversi aġenti tal-fondi u diversi sensara [intermedjarji] sabiex jirrappreżentaw fi tranżazzjonijiet lil istituzzjonijiet tal-investiment tat-'tip miftuħ' u lil investituri rispettivament, li, fir-realtà, sempliċiment jassistu lil dawn l-istituzzjonijiet tal-investiment tat-'tip miftuħ' fl-obbligu tagħhom li jeżegwixxu l-ordnijiet ta' xiri u ta' bejgħ ta' ishma li jsiru minn investituri, u fil-każ li għandha tiġi hekk ikklassifikata, liema huma l-karatteristiċi determinanti għal dan l-għan?".

III. Analiżi tad-domanda preliminari

40. Il-qorti tar-rinviju titlob li l-Qorti tal-Ġustizzja tiċċara jekk pjattaforma tal-kummerċ ta' strumenti finanzjarji bil-karatteristiċi tas-sistema EFS hijiex suq irregolat fis-sens tad-Direttiva MiFID I. Qabel ma nindirizza r-risposta għal din id-domanda, naħseb li jeħtieġ li jiġu spjegati r-regoli li jirregolaw is-sistemi tal-kummerċ ta' strumenti finanzjarji stabbiliti taħt id-Direttiva MiFID I u l-evoluzzjoni li seħħet mill-implementazzjoni tagħha. Għalkemm ma japplikawx *ratione temporis* għat-tilwima, ser nirreferi wkoll għall-emendi li, mit-3 ta' Jannar 2018, jirriżultaw mid-dħul fis-seħħ tal-ġabra leġiżlattiva MiFID II.

A. Osservazzjonijiet preliminari dwar is-sistemi tal-kummerċ ta' strumenti finanzjarji

41. Id-Direttiva MiFID I u r-regoli ta' implementazzjoni tagħha biddlu b'mod sinjifikattiv is-sistema legali tas-sistemi tal-kummerċ ta' strumenti finanzjarji [10] Sabiex tiżdied l-integrazzjoni, il-kompetittività u l-effiċjenza ta' dawn is-swieq fl-Unjoni, ġie eliminat il-monopolju tal-kummerċ, li kien jeżisti f'xi Stati Membri, li kellhom is-swieq azzjonarji tradizzjonali u nfetħet il-kompetizzjoni bejn il-pjattaformi tradizzjonali u s-sistemi ġodda tal-kummerċ alternattivi li kienu qegħdin jiffurmaw grazzi għall-iżvilupp teknoloġiku, iżda li kienu għadhom fil-margni tar-regolamentazzjoni.

42. L-għan tal-leġiżlatur tal-Unjoni kien, kif diġà spjegajt, li tiżdied it-trasparenza, titjieb il-protezzjoni tal-investituri, tissaħħaħ il-fiduċja u li l-awtoritajiet ta' sorveljanza jiġu ggarantiti s-setgħat preċiżi sabiex iwettqu dmirijiethom [11].

43. Id-Direttiva MiFID I indirizzat tliet tipi ta' sistemi tal-kummerċ ta' strumenti finanzjarji, tnejn minnhom multilaterali (swieq irregolati u MTFs) [12] u wieħed bilaterali (IS). Minbarra dawn is-sistemi, li jikkorrispondu mal-mudell ta' kummerċ organizzat, ir-regoli MiFID I jikkontemplaw il-possibbiltà ta' kummerċ mhux organizzat (*over-the-counter*, iktar 'il quddiem, "OTC") ta' strumenti finanzjarji.

10 Dawn is-sistemi tal-kummerċ "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. u Saguato, P., "Regulating Financial Market Infrastructures", *ECGI Working Paper* Nru 259/2014, Ġunju tal-2014, p. 7).

11 Skont studju ffinanzjat mill-Kummissjoni, ir-riżultat kien żieda fil-kompetizzjoni bejn iċ-ċentri differenti ta' kummerċ ta' strumenti finanzjarji, b'iktar possibbiltajiet ta' għażla għall-investituri f'termini ta' forrnituri tas-servizz u tal-istrumenti finanzjarji disponibbli, liema progress ġie msaħħaħ mill-iżvilupp teknoloġiku. B'mod ġenerali, l-ispejjeż tat-tranżazzjonijiet naqsu u l-integrazzjoni żdiedet, skont l-istudju ta' Oxera, Monitoring Prices, *Costs and Volumes of Trading and Post-trading Services*, 2011. Ara, ukoll id-Dokument COM(2011) 652 finali, p. 2.

12 Is-sistemi multilaterali jistgħu jissejħu wkoll "post ta' negozju", li huwa definit bħala "sistema operata minn ditta ta' investiment jew operatur tas-suq skont it-tifsira tal-Artikoli 4(1)(1) u 4(1)(13) tad-Direttiva 2004/39/KE minbarra internalizzatur sistematiku skont it-tifsira tal-Artikolu 4(1)(7), li jġib flimkien interessi ta' xiri jew ta' bejgħ fl-istrumenti finanzjarji fis-sistema, b'mod li jirriżulta f'kuntratt skont it-Titolu II jew III ta' dik id-Direttiva", skont kif stabbilit fl-Artikolu 2(4) tar-Regolament (UE) tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill, Nru 648/2012, tal-4 ta' Lulju 2012, dwar derivati OTC, kontropartijiet ċentrali u repożitorji tad-data dwar it-tranżazzjonijiet (ĠU 2012, L 201, p. 1).

44. L-ewwel kategorija, u dik l-iktar stabbilita, ta' sistema tal-kummerċ ta' strumenti finanzjarji hija dik tas-swieq irregolati, użata fil-grupp ta' leġiżlazzjoni MiFID I u II u f'regoli oħra tad-dritt tal-Unjoni. Għalkemm iktar 'il quddiem ser niddiskuti f'iktar dettall l-elementi li jikkaratterizzawhom, is-swieq irregolati, kif iddefiniti fl-Artikolu 4(1)(14) tad-Direttiva MiFID I, huma sistemi multilaterali ta' kummerċ ta' strumenti finanzjarji, ikkontrollati minn operatur li jimplementa regoli mhux diskrezzjonali ta' operazzjoni, li fihom ikun hemm interazzjoni bejn ix-xerrejja u l-bejjiegħa ta' terzi multipli, li twassal għall-konklużjoni ta' kuntratti. Dawn huma simili għas-swieq azzjonarji klassiċi u, skont id-database tal-Awtorità Ewropea tat-Titoli u s-Swieq (iktar 'il quddiem, "ESMA") [13], bħalissa fl-Unjoni jeżistu mija u tnejn iswieq irregolati (erbgħa fil-Pajjiżi l-Baxxi, li waħda minnhom hija Euronext Amsterdam).

45. It-tieni kategorija, li tikkorrispondi ma' dawk imsejħa sistemi multilaterali tal-kummerċ (MTFs), ġiet introdotta mid-Direttiva MiFID I sabiex tinkludi l-mekkaniżmi alternattivi tal-kummerċ li kienu dehru fil-prattika bl-iżvilupp teknoloġiku. L-MTFs huma wkoll sistemi tal-kummerċ multilaterali li fihom jinteraġixxu l-interessi tal-bejjiegħa u tax-xerrejja ta' terzi multipli li jirriżultaw f'kuntratti, taħt il-ġestjoni mhux diskrezzjonali ta' operatur jew ta' kumpannija ta' investiment u bil-ħtieġa ta' awtorizzazzjoni amministrattiva. Għalkemm is-sistema tagħhom hija simili għal dik tas-swieq irregolati, dawn huma differenti peress li ma hemmx kontroll minn qabel tat-tipi ta' strumenti finanzjarji li jistgħu jkunu suġġetti għal tranżazzjoni.

46. Skont id-database tal-ESMA [14], l-Unjoni bħalissa għandha mija wieħed u ħamsin MTFs, li minnhom jispikkaw ċerti pjattaformi minħabba l-volum tagħhom BATS Trading Ltd (ir-Renju Unit). Fil-Pajjiżi l-Baxxi hemm tnejn, Tom MTF Derivatives Markets u Tom MTF Cash Markets.

47. It-tielet kategorija introdotta bid-Direttiva MiFID I tikkorrispondi ma' dawk imsejħa "internalizzaturi sistematiċi". B'differenza minn dawk preċedenti, dawn ma humiex stabbiliti bħala sistemi multilaterali tal-kummerċ ġestiti minn terz, li lejhom jersqu investituri sabiex ibigħu u jixtru strumenti finanzjarji, iżda huma stabbiliti bħala sistemi tal-kummerċ bilaterali. Skont l-Artikolu 4(1)(7) tad-Direttiva MiFID I, dawn huma impriżi ta' investiment li, fuq bażi organizzata, frekwenti u sistematika, jinnegozjaw akkont tagħhom infushom billi jwettqu l-ordnijiet tal-klijenti. Din is-sistema tal-kummerċ ma hijiex iddefinita bħala tali, iżda fir-rigward tal-attur li jeżerċitaha.

48. Għalkemm ma jeħtiġux awtorizzazzjoni amministrattiva mill-awtorità nazzjonali tas-sorveljanza, l-IS huma impriżi b'daqs suffiċjenti sabiex iqabblu internament l-ordnijiet ta' xiri u ta' bejgħ ta' investituri, u għalhekk huma suġġetti għal diversi obbligi ta' trasparenza. Is-sistema tal-IS ma kinitx, apparentement, attraenti ħafna, minħabba li, skont id-data tal-ESMA [15], huma rreġistrati biss bħala tali ħdax l-impriża fl-Unjoni kollha, u ebda waħda minnhom ma tinsab fil-Pajjiżi l-Baxxi.

49. Minbarra t-tranżazzjoni ta' strumenti finanzjarji permezz ta' dawn is-sistemi tal-kummerċ organizzat, id-Direttiva MiFID I, kif diġà ntqal iktar 'il fuq, tinkludi r-raba' mod ta' eżekuzzjoni ta' ordnijiet dwar strumenti finanzjarji, dik tal-OTC. Dan jirriżulta mill-premessa 53 [16] tagħha, li tipprovdi li ma hijiex meħtieġa "l-applikazzjoni tar-regoli tat-trasparenza ta' qabel il-kummerċ għat-transazzjonijiet imwettqa fuq il-bażi ta' OTC, li l-karatteristiċi tiegħu jinkludu li huma ad-hoc u irregolari u jitwettqu mal-kontropartijiet tal-bejgħ bl-ingrossa u jagħmlu parti minn relazzjoni tal-kummerċ li fiha nfisha tkun ikkaratterizzata b'neġozju 'l fuq mid-daqs standard tas-suq, u meta n-negozji jitwettqu 'l barra mis-sistemi li s-soltu jintużaw mid-ditta interessata fil-kummerċ tagħha bħala internalizzatur sistematiku".

13 Ara d-data f' https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_rma.

14 Ara d-data fil-link ta' hawn taħt https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_mtf a

15 Ara d-data fil-link ta' hawn taħt https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_sys

16 Ara l-kummenti ta' Gomber, P., Pierron, A., "MiFID: Spirit and Reality of a European Financial Market Directive", *Celent Paper*, Novembru tal-2010, p. 12.

50. Id-Direttiva MiFID I, forsi minħabba r-rekwiżiti imposti fuq l-IS (il-kummerċ fuq bażi organizzata, frekwenti u sistematiku, inkorporat fl-Artikolu 21(3) tar-Regolament Nru 1287/2006), kif ukoll minħabba l-konfigurazzjoni, saħansitra iktar restrittiva, tas-swieq irregolati u tal-MTFs, ħalliet barra mill-kamp ta' applikazzjoni tagħha forom oħra tagħha ta' kummerċ OTC li jirrappreżentaw volum sinjifikattiv tat-tranżazzjoni ta' strumenti finanzjarji. Dan huwa l-każ ta' dawk li huma msejħa *broker crossing systems, broker-dealer crossing networks* jew *dark pools* jew pjattaformi ta' tranżazzjoni elettronika [17].

51. Wara l-kriżi finanzjarja tal-2008, u fid-dawl tal-evoluzzjoni tal-pjattaformi tal-kummerċ [18], id-Direttiva MiFID II, li għadha ma daħlitx fis-seħħ, żammet l-istess tip ta' sistemi tal-kummerċ, iżda żiedet kategorija addizzjonali, imsejħa "faċilità ta' negozju organizzat (organised trading facility)" (iktar 'il quddiem, l-"OTF").

52. L-OTF huma ddefiniti b'mod wiesa' ħafna, għaliex din il-forma ġdida ta' kummerċ multilaterali tinkludi s-sistemi tal-kummerċ OTC li kienu *ħarbu* mir-regolamentazzjoni tad-Direttiva MiFID I [19]. Id-differenza ewlenija tagħha meta mqabbla mas-swieq irregolati u mal-MTFs hija li l-operaturi ta' OTF jistgħu jeżegwixxu l-ordnijiet b'mod diskrezzjonali, suġġett, fejn xieraq, għar-rekwiżiti ta' trasparenza qabel il-kummerċ u l-obbligi tal-aħjar eżekuzzjoni.

53. L-evoluzzjoni deskritta hawn fuq turi li l-leġiżlatur tal-Unjoni kellu l-intenzjoni li jagħmel is-sistemi differenti ta' kummerċ ta' strumenti finanzjarji li jitwettqu suġġetti għal regolamentazzjoni, bl-eċċezzjoni unika tal-kummerċ bilaterali u sporadiku ta' dawk l-istrumenti [20]. L-għan huwa, fil-fatt, li l-kummerċ organizzat kollu tal-istrumenti finanzjarji jitwettaq permezz ta' kwalunkwe wieħed minn dawn il-mezzi, multilaterali jew bilaterali, tad-Direttiva MiFID II [21]. B'dan il-mod jingħata vantaġġ lill-kompetenza iktar xierqa bejn is-sistemi tal-kummerċ differenti, mingħajr ir-riskju li l-operaturi li jixtiequ jevadu l-kontrolli tal-awtoritajiet ta' sorveljanza jużaw mekkaniżmi alternattivi oħrajn.

B. Il-kunċett tas-suq irregolat u l-applikazzjoni tiegħu fi pjattaforma tan-negozjar bħala EFS

54. Il-qorti tar-rinviju titlob lill-Qorti tal-Ġustizzja tiċċara jekk pjattaforma tal-kummerċ bil-karatteristiċi tas-sistema EFS taqax taħt id-definizzjoni ta' suq irregolat stabbilita mid-Direttiva MiFID I. Qabel nesprimi l-opinjonijiet tiegħi, nixtieq nagħmel tliet kjarifiki.

17 Ara l-analiżi fid-dettall ta' Onofrei, A., *La négotiation des instruments financiers au regard de la directive MIF*, Larcier, Bruselas 2012, p. 360 sa 363.

18 Il-premessa 4 tad-Direttiva MiFID II tiġġustifika dan fit-termini li ġejjin: "Il-kriżi finanzjarja kixfet dgħufijiet fil-funzjonament u t-trasparenza tas-swieq finanzjarji. L-evoluzzjoni tas-swieq kixfet il-ħtieġa li jissaħħaħ il-qafas għar-regolamentazzjoni tas-swieq ta' strumenti finanzjarji, anke meta n-negozjar f'dawn is-swieq iseħħ barra l-Borża (over-the-counter (OTC), sabiex iżid it-trasparenza, itejjeb il-protezzjoni tal-investituri, isaħħaħ il-fiduċja, jindirizza l-oqsma mhux regolati u jiżgura li s-superviżuri jingħataw setgħat xierqa biex iwettqu l-kompiti tagħhom."

19 L-Artikolu (4)(1)(23) tad-Direttiva MiFID II jiddefinixxi l-faċilità organizzata tan-negozjar (OTF) bħala "sistema multilaterali, li mhijiex suq regolat jew MTF u li fiha interessi multipli ta' xiri u bejħ ta' partijiet terzi f'bonds, prodotti finanzjarji strutturati, kwoti ta' emissjonijiet jew derivati jistgħu jinteraġixxu fis-sistema b'mod li jirriżulta f'kuntratt skont it-Titolu II ta' din id-Direttiva […]".

20 F'dan is-sens, l-Artikolu 1(7) tad-Direttiva MiFID II jipprovdi: "Is-sistemi multilaterali kollha fl-istrumenti finanzjarji għandhom joperaw f'konformita' mad-dispożizzjonijiet tat-Titolu II rigward l-MTFs jew l-OTFs jew id-dispożizzjonijiet tat-Titolu III rigward is-swieq regolati.
Kull ditta ta' investiment li, fuq bażi organizzata, frekwenti, sistematika u sostanzjali, titratta f'isimha stess meta tesegwixxi l-ordnijiet tal-klijent barra suq regolat, MTF jew OTF għandhom joperaw f' konformita' mat-Titolu III tar-Regolament (UE) Nru 600/2014.
Mingħajr preġudizzju għall-Artikoli 23 u 28 tar-Regolament (UE) Nru 600/2014, it-transazzjonijiet kollha fi strumenti finanzjarji msemmija fl-ewwel u t-tieni subparagrafi li ma jiġux konklużi fuq sistemi multilaterali jew internalizzaturi sistematiċi għandhom ikunu konformi mad-dispożizzjonijiet rilevanti tat-Titolu III tar-Regolament (UE) Nru 600/2014".

21 Skont Moloney "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*, 3a ed., Oxford University Press, Oxford, 2014, p. 434). Ara, wkoll, 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, p. 28.

55. L-ewwel nett hija l-qorti nazzjonali, li għandha għarfien dirett u sħiħ tal-*modus operandi* tal-EFS, li għandha tiċċara jekk din il-pjattaforma tissodisfax ir-rekwiżiti sabiex tiġi kklasifikata bħala suq irregolat. Il-Qorti tal-Ġustizzja tista', naturalment, tipprovdi linji gwida għall-interpretazzjoni tad-Direttiva MiFID I, filwaqt li jittieħdu minnha l-kundizzjonijiet li għandhom jintlaħqu mis-sistema tal-kummerċ li tista' taqa' taħt dik il-kategorija. Fost dawn il-kundizzjonijiet għandha tingħata attenzjoni speċjali lil dawk imsemmija f'din il-kawża [22], sabiex ir-risposta li tingħata tkun utli.

56. It-tieni nett għandu jiġu nnotat li l-informazzjoni tal-qorti nazzjonali u dik ipprovduta mill-partijiet fis-seduta tidher li tikkonferma li EFS taħdem taħt l-"umbrella" tal-awtorizzazzjoni amministrattiva mogħtija mill-AFM lil Euronext sabiex taġixxi bħala suq irregolat.

57. Madankollu, ma hemm ebda evidenza, li l-parti ta' EFS tikkostitwixxi, fiha nfisha, suq irregolat. Dan ma jidhirx fost is-swieq irregolati tal-Pajjiżi l-Baxxi inkluż fid-database tal-ESMA [23], u lanqas ma huwa speċifikament irreklamat bħala tali, b'kuntrast ma' oħrajn analogi [24].

58. In-nuqqas ta' inklużjoni tas-sistema EFS fil-lista msemmija tas-swieq irregolati ma jippreskludix, madankollu, li din is-sistema jkollha din in-natura. Il-Qorti ta-Ġustizzja, fis-sentenza tagħha Nilaş *et* [25], iddikjarat li s-sempliċi fatt li ma tidhirx fuq dik il-lista ma huwiex raġuni biżżejjed sabiex wieħed jassumi li s-suq inkwistjoni ma huwiex suq irregolat [26].

59. Euronext tista' taġixxi kemm bħala operatur tas-suq irregolat Euronext Amsterdam kif ukoll tal-pjattaforma tal-kummerċ EFS. Is-sentenza Nilaş *et* ipprovdiet li d-Direttiva 2004/39 issemmi espliċitament sitwazzjonijiet fejn l-operatur ta' suq irregolat jopera wkoll sistema tal-kummerċ oħra, mingħajr ma din tal-aħħar tinbidel, għalhekk, f'suq irregolat [27]. Il-klassifikazzjoni bħala tali ta' sistema tal-kummerċ ta' strumenti finanzjarji, skont il-Qorti tal-Ġustizzja, teħtieġ li din tkun awtorizzata bħala suq irregolat u li l-funzjonament tagħha jissodisfa r-rekwiżiti stabbiliti fit-Titolu III tad-Direttiva MiFID I [28].

60. Hija l-qorti *a quo* li għandha tiċċara, kif fil-fatt għamlet skont l-evalwazzjoni libera tagħha, jekk EFS hijiex verament parti mis-suq irregolat Euronext Amsterdam, li topera taħt il-kopertura tiegħu, jew jekk tikkostitwixxix akkont tagħha nfisha pjattaforma jew sistema tal-kummerċ differenti, għalkemm l-operatur tat-tnejn li huma jkun l-istess wieħed.

22 Dan l-approċċ intuża mill-Qorti tal-Ġustizzja fis-sentenzi tagħha tat-3 ta' Diċembru 2015, Banif Plus Bank (C-312/14, EU:C:2015:794), punt 51; u tat-30 ta' Mejju 2013, Genil 48 u Comercial Hostelera de Grandes Vinos (C-604/11, EU:C:2013:344), punt 43.

23 Skont l-Artikolu 47 tad-Direttiva MiFID I, bit-titolu "Il-Lista tas-swieq irregolati": "Kull wieħed mill-Istati Membri għandu jfassal lista tas-swieq irregolati li għalihom ikun l-Istat Membru tal-post u għandu jibgħat din il-lista lill-Istati Membri l-oħra u lill-Kummissjoni. Għandha tiġi effettwata komunikazzjoni simili rigward kull bidla f'din il-lista. Il-Kummissjoni għandha tippubblika lista tas-swieq irregolati kollha fil-Ġurnal Uffiċjali ta' l-Unjoni Ewropea u taġġornaha mill-inqas darba fis-sena. Il-Kummissjoni għandha tippubblika u taġġorna wkoll il-lista fuq il-website tagħha, kull darba li l-Istati Membri jikkomunikaw bidliet fil-listi tagħhom."

24 Għalhekk, l-ETFplus market (the open-ended collective investment undertaking (CIUs) segment) tal-Borsa italiana. Ara, f'dan ir-rigward, http://www.borsaitaliana.it/fondi/formazione/formazione.htm. Dan is-suq huwa ddedikat għall-kummerċ ta' strumenti finanzjarji ta' fondi ta' investiment miftuħa u huwa inkluż fil-lista ta' swieq irregolati fl-Italja tal-ESMA u ġie kkonfigurat u rreklamat espliċitament bħala tali. Id-database tal-ESMA tinkludih bħala ELECTRONIC OPEN-END FUNDS AND ETC MARKET fil-link https://registers.esma.europa.eu/publication/details?core=esma_registers_mifid_rma&docId=mifid731rma.

25 Sentenza tat-22 ta' Marzu 2012 (C-248/11, EU:C:2012:166), punt 54.

26 L-iskrizzjoni fir-repertorju mħejji mill-Istat Membru, li ma hijiex ikkunsidrata fid-definizzjoni tal-Artikolu 4(1)(14) tad-Direttiva MiFID I, kienet element tal-kunċett "suq irregolat" skont l-Artikolu 1(13) tad-Direttiva tal-Kunsill 93/22/KEE, tal-10 ta' Mejju 1993, dwar servizzi ta' investimenti fil-qasam ta' titoli (ĠU Edizzjoni Speċjali bil-Malti, Kapitolu 6, Vol. 2, p. 43), imħassra minnha mill-1 ta' Novembru 2007.

27 Sentenza tat-22 ta' Marzu 2012, Nilaş *et* (C-248/11, EU:C:2012:166), punti 44 sa 46.

28 *Ibidem*, punti 42 sa 43.

61. It-tielet kjarifika tikkonċerna l-karatteristiċi tal-impriżi rikorrenti. Il-fondi Robeco huma organi ta' investiment kollettiv f'titoli trasferibbli (UCITS) tad-Direttiva 2009/65/KE[29]. Skont l-Artikolu 1(2) tagħha, huma UCITS l-impriżi li: a) b'għan waħdieni ta' investiment kollettiv f'titoli trasferibbli jew f'assi likwidi finanzjarji oħrajn imsemmija fl-Artikolu 50(1) ta' kapital miġbur mill-pubbliku u li joperaw fuq il-prinċipju ta' tixrid tar-riskju, u b) b' unitajiet li huma, fuq it-talba tat-titolari, mixtrija mill-ġdid jew mifdija, direttament jew indirettament, mill-assi ta' dawk l-impriżi.

62. B'mod iktar speċifiku, il-fondi Robeco huma UCITS pubbliċi u miftuħa, b'forma kuntrattwali (fondi komuni ta' investiment ġestiti minn kumpannija ta' ġestjoni), skont l-Artikolu 1(3) tad-Direttiva 2009/65. L-attività tal-fondi ta' investiment miftuħa "tikkonsisti fil-ġbir pubbliku ta' fondi, fl-investiment u fil-ġestjoni komuni tagħhom, fil-qsim tar-riskji u r-riżultati li joħorġu minn dak l-investiment u fl-offerta ta' korrispettiv mill-UCITS lill-parteċipanti jew l-imsieħba tagħha"[30].

63. Il-fondi Robeco, billi jużaw is-sistema EFS ġestita minn Euronext, huma ddedikati sabiex jiġbru b'mod organizzat, frekwenti u sistematiku l-flus mill-investituri u, fil-prinċipju, EFS, minħabba f'hekk, ikollha l-kunsiderazzjoni ta' sistema tal-kummerċ. L-Artikolu 2(8) tar-Regolament Nru 1287/2006 jiddefinixxi "sit tan-negozjar" bħala "suq irregolat, MTF jew internalizzatur sistematiku li jaġixxi fil-kapaċità tiegħu bħala tali u, fejn ikun xieraq, sistema barra mill-Komunità b'funzjonijiet simili għal suq irregolat jew MTF".

64. B'kunsiderazzjoni tal-karatteristiċi tas-sistema EFS esposti fid-digriet tar-rinviju, l-attività tagħha u dik tal-fondi Robeco involuti fiha tidher li hija kummerċ ta' strumenti finanzjarji mwettqa fuq bażi organizzata, frekwenti u sistematika.

65. Jekk dan huwa hekk, l-EFS għandha taqa', fil-prinċipju, taħt wieħed mit-tipi ta' sistemi tal-kummerċ inklużi fid-Direttiva MiFID I, jiġifieri, suq irregolat, MTF jew IS (sakemm ma tkunx pjattaforma tal-kummerċ OTC minn dawk li tħallew barra minn dawn it-tliet kategoriji u li, skont id-Direttiva MiFID II, għandha taqa' taħt it-tip ġdid ta' sistema tal-kummerċ, jiġifieri, l-OTF).

66. Għalkemm il-qorti nazzjonali tistaqsi biss jekk EFS hijiex suq irregolat, nemmen li huwa neċessarju li l-Qorti tal-Ġustizzja tagħti spjegazzjoni dwar it-tipi l-oħra tas-sistemi tal-kummerċ tad-Direttiva MiFID I, sabiex jiġi evalwat jekk EFS tistax tikkorrispondi, direttament jew indirettament, ma' xi waħda minnhom.

67. Din l-analiżi hija importanti, għaliex jekk EFS ma tkunx suq irregolat, il-qorti tar-rinviju forsi tkun tista' tikkunsidra jekk hijiex MTF jew IS, u tiddetermina wkoll jekk l-obbligi ta' informazzjoni previsti mil-leġiżlazzjoni Olandiża (fir-rigward tar-regoli dwar il-kontroll tal-imġiba ta' abbuż tas-suq) humiex applikabbli wkoll għal dawn it-tipi l-oħra ta' sistemi tal-kummerċ, sabiex jiġġustifikaw il-ġbir tat-tariffi inkwistjoni mill-AFM.

1. Kundizzjonijiet ġenerali meħtieġa mis-sistemi rregolati

68. Mid-definizzjoni li tinsab fl-Artikolu 4(1)(14) tad-Direttiva MiFID I huwa dedott li f'sistema tal-kummerċ ta' strumenti finanzjarji għandu jkun hemm il-kundizzjonijiet li ġejjin sabiex din tkun tista' titqies bħala suq irregolat:

– Tkun sistema multilaterali, mhux bilaterali, tal-kummerċ, imħaddma minn operatur tas-suq, li jaġixxi bħala terz indipendentement mix-xerrejja u mill-bejjiegħa.

29 Direttiva tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill, tat-13 ta' Lulju 2009, dwar il-koordinazzjoni ta' liġijiet, regolamenti u dispożizzjonijiet amministrattivi fir-rigward tal-impriżi ta' investiment kollettiv f'titoli trasferibbli (UCITS) (ĠU 2009 L 302, p. 32

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

– Iġġib flimkien, jew tiffaċilita li ġġib flimkien, fis-sistema interessi differenti ta' xiri u bejgħ dwar strumenti finanzjarji ta' terzi multipli.

– It-tranżazzjonijiet tal-istrumenti finanzjarji ammessi għall-kummerċ skont ir-regoli jew sistemi tagħha għandhom iwasslu għall-konklużjoni ta' kuntratti.

– Topera skont regoli mhux diskrezzjonali.

– Ikollha awtorizzazzjoni amministrattiva, li l-awtoritajiet nazzjonali ta' sorveljanza finanzjarja jagħtu jekk il-pjattaforma taħdem b'mod regolari u skont id-dispożizzjonijiet tat-Titolu III tad-Direttiva MiFID I[31].

69. Ma hemmx diskussjoni quddiem il-qorti tar-rinviju rigward il-fatt li EFS tippreżenta xi wħud minn dawn il-kundizzjonijiet, jiġifieri:

– EFS qed taħdem permezz ta' operatur tas-suq, Euronext, u taħdem bħala pjattaforma skont regoli mhux diskrezzjonali (konkretament, dawk elenkati fil-Euronext Fund Service Trading Manual u, sussegwentement, fit-Trading Manual for the NAV Trading Facility).

– It-tranżazzjonijiet imwettqa fl-EFS bejn l-investituri u l-fondi ta' investiment iwasslu għall-konklużjoni ta' kuntratti bejn dawk l-investituri u dawk il-fondi, u huwa irrilevanti jekk il-konklużjoni ta' dawn il-kuntratti ssirx ġewwa jew barra mis-sistema.

– Fl-aħħar nett, mill-ħolqien tagħha fl-2007, EFS "taħdem regolarment" fi ħdan is-suq irregolat Euronext Amsterdam, b'Euronext bħala operatur, skont ir-regoli tat-Titolu III tad-Direttiva MiFID I. Għalkemm dan l-element, kif diġà spjegajt, għandu jiġi vverifikat mill-qorti nazzjonali, l-informazzjoni pprovduta fid-digriet tar-rinviju tagħha, kif ukoll dik mogħtija mill-parti l-kbira tal-partijiet[32], tidher li tikkonferma li l-EFS topera taħt il-kopertura tal-awtorizzazzjoni amministrattiva mogħtija mill-AFM lil Euronext sabiex taġixxi bħala suq irregolat[33].

70. Id-dibattitu, għalhekk, jaqa' fuq il-bqija tal-kundizzjonijiet meħtieġa, jiġifieri, in-natura multilaterali tas-sistema u l-possibbiltà li tippermetti t-tqabbil bejn l-interessi differenti ta' xiri u ta' bejgħ ta' terzi multipli fuq l-istrumenti finanzjarji ammessi għall-kummerċ. Il-qorti tar-rinviju u l-fondi Robeco jsemmu, ukoll, elementi oħra tal-kunċett ta' suq irregolat, li ma humiex previsti fil-formulazzjoni tad-Direttiva MiFID I, li ser niddiskuti wkoll.

2. *Il-kundizzjoni tan-natura multilaterali fis-swieq irregolati*

71. Il-premessa 6 tad-Direttiva MiFID I tissottolinja l-intenzjoni tal-leġiżlatur tal-Unjoni li jagħmel distinzjoni bejn is-sistemi tal-kummerċ ta' strumenti finanzjarji tat-tip multilaterali u dawk tat-tip bilaterali. Il-kunċetti tas-suq irregolat u tal-MTF, jgħid, "għandhom jeskludu sistemi bilaterali meta ditta tal-investiment tidħol f'kull kummerċ akkont tagħha nfisha u mhux bħala kontroparti mingħajr riskji mqiegħda bejn il-bejjiegħ u x-xerrej".

31 Skont l-ewwel subparagrafu tal-Artikolu 36(1) tad-Direttiva MiFID I, l-awtorizzazzjoni ta' suq irregolat għandha tkun irriżervata għal sistemi tal-kummerċ li jissodisfaw id-dispożizzjonijiet tat-Titolu III ta' din id-direttiva. Il-Qorti tal-Ġustizzja ddeċidiet li peress li "l-inklużjoni fil-lista prevista mill-Artikolu 47 tal-istess direttiva hija neċessarjament meħtieġa wara tali approvazzjoni, din ma tistax, loġikament, tikkostitwixxi kundizzjoni" (sentenza tat-22 ta' Marzu 2012, Nilaş *et*, C-248/11, EU:C:2012:166, punt 53).

32 L-AFM tirrapporta li Euronext Amsterdam N.V. bagħtet lill-qorti tar-rinviju ittra li tiddikjara l-kundizzjoni ta' suq irregolat tal-EFS u tinnota li l-awtoritajiet ta' sorveljanza kollha tal-Istati li fihom Euronext tiġġestixxi s-swieq irregolati (minbarra l-Pajjiżi Baxxi, Franza, ir-Renju Unit, il-Belġju u l-Portugall) kienu tal-istess opinjoni.

33 Il-fondi Robeco indikaw waqt is-seduta li din iċ-ċirkustanza seħħet biss mill-2012, meta l-AFM bdiet tikklassifika lis-sistema EFS bħala suq irregolat u titlobha li tħallas it-tariffi inkwistjoni.

72. Għalkemm id-Direttiva MiFID I ma tiddefinixxix is-sistemi multilaterali, nemmen li jista' jkun xieraq li jsir riferiment għad-Direttiva MiFID II, li għamlet dan fl-Artikolu 4(1)(19) tagħha: "sistema multilaterali [hija] kwalunkwe sistema jew faċilità li fiha l-interessi kummerċjali multipli ta' bejgħ u xiri ta' partijiet terzi fl-istrumenti finanzjarji jkunu jistgħu jinteraġixxu fis-sistema".

73. B'kunsiderazzjoni taż-żewġ testi, nemmen li sistema tal-kummerċ ta' strumenti finanzjarji tkun multilaterali meta fiha jinteraġixxu investituri multipli sabiex jixtru u jbigħu strumenti finanzjarji u jkun hemm korrispettiv mingħajr riskji (operatur tal-pjattaforma) li jitqiegħed bejn dawk l-investituri sabiex jiġi żgurat funzjonament aħjar tas-sistema.

74. Għalkemm lanqas hemm definizzjoni leġiżlattiva tas-sistemi bilaterali tal-kummerċ fid-Direttiva MiFID I, il-premessa 6 tagħha tipprovdi li dawn huma dawk "meta ditta ta' l-investiment tidħol f'kull kummerċ akkont tagħha nfisha u mhux bħala kontroparti mingħajr riskji mqiegħda bejn il-bejjiegħ u x-xerrej". L-Artikolu 4(1)(6) tad-Direttiva MiFID I tiċċara li "[i]n-negozjar akkont tagħhom infushom" huwa "in-negozjar fuq il-kapital proprjetarju li jirriżulta fil-konklużjoni tat-transazzjonijiet fi strument finanzjarju jew iktar". Għalhekk, is-sistemi tal-kummerċ bilaterali huma kkaratterizzati [34] mill-fatt li fihom l-investituri jikkummerċjaw direttament strumenti finanzjarji mal-impriża ta' investiment, li taġixxi akkont tagħha nfisha u tirriskja l-kapital tagħha, mingħajr l-interpożizzjoni ta' kwalunkwe terz.

75. L-elementi li jippermettu li tidher in-natura multilaterali ta' pjattaforma tal-kummerċ ta' strumenti finanzjarji jistgħu jitqassru hekk: a) il-parteċipazzjoni ta' diversi investituri sabiex jixtru u jbigħu strumenti finanzjarji u b) l-eżistenza ta' kontroparti mingħajr riskji (l-operatur,) imqiegħda bejn l-investituri differenti sabiex jiġi żgurat il-funzjonament xieraq tagħhom.

76. Issa għandu jiġi vverifikat, bir-riżervi espressi fil-punti 55 sa 67, jekk entità bħal EFS tissodisfax dawn l-elementi.

77. Fl-osservazzjonijiet tagħhom, il-fondi Robecco jargumentaw li s-sistema EFS għandha natura bilaterali. Fil-fehma tagħhom, din hija mezz ta' distribuzzjoni tal-ishma f'fondi ta' investiment miftuħa. L-investituri jistgħu jidħlu f'kuntatt direttament ma' dawn il-fondi jew jagħmlu dan permezz tas-sistema EFS. Fl-aħħar każ, is-sensara jew intermedjarji jiġbru l-ordnijiet ta' xiri u ta' bejgħ mill-klijenti tagħhom u jibagħtuhom lill-aġenti tal-fondi ta' investiment li joperaw fl-EFS. Il-vantaġġ, għall-investituri, talli jużaw l-EFS ikun li din is-sistema tiffaċilita l-aċċess għal numru kbir ta' fondi ta' investiment u li t-trażmissjoni tal-ordnijiet hija iktar effettiva. Skont id-dikjarazzjonijiet ta' Robeco fis-seduta, l-EFS hija l-iktar mezz użat mill-investituri ż-żgħar sabiex jiksbu ishma f'fondi ta' investiment miftuħa, filwaqt li l-investituri l-kbar ġeneralment jużaw kummerċ dirett.

78. L-EFS, għalhekk, hija sistema bilaterali ta' trażmissjoni ta' ordnijiet ta' xiri u ta' bejgħ ta' ishma f'fondi ta' investiment miftuħa, li fiha s-sensara ma jinteraġixxux bejniethom u jirrelataw biss mal-aġenti tal-fondi. Kull aġent jaħdem akkont tiegħu nnifsu u ma jqabbilx, iżda jikkumpensa, l-ordnijiet ta' xiri u ta' bejgħ ta' ishma. Isiru biss ordnijiet li jirriżultaw fi tranżazzjonijiet f'suq primarju.

79. Ma naħsibx, madankollu, li dawn l-argumenti huma biżżejjed sabiex wieħed jirribatti n-natura multilaterali tas-sistema EFS.

34 Il-Kumitat tar-Regolaturi Ewropej tat-Titoli nnota li l-espressjoni "sistema multilaterali" hija maħsuba sabiex teskludi s-sistemi bilaterali u li dawn tal-aħħar huma "sistemi li fihom entità individwali tipparteċipa f'kull kummerċ introdott fis-sistema akkont tagħha nfisha u mhux bħala kontroparti mingħajr riskji, imqiegħda bejn ix-xerrej u l-bejjiegħ. Għall-kuntrarju, sistema li fiha parteċipanti multipli (pereżempju, dawk li jagħmlu s-suq) jaġixxu bħala kontropartijiet tal-ordnijiet introdotti fis-sistema għandha tiġi kkunsidrata bħala sistema multilaterali" (punt 13 tad-Dokument CESR, Standards for Alternative Trading Systems, CESR/02-086b, Lulju tal-2002, (http://www.esma.europa.eu/system/files/l-02_086b.pdf).

80. Kif enfasizzat mill-AFM u mill-Kummissjoni, fis-sistema EFS hemm operatur (Euronext Amsterdam N.V.) li jittrażmetti lill-aġenti tal-fondi l-ordnijiet ta' xiri u ta' bejgħ tal-investituri ppreżentati mis-sensara. Fit-tranżazzjonijiet bejn dawk (is-sensara) u oħrajn (l-aġenti), Euronext, bħala operatur tal-EFS, taġixxi bħala terz. Il-ġestjoni tagħha ta' din il-pjattaforma tal-kummerċ issir b'mod mhux diskrezzjonali, b'mod konformi mal-Euronext Fund Service Trading Manual.

81. Is-sensara u l-aġenti tal-fondi, ċertament, jistgħu jwettqu t-tranżazzjonijiet tagħhom fuq bażi bilaterali, li ma huwiex ostakolu sabiex EFS titqies bħala sistema multilaterali, mill-mument li fih terz (Euronext) jaġixxi bħala operatur tas-suq, li jipprovdi sigurtà fil-kummerċ, trasparenza u protezzjoni ikbar tal-investituri. Din iċ-ċirkustanza tispjega li l-investituri ż-żgħar f'fondi ta' investiment miftuħa huma l-utenti ewlenin tas-sistema EFS. L-investituri l-kbar għandhom l-għarfien meħtieġ sabiex jipproteġu lilhom infushom.

82. L-intervent tal-Euronext jippermetti lill-fondi jattiraw investituri iktar faċilment milli kieku jirrikorru biss għall-kummerċ bilaterali. Tabilħaqq, il-ħolqien tal-EFS fl-2007 [35] sar minn Euronext Amsterdam b'kollaborazzjoni mill-qrib mal-AFM u mal-assoċjazzjoni rappreżentattiva tal-fondi ta' investiment Olandiżi. Euronext sostniet li l-vantaġġ prinċipali tal-mudell il-ġdid EFS għall-investituri kien li topera fi "*a clearly regulated market*" [36].

83. Kieku l-investituri, jew is-sensara tagħhom, jixtru u jbigħu l-ishma direttament permezz tal-aġenti ta' fond ta' investiment miftuħ, irrispettivament mill-EFS, ikollna sistema tal-kummerċ bilaterali, li tieħu l-forma ta' IS (jekk issir b'mod kontinwu, frekwenti u sistematiku) jew kuntratt OTC li ma jkunx suġġett għad-Direttiva MiFID I (jekk tkun b'mod sporadiku biss). Ma jidhirx li dan huwa l-każ hawnhekk.

84. In-natura multilaterali tal-EFS hija evidenti, barra minn hekk, minħabba li Euronext hija involuta fis-sistema bħala operatur li ma jaġixxix akkont tiegħu nnifsu u lanqas ma huwa espost għal riskji kapitali tiegħu. Barra minn hekk, Euronext hija pprojbita milli tixtri, tbigħ jew tqabbel ishma tal-fondi, sabiex iżżomm il-kwalitajiet ta' indipendenza u ta' imparzjalità, li jippermettu li din tittrażmetti lill-AFM informazzjoni qabel il-kummerċ u wara l-kummerċ dwar it-tranżazzjonijiet magħmula fis-sistema EFS, b'mod konfomi mad-dispożizzjonijiet tad-Direttiva MiFID I.

3. Ħtieġa ta' interazzjoni bejn l-interessi tal-bejjiegħa u tax-xerrejja ta' terzi multipli fi swieq irregolati

85. L-element ieħor tad-definizzjoni ta' suq irregolat li joħloq diffikultà lill-qorti tar-rinviju huwa r-rekwiżit ta' interazzjoni tal-interessi ta' bejjiegħa u tax-xerrejja ta' terzi multipli.

86. Il-fondi Robeco jargumentaw li fl-EFS hemm biss relazzjonijiet bilaterali bejn sensar u aġent ta' fondi, u fuq il-bażi ta' dawn jinxtraw jew jinbiegħu l-ishma. Għalhekk, ma hemmx interazzjoni mill-aġenti tal-fondi bejniethom jew tas-sensara bejniethom.

87. Lanqas dan l-argument ma narah konvinċenti. Kif isostni l-Gvern Brittaniku, fis-sistema EFS l-aġenti tal-fondi differenti jiltaqgħu ma' diversi sensara li jirrappreżentaw lill-investituri. Is-sensara jistgħu jagħżlu liema tranżazzjonijiet iwettqu ma' aġenti ta' xi fondi, u dawn l-aġenti, min-naħa tagħhom, jistgħu jinnegozjaw ma' sensara ta' investituri multipli. Għalhekk, hemm punt komuni jew interazzjoni bejn l-interessi tal-bejjiegħa jew tax-xerrejja ta' terzi multipli, li hija l-karatteristika proprja ta' suq irregolat jew ta' kwalunkwe pjattaforma tal-kummerċ multilaterali ta' strumenti finanzjarji.

35 Euronext tixtieq testendi s-sistema EFS tagħha lejn Franza, permezz tal-iżvilupp ta' pjattaforma multilaterali għall-fondi ta' investiment miftuħa li kienu joperaw fil-borża ta' Pariġi, imsejħa wkoll Euronext Fund Services, li ser tiġġestixxi Euronext Paris. Ara l-informazzjoni f'Euronext, *Expansion of Euronext Fund Services to include open-end funds on Euronext Paris*, Info-Flash, 24 ta' Lulju 2015.

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

88. L-EFS ma hijiex biss *mezz ta' informazzjoni* ta' trażmissjoni tal-ordnijiet. Din hija sistema li fiha jiġu kkummerċjalizzati strumenti finanzjarji (ishma f'fondi ta' investiment miftuħa) u li l-attività tagħha titwettaq skont l-istandards stabbiliti mill-operatur tas-sistema, Euronext, *f'manwal tal-kummerċ*[37].

89. Din l-interazzjoni ma hijiex permessa fis-sistemi bilaterali tal-kummerċ (bħall-IS). Għalhekk, il-premessa 17 tad-Direttiva MiFID II, li tista' tintuża bħala element ermenewtiku, minkejja li għadha ma hijiex fis-seħħ, tiddikjara li, "[f]ilwaqt li ċ-ċentri ta' negozjar huma faċilitajiet[sistemi] li fihom l-interessi multipli tax-xiri u l-bejgħ ta' partijiet terzi jinteraġixxu fis-sistema, internalizzatur sistematiku ma għandux ikun permess li jġib flimkien interessi tax-xiri u l-bejgħ tal-partijiet terzi bl-istess mod, mil-lat funzjonali, bħala ċentru tan-negozjar".

90. Wieħed għandu jżomm f'moħħu li fond ta' investiment miftuħ huwa UCITS li l-iskop tiegħu, kif indikat, huwa l-ġbir pubbliku ta' fondi sabiex dawn jiġu investiti u ġestiti b'mod komuni, u għalhekk ir-riskji u r-riżultati li joħorġu minn dan l-investiment jitqassmu bejn il-parteċipanti tiegħu, li b'hekk jistgħu jiksbu rendimenti tal-investimenti tagħhom b'espożizzjoni għal riskju iktar baxx.

91. Għal fond ta' investiment miftuħ huwa kruċjali li jinġabar kapital tal-parteċipanti u dan huwa dak li kien mixtieq mill-fondi tal-Pajjiżi l-Baxxi permezz tal-ħolqien ta' sistema ta' kummerċ organizzata bħala EFS. Permezz tagħha dawn ipprovaw jiffavorixxu l-interazzjoni tal-interessi tal-bejjiegħa u tax-xerrejja tal-fondi, irrappreżentati mill-aġenti tagħhom, u tal-investituri interessati li jixtru jew ibigħu ishma f'tali fondi, u li joperaw fl-EFS, irrappreżentati mis-sensara tagħhom. B'kuntrast mas-sistemi tal-kummerċ OTC jew mal-IS, EFS tipprovdi vantaġġ ċert favur l-interazzjoni tax-xerrejja u tal-bejjiegħa relatati mal-ishma fil-fondi ta' investiment miftuħa.

92. Barra minn hekk, jekk il-fondi Robeco jkomplu jbigħu l-ishma tagħhom permezz ta' kummerċ bilaterali, skont kif argumenta l-avukat tagħhom fis-seduta, ma nistax nifhem kif tista' tiġi kklassifikata wkoll bħala bilaterali sistema tal-kummerċ li fiha tintervjeni Euronext. L-intervent ta' terz bħala operatur indipendenti, għall-kuntrarju tal-kummerċ bilaterali, juri, fl-opinjoni tiegħi, li EFS hija sistema multilaterali stabbilita sabiex tiġi tagħti vantaġġ lill-interazzjoni tal-interessi tax-xerrejja u tal-bejjiegħa ta' terzi multipli, sabiex jiġu kkummerċjalizzati l-ishma f'fondi ta' investiment miftuħa.

4. Elementi possibbli oħra tal-kunċett ta' suq irregolat

93. Il-qorti tar-rinviju u l-fondi Robeco semmew elementi oħra li, fil-fehma tagħhom, jikkaratterizzaw is-swieq irregolati. Speċifikament: a) il-mekkaniżmu tal-formazzjoni tal-prezzijiet implementat fis-sistema tal-kummerċ; b) in-natura primarja tas-sistema u ċ) l-eżistenza jew in-nuqqas ta' eżistenza ta' riskju ta' aġir ta' abbuż tas-suq. Huma jikkunsidraw li l-applikazzjoni ta' dawn l-elementi għall-EFS turi li din hija sistema bilaterali u mhux pjattaforma multilaterali tal-kummerċ ta' strumenti finanzjarji.

94. Nibda billi ngħid li ebda wieħed minn dawk l-elementi ma huwa msemmi fid-definizzjoni ta' suq irregolat tal-Artikolu 4(1)(14) tad-Direttiva MiFID I u lanqas ma jidhirli li huma impliċiti fiha, u għalhekk ma għandhomx jittieħdu inkunsiderazzjoni sabiex jiġi ddeterminat jekk pjattaforma bħal EFS hijiex suq irregolat jew le.

37 Il-*Euronext Investment Fund Services Trading Manual* imsemmi hawn fuq, mibdul sussegwentement bit-*Trading Manual for the NAV Trading Facility*.

95. F'dak li jirrigwarda l-ewwel fattur, il-qorti tar-rinviju tispjega li fl-EFS isiru t-tranżazzjonijiet fuq il-bażi tal-istabbiliment ta' prezzijiet futuri, jiġifieri, fuq il-bażi tal-valur nett ikkalkolat mill-kwotazzjonijiet sussegwenti għall-ħin tal-iskadenza[38]. Skont il-fondi Robeco, dan il-mod ta' ffissar tal-prezz tat-tranżazzjonijiet fl-EFS ma huwiex irregolat bil-liġi tal-offerta u t-talba għal strumenti finanzjarji nnegozjati fi ħdan il-pjattaforma, li għandha tapplika dejjem f'suq irregolat.

96. Id-Direttiva MiFID I, madankollu, ma pprovdiet ebda waħda mill-forom differenti ta' formazzjoni tal-prezzijiet bħala element ta' differenzazzjoni tas-swieq irregolati. Dan il-fattur, konsegwentement, ma huwiex rilevanti sabiex jiġi ddeterminat jekk, skont dik id-direttiva, l-EFS hijiex suq irregolat jew le.

97. Dan huwa kkonfermat permezz tal-Artikolu 29(2) u 44(2) tad-Direttiva MiFID I, żviluppati mill-Artikolu 18 tar-Regolament Nru 1287/2006, li jipprovdi għall-possibbiltà li jiġu stabbiliti eżenzjonijiet mill-obbligi ta' trasparenza qabel il-kummerċ f'każ ta' MTFs u swieq irregolati li l-prezzijiet tagħhom huma ddeterminati minn mekkaniżmi mhux relatati mal-offerta u mat-talba tal-istrumenti finanzjarji kkummerċjalizzati fuq il-pjattaforma. Jekk tiġi aċċettata l-eżenzjoni, loġikament, dan huwa minħabba li jista' jkun hemm swieq irregolati b'mekkaniżmi ta' formazzjoni tal-prezzijiet ta' natura differenti.

98. Barra minn hekk, skont l-informazzjoni pprovduta mill-AFM waqt is-seduta, fil-formazzjoni tal-prezzijiet fl-EFS hemm ċertu importanza fl-offerta u fit-talba tal-ishma. Meta t-talba u l-offerta tal-ishma ta' fondi jikkoinċidu, dawn huma kkumpensati mill-aġent tagħhom, iżda jekk it-talba taqbeż l-offerta, l-investituri jħallsu perċentwali addizzjonali fuq l-ishma; fil-każ oppost, jingħataw skont. L-aħjar offerta jew talba għall-ishma ta' fond ta' investiment miftuħ tiddependi mir-riżultati tal-investimenti tagħhom fis-swieq ta' strumenti finanzjarji.

99. It-tieni fattur ipprovdut mill-qorti tar-rinviju u mill-fondi Robeco jikkonċerna n-natura primarja tas-suq, li fih jinħarġu u jiġu ssottoskritti ishma ta' fondi ta' investiment miftuħa, iżda ma hemm ebda kummerċ sekondarju ta' dawn l-istrumenti finanzjarji.

100. Madankollu, id-definizzjoni ta' suq irregolat tad-Direttiva MiFID I ma tinkludi ebda riferiment għal dan l-element (lanqas dak tal-MTF). Barra minn hekk, kif tipprovdi l-Kummissjoni, f'suq irregolat jista' jsir kemm it-tqegħid inizjali (primarju) ta' strumenti finanzjarji, kif ukoll il-kummerċ sekondarju sussegwenti[39]. Għalhekk, il-fatt li l-ħruġ u s-sottoskrizzjonijiet ta' ishma ta' fondi ta' investiment ma humiex suġġetti għal kummerċ sussegwenti ma jimplikax ostakolu għal EFS bħala suq irregolat.

101. Barra minn hekk, kif jindika l-Gvern Brittaniku, ir-Regolament (UE) Nru 1031/2010[40] jittratta l-irkantar tal-kwoti ta' emissjonijiet ta' gassijiet serra, li huwa kummerċ primarju ta' strument finanzjarju. Skont l-Artikolu 35(1) tiegħu "[l]-irkantijiet għandhom biss jitwettqu fuq pjattaforma tal-irkant awtorizzata bħala suq regolat skont il-paragrafu 5 mill-awtoritajiet kompetenti nazzjonali msemmija fit-tieni subparagrafu tal-paragrafu 4". Din id-dispożizzjoni għalhekk taċċetta espressament li f'suq irregolat skont il-kundizzjonijiet tad-Direttiva MiFID I jsiru t-tranżazzjonijiet proprji tas-swieq primarji.

38 Ara l-ispjegazzjoni iktar fid-dettall tal-mekkaniżmu fil-punt 31 ta' dawn il-konklużjonijiet.

39 Għal Moloney, il-kunċett ta' suq irregolat "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*, 3ª ed., Oxford University Press, Oxford, 2014, p. 463).

40 Regolament tal-Kummissjoni, tat-12 ta' Novembru 2010, dwar l-għażla taż-żmien, l-amministrazzjoni u aspetti oħra ta' rkantar ta' kwoti ta' emissjonijiet ta' gassijiet serra skont id-Direttiva 2003/87/KE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill li tistabilixxi skema għall-iskambju ta' kwoti ta' emissjonijiet ta' gassijiet serra ġewwa l-Komunità (ĠU 2010, L 302, p. 1).

102. Fl-aħħar nett, il-fondi Robeco jargumentaw, u l-qorti tar-rinviju ttenni l-argument tagħhom, li fis-sistema EFS ma hemmx riskju ta' aġir ta' abbuż tas-suq u li, għaldaqstant, il-kunsiderazzjoni tagħha bħala suq irregolat (bl-obbligu sussegwenti ta' trażmissjoni ta' informazzjoni dwar l-attivitajiet tal-operaturi tal-fondi ta' investiment) ma żżid xejn mal-protezzjoni tal-investituri.

103. Jiena nemmen, madankollu, li dan l-argument ma jistax jiġi milqugħ. Minn naħa waħda, id-definizzjoni ta' suq irregolat tad-Direttiva MiFID I ma tinkludix fost l-elementi tagħha possibbiltà aħjar jew inqas li ssir manipulazzjoni tas-suq. Min-naħa l-oħra, l-AFM (fil-fehma tiegħi, fuq bażi tajba) irribattiet l-argument ta' Robeco billi kkonfermat il-possibbiltà ta' abbuż tas-suq jew ta' traffiku ta' informazzjoni minn ġewwa f'sistemi bħall-EFS.

104. Speċifikament, l-AFM ipprovdiet eżempji li fihom sar aġir illegali fi ħdan il-kummerċ ta' ishma f'fondi ta' investiment. F'każijiet bħal dak tal-ħruġ ta' operatur importanti ta' fond ta' investiment, l-informazzjoni minn ġewwa tista' teżisti u tiġġenera aġir ta' abbuż tas-suq b'impatt fuq il-valur tal-ishma [41], liema ċirkustanza tista' sseħħ ukoll f'deċiżjonijiet bħal dik tat-trasformazzjoni f'fond ta' investiment miftuħ f'UCITS magħluqa.

105. L-Artikolu 9 tad-Direttiva 2003/6, applikabbli *ratione temporis* għall-kawża prinċipali, ippreveda biss l-obbligu ta' trażmissjoni ta' informazzjoni dwar l-operaturi tal-kumpanniji bi strumenti ammessi għall-kummerċ fi swieq irregolati, minħabba li dan kien l-uniku tip ta' sistema ta' kummerċ organizzata eżistenti fil-mument tal-adozzjoni ta' dik id-direttiva. Iktar tard, kif spjegajt, id-Direttiva MiFID I ħolqot l-MTFs u d-Direttiva MiFID II tipprevedi l-implementazzjoni tal-OTF bħala sistemi multilaterali ġodda tal-kummerċ organizzat. Interpretazzjoni sistematika ta' dawn ir-regoli twassal għall-konklużjoni li l-obbligi ta' trażmissjoni ta' informazzjoni, lill-awtoritajiet ta' sorveljanza, sabiex jiġi ostakolat aġir illeċitu ta' abbuż ta' informazzjoni minn ġewwa (Artikolu 6 tad-Direttiva 2003/6) għandha tapplika wkoll għal dawk responsabbli għas-sistemi organizzati ġodda ta' kummerċ ta' strumenti finanzjarji li jinsabu fid-dispożizzjonijiet tad-dritt tal-Unjoni wara l-2003. Din l-interpretazzjoni ġiet ikkonfermata b'mod sħiħ mir-Regolament (UE) Nru 596/2014 [42] il-ġdid.

106. L-interpretazzjoni li nissuġġerixxi, skont liema sistema tal-kummerċ bil-karatteristiċi tal-EFS għandha titqies bħala suq irregolat, skont id-Direttiva MiFID I, hija konsistenti mal-għan imfittex minn din tal-aħħar.

107. Fil-fatt, l-għan tal-ġabra leġiżlattiva MiFID I, li iktar tard ġiet ikkonsolidata bid-Direttiva MiFID II, kien li s-sistemi tal-kummerċ differenti li rriżultaw jiġu suġġetti għal regolamentazzjoni u kontroll, filwaqt li jitħallew barra biss il-kummerċ bilaterali u sporadiku tal-istrumenti finanzjarji [43]. Kull kummerċ organizzat għalhekk, għandu jaqa' taħt waħda mis-sistemi, multilaterali jew bilaterali,

41 Il-ħruġ tal-operatur tal-fond Pimco f'Settembru 2014 wasslet għall-irtirar ta' EUR 3 700 miljun (https://www.ft.com/content/56aa4284-4fc1-11e4-a0a4-00144feab7de). Kellu impatt sinjifikattiv ukoll it-trasferiment, fl-aħħar tal-2014, tal-operatur ta' Ignis Asset Management għal Old Mutual Global Investors u l-ħruġ tal-operatur tal-fondi ta' Bestinver Asset Management (http://www.expansion.com/2014/09/23/mercados/fondos/1411459605.html).

42 Regolament (UE) Nru 596/2014 tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tas-16 ta' April 2014 dwar l-abbuż tas-suq (Regolament dwar l-abbuż tas-suq) u li jħassar id-Direttiva 2003/6/KE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill u d-Direttivi tal-Kummissjoni 2003/124/KE, 2003/125/KE u 2004/72/KE (ĠU 2014, L 173, p. 1). Il-premessa 8 tiegħu tipprovdi kif ġej "Il-kamp ta' applikazzjoni tad-Direttiva 2003/6/KE kien jiffoka fuq l-istrumenti finanzjarji ammessi għan-negozjar f'suq regolat jew li fir-rigward tagħhom tkun saret talba għal ammissjoni għal kummerċ f'tali suq. Minkejja dan, fis-snin riċenti l-istrumenti finanzjarji kienu negozjati dejjem aktar fuq faċilitajiet multilaterali tan-negozjar (MTFs). Hemm ukoll strumenti finanzjarji li huma nnegozjati biss fuq tipi oħra ta' faċilitajiet organizzati tan-negozjar (OTFs) jew negozjati biss over the counter (OTC). Il-kamp ta' applikazzjoni ta' dan ir-Regolament għalhekk għandu jinkludi kull strument finanzjarju nnegozjati f'suq regolat, MTF jew OTF, u kwalunkwe kondotta jew azzjoni oħra li jista' jkollha effett fuq strument finanzjarju bħal dan irrispettivament minn jekk isseħħx f'post tan-negozjar.[…]. Dan għandu jtejjeb il-protezzjoni tal-investitur, jippreżerva l-integrità tas-swieq u jiżgura li l-abbuż tas-suq ta' strumenti bħal dawn ikun ipprojbit b'mod ċar".

43 F'dan is-sens, l-Artikolu 1(7) tad-Direttiva MiFID II jipprovdi: "Is-sistemi multilaterali kollha fl-istrumenti finanzjarji għandhom joperaw f'konformita' mad-dispożizzjonijiet tat-Titolu II rigward l-MTFs jew l-OTFs jew id-dispożizzjonijiet tat-Titolu III rigward is-swieq regolati. Kull ditta ta' investiment li, fuq bażi organizzata, frekwenti, sistematika u sostanzjali, titratta f'isimha stess meta tesegwixxi l-ordnijiet tal-klijent barra suq regolat, MTF jew OTF għandhom joperaw f'konformita' mat-Titolu III tar-Regolament (UE) Nru 600/2014. Mingħajr preġudizzju għall-Artikoli 23 u 28 tar-Regolament (UE) Nru 600/2014, it-transazzjonijiet kollha fi strumenti finanzjarji msemmija fl-ewwel u t-tieni subparagrafi li ma jiġux konklużi fuq sistemi multilaterali jew internalizzaturi sistematiċi għandhom ikunu konformi mad-dispożizzjonijiet rilevanti tat-Titolu III tar-Regolament (UE) Nru 600/2014".

previsti taħt ir-regoli MiFID I u, wara t-3 ta' Jannar 2018, taħt dawk tal-MiFID II [44]. Għalhekk, kompetenza iktar adegwata bejn is-sistemi tal-kummerċ differenti hija ppreferuta, mingħajr ir-riskju li l-operaturi li jixtiequ jevadu l-kontrolli tal-awtoritajiet ta' sorveljanza jiżviluppaw sistemi tal-kummerċ OTC. Għalkemm il-kunċett ta' suq irregolat tad-Direttiva MiFID I jiġi interpretat b'mod li jeskludi pjattaformi ta' kummerċ bħall-EFS, li fihom jinteraġixxu investituri f'fondi ta' investiment miftuħa, l-għanijiet imfittxija mil-leġiżlatur tal-Unjoni f'dan is-settur jiġu mfixkla.

IV. Konklużjoni

108. Fid-dawl tal-kunsiderazzjonijiet preċedenti, nipproponi li l-Qorti tal-Ġustizzja tirrispondi għad-domanda preliminari tal-College van beroep voor het bedrijfsleven (qorti tal-appell għal kwistjonijiet ekonomiċi, il-Pajjiżi l-Baxxi) kif ġej:

"Sistema organizzata tal-kummerċ ta' strumenti finanzjarji, ta' natura multilaterali, li fiha jinteraġixxu l-interessi tax-xerrejja mal-interessi tal-bejjiegħa tal-investituri permezz ta' sensara u ta' fondi ta' investiment miftuħa, irrappreżentati mill-aġenti tagħhom, taħt il-kontroll ta' operatur indipendenti, għandha titqies bħala suq irregolat fis-sens tal-Artikolu 4(1)(14) tad-Direttiva 2004/39/KE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tal-21 ta' April 2004, dwar is-swieq fl-istrumenti finanzjarji li temenda d-Direttivi tal-Kunsill 85/611/KEE u 93/6/KEE u d-Direttiva 2000/12/KE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill u li tħassar id-Direttiva tal-Kunsill 93/22/KEE".

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, p. 285.