



Jurisprudentie

CONCLUSIE VAN ADVOCaat-GENERAAL
M. CAMPOS SÁNCHEZ-BORDONA
van 26 april 2017¹

Zaak 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**

tegen

Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM)

[verzoek om een prejudiciële beslissing, ingediend door het College van Beroep voor het bedrijfsleven
(Nederland)]

„Markten voor financiële instrumenten – Multilaterale handelsfaciliteiten – Begrip gereguleerde markt – Beheerder van beleggingsfondsen – Open-end beleggingsfondsen – Marktmissbruik en gebruik van voorwetenschap”

1. De systemen *voor de handel in financiële instrumenten* hebben in de afgelopen jaren een duizelingwekkende ontwikkeling doorgemaakt als gevolg van de diversificatie van de verhandelde financiële producten.
2. Door de noodzaak om beleggers een passende bescherming te bieden, het risico te verminderen en het publieke toezicht op de werking van die markten te versterken, ter waarborging van de financiële stabiliteit, was een geleidelijke aanpassing van de handelssystemen vereist. Aan de traditionele effectenbeurzen zijn nieuwe, multilaterale en bilaterale, platformen toegevoegd waarop transacties in alle soorten financiële instrumenten – van de meest eenvoudige tot de meest geavanceerde – kunnen worden verricht.
3. De Uniewetgever is deze sector volledig beginnen te reguleren. Daartoe heeft hij – gebruikmakend van een soms moeilijk te begrijpen terminologie – de „gereguleerde markten”, de „multilaterale handelsfaciliteiten”, de „georganiseerde handelsfaciliteiten” en de „beleggingsondernemingen met systematische interne afhandeling” ontwikkeld als categorieën met eigen kenmerken.

¹ Oorspronkelijke taal: Spaans.

4. Deze zaak biedt het Hof de mogelijkheid om zijn nog prille rechtspraak over de kenmerken van de handelssystemen, in het bijzonder van de gereglementeerde markten, uit te breiden. De verwijzende rechter wenst te vernemen of een systeem, Euronext Fund Service (hierna: „EFS”) genaamd, dat wordt beheerd door Euronext Amsterdam N.V.², een gereglementeerde markt is, gelet op het feit dat binnen EFS uitsluitend beleggers met open-end beleggingsfondsen interageren.

Toepasselijke bepalingen

Unierecht

5. De voor het geding meest relevante bepalingen zijn richtlijn 2004/39/EG³ (de zogenoemde „MiFID I”) en de voornaamste regels ter uitvoering van die richtlijn, namelijk richtlijn 2006/73/EG⁴ en verordening (EG) nr. 1287/2006⁵ (hierna: „MiFID I-regels” of „MiFID I-regelgeving”). Ook moet rekening worden gehouden met richtlijn 2003/6/EG.⁶

6. De financiële crisis van 2008, die een aantal gebreken in de werking van de financiële markten en met betrekking tot de transparantie van die markten aan het licht heeft gebracht, heeft gevolgen gehad voor het pakket bestaande uit MiFID I en de regels ter uitvoering van die richtlijn. Voorts hebben de technologische ontwikkelingen een versterking van het regelgevingskader, in het bijzonder van de handelssystemen, noodzakelijk gemaakt, teneinde de transparantie ervan te vergroten, beleggers beter te beschermen, het vertrouwen te bevorderen, nog niet gereglementeerde terreinen aan te pakken en ervoor te zorgen dat toezichthouders over de nodige bevoegdheden beschikken om hun taken te vervullen.

7. Bijgevolg zal de MiFID I-regelgeving, die in 2007 in werking is getreden, met ingang van 3 januari 2018 worden vervangen door de zogenoemde MiFID II-regelgeving, die hoofdzakelijk bestaat uit richtlijn 2014/65/EU⁷ (hierna: „MiFID II”) en verordening (EU) nr. 600/2014.⁸ MiFID II is nog niet in werking getreden en is vanzelfsprekend niet van toepassing op het hoofdgeding, maar bevat een aantal nuttige richtsnoeren voor de uitlegging van de MiFID I-regels.

Richtlijn 2004/39

8. Volgens artikel 1, lid 1, van MiFID I is die richtlijn „van toepassing op beleggingsondernemingen en gereglementeerde markten”.

2 Euronext Amsterdam N.V. dient zich aan als opvolger van de historische effectenbeurs van Amsterdam en is een gereglementeerde markt.

3 Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van richtlijn 93/22/EEG van de Raad (PB 2004, L 145, blz. 1).

4 Richtlijn van de Commissie van 10 augustus 2006 tot uitvoering van richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad wat betreft de door beleggingsondernemingen in acht te nemen organisatorische eisen en voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening en wat betreft de definitie van begrippen voor de toepassing van genoemde richtlijn (PB 2006, L 241, blz. 26).

5 Verordening van de Commissie van 10 augustus 2006 tot uitvoering van richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de voor beleggingsondernemingen geldende verplichtingen betreffende het bijhouden van gegevens, het melden van transacties, de markttransparantie, de toelating van financiële instrumenten tot de handel en de definitie van begrippen voor de toepassing van genoemde richtlijn betreft (PB 2006, L 241, blz. 1).

6 Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik) (PB 2003, L 96, blz. 16).

7 Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van richtlijn 2002/92/EG en richtlijn 2011/61/EU (PB 2014, L 173, blz. 349).

8 Verordening van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten in financiële instrumenten en tot wijziging van verordening (EU) nr. 648/2012 (PB 2014, L 173, blz. 84).

9. In de overwegingen 2, 5, 6, 44 en 49 van die richtlijn staat te lezen:

„(2) [...] [Er] moet een zodanige harmonisatie worden bewerkstelligd dat beleggers een hoog niveau van bescherming wordt geboden en dat beleggingsondernemingen in staat zijn overal in de Gemeenschap, die een eengemaakte markt vormt, diensten te verrichten, op basis van toezicht door de lidstaat van herkomst. [...]

[...]

(5) [...] Er moet rekening mee worden gehouden dat er zich parallel met de gereguleerde markten een nieuwe generatie georganiseerde handelssystemen aan het ontwikkelen is die moeten worden onderworpen aan verplichtingen waarmee wordt beoogd de goede en ordelijke werking van de financiële markten te waarborgen. [...]

(6) Er dienen definities van gereguleerde markt en MTF⁹ te worden vastgesteld en deze definities moeten nauw bij elkaar aansluiten om duidelijk te maken dat zij dezelfde georganiseerde-handelsfuncties bestrijken. Bilaterale systemen waarin een beleggingsonderneming handelstransacties voor eigen rekening uitvoert en niet als bemiddelaar tussen koper en verkoper, zonder zelf risico te dragen, mogen er niet onder vallen. De term ‚systeem’ omvat alle markten die bestaan uit een geheel van regels en een handelsplatform, alsmede de markten die alleen op basis van een geheel van regels werken. Gereguleerde markten en MTF’s zijn niet verplicht een ‚technisch’ systeem voor het matchen van orders te exploiteren. Een markt die alleen bestaat uit een geheel van regels betreffende aspecten die verband houden met lidmaatschap, toelating van instrumenten tot de handel, handel tussen leden, transactiemelding en – waar van toepassing – transparantieplichtingen, is een gereguleerde markt of een MTF in de zin van deze richtlijn, en volgens deze regels uitgevoerde transacties worden geacht te zijn verricht volgens de systemen van een gereguleerde markt of een MTF. De term ‚koop- en verkoopintenties’ moet in brede zin worden opgevat en omvat orders, koersen en blijken van belangstelling. Het vereiste dat de intenties in het systeem moeten worden samengebracht volgens niet-discretionaire regels die door de exploitant van het systeem zijn vastgesteld, betekent dat deze intenties volgens de regels, de protocollen of de interne werkingsprocedures (met inbegrip van IT-procedures) van het systeem moeten worden samengebracht. De uitdrukking ‚niet-discretionaire regels’ houdt in dat deze regels de beleggingsonderneming die een MTF exploiteert, geen enkele mogelijkheid mogen laten om de interactie tussen de intenties te beïnvloeden. In de definities is bepaald dat de intenties op zodanige wijze moeten worden samengebracht dat er een overeenkomst uit voortvloeit, hetgeen betekent dat de uitvoering moet plaatsvinden volgens de regels, de protocollen of de interne exploitatieprocedures van het systeem.

[...]

(44) In de dubbele optiek van beleggersbescherming en een goede werking van de effectenmarkten dient de transparantie van transacties te worden gewaarborgd en moeten de regels die met het oog daarop zijn vastgesteld, van toepassing zijn op beleggingsondernemingen wanneer zij op de markt activiteiten ontplooiën. Teneinde beleggers of marktdeelnemers te allen tijde in staat te stellen de voorwaarden van een door hen overwogen aandelentransactie te beoordelen en achteraf te verifiëren onder welke voorwaarden deze transactie is uitgevoerd, moeten gemeenschappelijke regels worden vastgesteld voor de openbaarmaking van bijzonderheden over uitgevoerde aandelentransacties en voor de verstrekking van bijzonderheden over de op een gegeven moment bestaande handelsmogelijkheden. Deze regels zijn noodzakelijk om de effectieve integratie van de aandelenmarkten van de lidstaten te waarborgen, de efficiëntie van het algemene koersvormingsproces van eigen-vermogensinstrumenten te bevorderen en tot de

9 De letters MTF worden in richtlijn 2004/39 gebruikt als afkorting van „Multilateral trading facility” (multilaterale handelsfaciliteit).

effectieve nakoming van de verplichtingen inzake ‚optimale uitvoering’ bij te dragen. Dit alles vereist een alomvattende transparantieregeling die geldt voor alle aandelentransacties, ongeacht of deze door een beleggingsonderneming op bilaterale basis, dan wel via een gereglementeerde markt of MTF worden uitgevoerd. De verplichtingen die beleggingsondernemingen op grond van deze richtlijn hebben tot het vermelden van een bied- en laatkoers en tot het uitvoeren van een order tegen de vermelde prijs, ontslaan een beleggingsonderneming niet van de verplichting een order om te leiden naar een andere plaats van uitvoering, wanneer een dergelijke interne afhandeling zou kunnen verhinderen dat de onderneming de verplichtingen inzake optimale uitvoering nakomt.

[...]

- (49) De vergunning om een gereglementeerde markt te exploiteren moet alle werkzaamheden bestrijken die rechtstreeks verband houden met de weergave, verwerking, uitvoering, bevestiging en kennisgeving van orders vanaf het tijdstip waarop deze orders door de gereglementeerde markt worden ontvangen tot het tijdstip waarop zij worden doorgegeven voor de afhandeling ervan, alsmede de werkzaamheden die verband houden met de toelating van financiële instrumenten tot de handel. Ook transacties die met tussenkomst van door de gereglementeerde markt aangewezen market makers volgens de systemen van die markt en overeenkomstig de regels van die systemen worden uitgevoerd, moeten onder die vergunning vallen. Niet alle door leden of deelnemers van de gereglementeerde markt of de MTF uitgevoerde transacties dienen te worden beschouwd als binnen de systemen van de gereglementeerde markt of de MTF uitgevoerde transacties. Door leden of deelnemers op bilaterale basis uitgevoerde transacties die niet voldoen aan de uit hoofde van deze richtlijn aan een gereglementeerde markt of een MTF gestelde eisen, dienen voor de toepassing van de definitie van onderneming met systematische interne afhandeling als buiten een gereglementeerde markt of een MTF uitgevoerde transacties te worden beschouwd. In dat geval is de verplichting voor beleggingsondernemingen om vaste koersen openbaar te maken van toepassing, indien aan de voorwaarden van de onderhavige richtlijn is voldaan.”

10. In artikel 4, lid 1, punten 7, 13, 14 en 15 worden de volgende begrippen nader omschreven:

„7) beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling: een beleggingsonderneming die frequent op georganiseerde, regelmatige en systematische wijze voor eigen rekening en buiten een gereglementeerde markt of een MTF transacties [uitvoert] door orders van cliënten uit te voeren;

[...]

13) marktexploitant: een persoon of personen die het bedrijf van een gereglementeerde markt beheren en/of exploiteren; de gereglementeerde markt kan de marktexploitant zelf zijn;

14) gereglementeerde markt: een door een marktexploitant geëxploiteerd en/of beheerd multilateraal systeem dat meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten – binnen dit systeem en volgens de niet-discretionaire regels van dit systeem – samenbrengt of het samenbrengen daarvan vergemakkelijkt op zodanige wijze dat er een overeenkomst uit voortvloeit met betrekking tot financiële instrumenten die volgens de regels en de systemen van de markt tot de handel zijn toegelaten, en waaraan vergunning is verleend en die regelmatig werkt, overeenkomstig het bepaalde in titel III;

15) multilaterale handelsfaciliteit (Multilateral trading facility – MTF): een door een beleggingsonderneming of een marktexploitant geëxploiteerd multilateraal systeem dat meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten – binnen dit systeem en volgens niet-discretionaire regels – samenbrengt op zodanige wijze dat er een overeenkomst uit voortvloeit overeenkomstig het bepaalde in titel II.”

Verordening nr. 1287/2006

11. Artikel 2, punt 8, definieert „handelsplatform” als „een gereguleerde markt, een MTF of een beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling die in deze hoedanigheid optreedt, en, in voorkomend geval, een systeem van buiten de Gemeenschap met functies die vergelijkbaar zijn met die van een gereguleerde markt of een MTF”.

12. Artikel 5 van die verordening bepaalt:

„Voor de toepassing van deze verordening is een verwijzing naar een transactie alleen een verwijzing naar de aankoop en verkoop van een financieel instrument. Voor de toepassing van deze verordening, met uitzondering van hoofdstuk II, omvatten de aankoop en verkoop van een financieel instrument geen van de volgende transacties:

[...]

c) transacties op de primaire markt (zoals uitgifte, toewijzing of inschrijving) in financiële instrumenten die vallen onder artikel 4, lid 1, punt 18, onder a) en b), van richtlijn 2004/39/EG.”

13. Artikel 21, lid 1, somt de criteria op om te bepalen of een beleggingsonderneming een beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling is:

„Wanneer een beleggingsonderneming voor eigen rekening handelt door orders van cliënten buiten een gereguleerde markt of een MTF uit te voeren, wordt zij behandeld als een beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling indien zij voldoet aan de volgende criteria die erop duiden dat zij deze activiteit frequent op georganiseerde, regelmatige en systematische wijze verricht:

- a) de activiteit vervult een wezenlijke zakelijke rol voor de onderneming en wordt verricht volgens niet-discretionaire regels en procedures;
- b) de activiteit wordt verricht door personeel of door middel van een geautomatiseerd technisch systeem dat voor dat doel is bestemd, ongeacht of dat personeel of dat systeem uitsluitend voor dat doel wordt ingezet;
- c) de activiteit is doorlopend en op regelmatige basis beschikbaar voor cliënten.”

Richtlijn 2003/6

14. Artikel 1, punt 1, van die richtlijn bevat de volgende definitie:

„voorwetenschap’: niet openbaar gemaakte informatie die concreet is en die rechtstreeks of middellijk betrekking heeft op een of meer emittenten van financiële instrumenten of op een of meer financiële instrumenten en die, indien zij openbaar zou worden gemaakt, een aanzienlijke invloed zou kunnen hebben op de koers van deze financiële instrumenten of van daarvan afgeleide financiële instrumenten.”

15. Artikel 6, lid 4, van die richtlijn luidt:

„Personen met leidinggevende verantwoordelijkheid bij een emittent van financiële instrumenten en, in voorkomend geval, personen die nauw met hen gelieerd zijn, moeten minimaal de bevoegde autoriteit in kennis stellen van transacties voor eigen rekening met aandelen die zijn uitgegeven door de emittent waarvan zij deel uitmaken of met derivaten daarvan of andere daaraan verbonden financiële instrumenten. De lidstaten zorgen ervoor dat het publiek zo spoedig mogelijk gemakkelijk toegang heeft tot dergelijke informatie, op zijn minst in afzonderlijke vorm.”

Nationaal recht

16. In artikel 1:1 van de Wet op het financieel toezicht (hierna: „Wft”) wordt het begrip gereguleerde markt als volgt omschreven:

„multilateraal systeem dat meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten – binnen dit systeem en volgens de niet-discretionaire regels van dit systeem – samenbrengt of het samenbrengen daarvan vergemakkelijkt op zodanige wijze dat er een overeenkomst uit voortvloeit met betrekking tot financiële instrumenten die volgens de regels en de systemen van die markt tot de handel zijn toegelaten, en dat regelmatig en overeenkomstig de geldende regels inzake de vergunningverlening en het doorlopende toezicht werkt.”

17. Ingevolge artikel 5:60, eerste lid, onderdeel a, Wft is

eenieder die het dagelijks beleid bepaalt of mede bepaalt van een uitgevende instelling met zetel in Nederland die financiële instrumenten als bedoeld in artikel 5:56, eerste lid, onderdeel a, heeft uitgegeven of voornemens is uit te geven [dat wil zeggen, financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt of een multilaterale handelsfaciliteit],

dan wel degene op wiens voorstel een koopovereenkomst inzake een financieel instrument als bedoeld in het desbetreffende onderdeel, niet zijnde een effect, tot stand is gekomen,

of die een koopovereenkomst inzake een financieel instrument als bedoeld in het desbetreffende onderdeel, niet zijnde een effect, voorstelt,

gehouden om uiterlijk op de vijfde werkdag na de transactiedatum melding te doen van voor eigen rekening verrichte of bewerkstelligde transacties in aandelen die betrekking hebben op de in onderdeel a, b onderscheidenlijk c (van artikel 5:60, eerste lid) bedoelde uitgevende instelling, of in financiële instrumenten waarvan de waarde mede wordt bepaald door de waarde van deze aandelen.

18. Ingevolge artikel 5:56, eerste lid, onderdeel a, Wft is het de in de voorgaande bepaling bedoelde personen verboden om gebruik te maken van voorwetenschap door een transactie te verrichten of te bewerkstelligen in of vanuit Nederland of een staat die geen lidstaat is in financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt waarvoor een vergunning als bedoeld in artikel 5:26, eerste lid, is verleend of een multilaterale handelsfaciliteit waarvoor de beleggingsonderneming een vergunning heeft als bedoeld in artikel 2:96 of waarvoor toelating tot die handel is aangevraagd.

19. Ingevolge artikel 1:40, eerste lid, Wft brengt de toezichthouder de kosten van de werkzaamheden die hij verricht in verband met de uitvoering van zijn taak in rekening bij de ondernemingen ten aanzien waarvan die werkzaamheden worden verricht, voor zover deze kosten niet ten laste komen van de Rijksbegroting.

20. Ingevolge de artikelen 5, 6 en 8, eerste lid, onder i), nummer 4, van het Besluit bekostiging financieel toezicht is de Stichting Autoriteit Financiële Markten (Nederland) (hierna: „AFM”) bevoegd om heffingen op te leggen aan uitgevende instellingen als bedoeld in artikel 5:60, eerste lid, onderdeel a, Wft.

Nationaal geding en prejudiciële vraag

21. Bij de verwijzende rechter is een geding aanhangig tussen, enerzijds, AFM en, anderzijds, Robeco Hollands Bezit N.V. en elf andere vennootschappen (instellingen voor collectieve belegging in effecten van het open-end-type of open-end beleggingsfondsen; hierna: „Robeco” of „Robeco-fondsen”), die zijn opgekomen tegen door die autoriteit opgelegde heffingen.

22. Voorwerp van het geding zijn, in concreto, de besluiten van AFM van 30 oktober 2009, 31 december 2010, 30 september 2011 en 28 september 2012 (primaire besluiten). Bij die besluiten heeft AFM de Robeco-fondsen op grond van artikel 1:40 en artikel 5:60, eerste lid, aanhef en onderdeel a, Wft en het Besluit bekostiging financieel toezicht heffingen opgelegd over de boekjaren 2009, 2010, 2011 en 2012 respectievelijk ten bedrage van 110 EUR, 350 EUR, 630 EUR en 180 EUR.

23. Volgens AFM waren die heffingen verschuldigd als gevolg van de toezichttaken die deze autoriteit met betrekking tot de Robeco-fondsen had uitgevoerd uit hoofde van richtlijn 2003/6, die in Nederlands recht is omgezet bij de Wft, op grond waarvan instellingen die op gereglementeerde markten verhandelde financiële instrumenten uitgeven, verplicht zijn om informatie over de activiteiten van hun beheerders te verstrekken.

24. Bij besluit van 13 december 2012 heeft AFM Robeco’s bezwaren afgewezen.

25. Tegen dat besluit heeft Robeco beroep ingesteld bij de rechtbank Rotterdam (Nederland), die dat beroep heeft verworpen bij vonnis van 24 december 2013.

26. Die rechter heeft de vorderingen van Robeco afgewezen en de stellingen van AFM aanvaard. Hij heeft verklaard dat het EFS-systeem voldeed aan de definitie van gereglementeerde markt in artikel 1:1 Wft. Artikel 5:60 Wft was van toepassing op de bestuurders en commissarissen en de door AFM opgelegde heffingen waren rechtsgeldig.

27. Robeco heeft tegen het vonnis van de rechtbank Rotterdam hoger beroep ingesteld bij het College van Beroep voor het bedrijfsleven (Nederland), dat ten slotte moet verduidelijken of het EFS-systeem onder het begrip gereglementeerde markt in richtlijn 2004/39 valt.

28. Verschillende gegevens en omstandigheden van het hoofdgeding, die ik summier zal beschrijven, worden door de verwijzende rechter bewezen geacht.

29. In de eerste plaats verklaart hij dat Euronext een vergunning heeft om een gereglementeerde markt te beheren op grond van artikel 5:26, eerste lid, Wft. Een van de segmenten van Euronext is EFS, een afzonderlijk handelssysteem waarin uitsluitend deelnemingsrechten in „open-end” beleggingsfondsen worden verhandeld. De Robeco-fondsen zijn „open-end” beleggingsfondsen en moeten orders tot inkoop of uitgifte van deelnemingsrechten via EFS uitvoeren.

30. In de tweede plaats bevestigt de verwijzende rechter dat fund agents en brokers bij het EFS-systeem als members zijn aangesloten. Ieder beleggingsfonds en iedere groep van beleggingsfondsen heeft een eigen fund agent, die voor rekening en risico van het fonds of de groep van beleggingsfondsen handelt. Een tussenpersoon of broker verzamelt de koop- en verkooporders van de beleggers en geeft die door aan de fund agent van het betreffende beleggingsfonds.

31. Ten slotte legt de verwijzende rechter uit dat op het EFS-systeem de transacties plaatsvinden aan de hand van forward pricing. Een broker kan een order bij een fund agent plaatsen tot 16.00 uur (cut-off time), waarna de intrinsieke waarde van het beleggingsfonds (en dus de waarde van het uit te geven of in te kopen deelnemingsrecht) wordt berekend op basis van koersen die liggen na de cut-off time). De fund agent voert de bij hem geplaatste order om 10.00 uur de volgende ochtend uit op basis van de berekende intrinsieke waarde met een beperkte op- of afslag vanwege de door het beleggingsfonds te maken transactiekosten. Fund agents en brokers verrichten onderling geen transacties binnen het EFS-systeem. De transacties op EFS geschieden conform de regels van de EFS Trading Manual en de TCS-web User Guide to the EFS.

32. Anders dan de rechter in eerste aanleg, neigt het College van Beroep voor het bedrijfsleven op grond van deze gegevens naar het oordeel dat het EFS-systeem niet multilateraal is en derhalve niet als een gereglementeerde markt in de zin van artikel 4, lid 1, punt 14, van MiFID I kan worden aangemerkt.

33. Naar het oordeel van het College van Beroep voor het bedrijfsleven wordt in overweging 6 van MiFID I onderscheid gemaakt tussen bilaterale systemen (beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling) en multilaterale handelsfaciliteiten, waartoe gereglementeerde markten behoren. Het kenmerkende onderscheid is dat in bilaterale systemen uitsluitend transacties tussen de beleggingsonderneming en de belegger worden verricht, terwijl in multilaterale systemen tevens transacties mogelijk zijn tussen beleggers onderling. Het College is van oordeel dat EFS een bilateraal systeem is, omdat binnen dat systeem een broker (als vertegenwoordiger van de belegger) en een fund agent (namens het fonds) actief zijn, waarbij de broker de transacties met de fund agent verricht.

34. De verwijzende rechter is van oordeel dat in overweging 6 van MiFID I wordt geopperd dat een systeem waarop uitsluitend transacties worden verricht die niet aan een meldingsplicht zijn onderworpen, niet als een gereglementeerde markt kan worden aangemerkt. Volgens artikel 5, aanhef en onder c), van verordening nr. 1287/2006 zijn transacties op het EFS-systeem transacties op de primaire markt en geen transacties die de aankoop en verkoop van een financieel instrument omvatten. Hoofdstuk III van die verordening is niet van toepassing op die transacties op de primaire markt en derhalve geldt de in dat hoofdstuk voorziene meldingsplicht niet voor transacties binnen het EFS-systeem. Aangezien via EFS uitsluitend transacties op de primaire markt worden verricht, waarvoor geen meldingsplicht geldt, wordt EFS niet als een gereglementeerde markt aangemerkt.

35. Dat oordeel vindt volgens de verwijzende rechter steun in het feit dat – zoals reeds is uiteengezet – de waarde van de via het EFS-systeem verhandelde deelnemingsrechten wordt bepaald door een berekening van hun intrinsieke waarde. Op een gereglementeerde markt komt de prijs daarentegen niet op zodanige wijze tot stand, maar op basis van vraag en aanbod van degenen die daar handelen.

36. Ten slotte brengt de rechter bij wie de zaak aanhangig is naar voren dat EFS geen gereglementeerde markt is, omdat op dat systeem van prijsmanipulatie geen sprake kan zijn en handel met voorwetenschap niet goed voorstelbaar is.

37. Desondanks lijkt het hem ook verdedigbaar om EFS als een gereglementeerde markt in de zin van artikel 4, lid 1, punt 14, van MiFID I aan te merken. Hij erkent dat noch uit de tekst van dat artikel noch uit overweging 6 van die richtlijn direct kan worden afgeleid dat een handelsplatform waarop uitsluitend niet-meldingsplichtige handelstransacties plaatsvinden en de prijsvorming van het verhandelde niet door vraag en aanbod tot stand komt, niet als een gereglementeerde markt kan worden aangemerkt. Voldoende is dat sprake is van een markt die bestaat uit een geheel van regels als beschreven in overweging 6 en dat wordt voldaan aan de bestanddelen van de definitie van artikel 4, lid 1, punt 14, van MiFID I.

38. Bovendien kan het EFS-systeem volgens de verwijzende rechter onder het begrip gereguleerde markt in MiFID I vallen, aangezien EFS een zelfstandig handelsplatform is dat met de nodige vergunning door Euronext wordt geëxploiteerd; een multilateraal systeem is waarop meerdere brokers en fund agents zijn aangesloten die orders kunnen inleggen; de gebruikers van het EFS-systeem als derden ten aanzien van Euronext kunnen worden aangemerkt; en binnen het EFS-systeem de aan- en verkoopintenties van de brokers en fund agents worden samengebracht waaruit transacties voortvloeien.

39. Gelet op de twijfel over de uitlegging van het begrip „gereguleerde markt”, heeft het College van Beroep voor het bedrijfsleven het Hof de volgende prejudiciële vraag gesteld:

„Moet een systeem, waaraan meerdere fund agents en brokers deelnemen die binnen dat systeem respectievelijk ‚open end’ beleggingsinstellingen en beleggers vertegenwoordigen in handelstransacties, en dat in feite uitsluitend deze ‚open end’ beleggingsinstellingen faciliteert in hun verplichting door beleggers geplaatste aan- en verkooporders in deelnemingsrechten uit te voeren, worden aangemerkt als een gereguleerde markt als bedoeld in artikel 4, lid 1, punt 14, van [MiFID I] en, zo ja, welke kenmerken zijn daarvoor beslissend?”

Analyse van de prejudiciële vraag

40. De verwijzende rechter verzoekt het Hof te verduidelijken of een platform voor de handel in financiële instrumenten met de kenmerken van het EFS-systeem een gereguleerde markt in de zin van MiFID I is. Alvorens die vraag te behandelen, acht ik het noodzakelijk de in MiFID I neergelegde regeling van de systemen voor de handel in financiële instrumenten en de ontwikkelingen die zich hebben voorgedaan sinds de toepassing ervan uiteen te zetten. Ook al zijn zij *ratione temporis* niet van toepassing op het geding, ik zal ook ingaan op de wijzigingen vanaf 3 januari 2018 ten gevolge van de inwerkingtreding van de MiFID II-regelgeving.

Voorafgaande opmerkingen over de systemen voor de handel in financiële instrumenten

41. De juridische regeling van de systemen *voor de handel in financiële instrumenten*¹⁰ is aanzienlijk gewijzigd bij MiFID I en de regels ter uitvoering van die richtlijn. Ter bevordering van de integratie, het concurrentievermogen en de efficiëntie van die markten in de Unie is een einde gemaakt aan het in bepaalde lidstaten bestaande monopolie van de traditionele effectenbeurzen op de handel en is de concurrentie mogelijk gemaakt tussen de traditionele platformen en de nieuwe alternatieve handelssystemen die ontstonden als gevolg van de technologische ontwikkelingen, maar niet waren gereguleerd.

42. Zoals ik reeds naar voren heb gebracht, was het de bedoeling van de Uniewetgever om een grotere transparantie te bewerkstelligen, beleggers beter te beschermen, het vertrouwen te bevorderen en ervoor te zorgen dat toezichthouders over de nodige bevoegdheden beschikken om hun taken te vervullen.¹¹

¹⁰ Die handelssystemen „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., Saguato, P., „Regulating Financial Market Infrastructures”, *ECGI Working Paper* nr. 259/2014, juni 2014, blz. 7).

¹¹ Volgens een door de Commissie gefinancierde studie heeft dit geleid tot meer concurrentie tussen de verschillende platformen voor de handel in financiële instrumenten en meer keuzemogelijkheden voor beleggers inzake de dienstverrichters en de beschikbare financiële instrumenten. Technologische ontwikkelingen hebben deze vooruitgang versterkt. Volgens de studie van Oxera, *Monitoring Prices, Costs and Volumes of Trading and Post-trading Services*, 2011, zijn de transactiekosten in het algemeen afgenomen en is de integratie toegenomen. Zie ook document COM(2011) 652 definitief, blz. 2.

43. In MiFID I zijn drie soorten systemen *voor de handel in financiële instrumenten* geregeld, waarvan er twee multilaterale systemen zijn (gereguleerde markten en MTF)¹² en één een bilateraal systeem is (beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling). De MiFID I-regels voorzien niet alleen in deze systemen, die georganiseerde handelssystemen zijn, maar ook in de mogelijkheid van niet-georganiseerde (*over-the-counter*; hierna: „OTC”) handel in financiële instrumenten.

44. De eerste, en sinds langere tijd bestaande, categorie systemen *voor de handel in financiële instrumenten* is de in de MiFID I- en de MiFID II-regelgeving en in andere Unierechtelijke regels gebruikte categorie van gereguleerde markten. Gereguleerde markten, waarvan ik de kenmerken later grondiger zal onderzoeken, worden in artikel 4, lid 1, punt 14, van MiFID I gedefinieerd als multilaterale systemen voor de handel in financiële instrumenten die worden beheerd door een exploitant die niet-discretionaire werkingsregels toepast en waarbinnen een interactie plaatsvindt tussen koop- en verkoopintenties van verschillende derden waaruit een overeenkomst voortvloeit. Zij zijn vergelijkbaar met de traditionele effectenbeurzen en volgens de database van de Europese Autoriteit voor effecten en markten (European Securities and Markets Authority; hierna: „ESMA”)¹³ bestaan er thans in de Europese Unie 102 gereguleerde markten (vier in Nederland, waaronder Euronext Amsterdam).

45. De tweede categorie, bestaande uit de zogenoemde multilaterale handelsfaciliteiten (MTF's), is bij MiFID I ingevoerd en omvat de alternatieve handelssystemen die in de praktijk waren ontstaan als gevolg van de technologische ontwikkelingen. MTF's zijn ook multilaterale handelssystemen waarbinnen een interactie plaatsvindt tussen koop- en verkoopintenties van verschillende derden waaruit een overeenkomst voortvloeit, die op niet-discretionaire basis worden beheerd door een exploitant of een beleggingsonderneming en waarvoor een administratieve vergunning is vereist. De regeling ervan is vergelijkbaar met die van de gereguleerde markten, maar zij verschilt ervan doordat vooraf niet wordt gecontroleerd welke soorten financiële instrumenten kunnen worden verhandeld.

46. Volgens de ESMA-database¹⁴ zijn er in de Europese Unie thans 151 MTF's, waaronder het platform BATS Trading Ltd (Verenigd Koninkrijk), dat opvalt door zijn omvang. In Nederland zijn er twee, namelijk Tom MTF Derivatives Markets en Tom MTF Cash Markets.

47. De derde bij MiFID I ingevoerde categorie omvat de zogenoemde „beleggingsondernemingen met systematische interne afhandeling”. In tegenstelling tot de handelssystemen van de vorige categorieën gaat het niet om door een derde beheerde multilaterale handelsplatformen waarvan beleggers gebruikmaken om financiële instrumenten te verkopen en te kopen, maar om bilaterale handelssystemen. Het gaat volgens artikel 4, lid 1, punt 7, van MiFID I om beleggingsondernemingen die frequent op georganiseerde, regelmatige en systematische wijze voor eigen rekening transacties uitvoeren door orders van cliënten uit te voeren. Dat handelssysteem is niet als zodanig gedefinieerd, maar is gedefinieerd met betrekking tot de partijen die er gebruik van maken.

¹² Multilaterale systemen kunnen ook „handelsplatform” worden genoemd. Dat begrip wordt in artikel 2, punt 4, van verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad van 4 juli 2012 betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters (PB 2012, L 201, blz. 1), gedefinieerd als „een systeem dat wordt geëxploiteerd door een beleggingsonderneming of een marktexploitant in de zin van artikel 4, lid 1, punt 1 en punt 13, van richtlijn 2004/39/EG, met uitzondering van een beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling in de zin van artikel 4, lid 1, punt 7, van die richtlijn, die meerdere koop- en verkoopintenties met betrekking tot financiële instrumenten in dit systeem samenbrengt op een zodanige wijze, dat er een overeenkomst tot stand komt in overeenstemming met titel II of titel III van die richtlijn”.

¹³ Zie de gegevens op https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_rma.

¹⁴ Zie de gegevens via de volgende link: https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_mtf.

48. Ook al behoeven beleggingsondernemingen met systematische interne afhandeling geen administratieve vergunning van de nationale toezichthouder, het gaat om ondernemingen die voldoende omvangrijk zijn om koop- en verkooporders van beleggers intern te kunnen matchen en die derhalve aan talrijke transparantieplichtingen zijn onderworpen. De regeling van de beleggingsondernemingen met systematische interne afhandeling was blijkbaar niet erg aantrekkelijk, want volgens de gegevens van ESMA¹⁵ zijn in de gehele Europese Unie slechts elf dergelijke ondernemingen geregistreerd, en geen in Nederland.

49. Zoals ik reeds heb gezegd, voorziet MiFID I niet alleen in de handel in financiële instrumenten via die georganiseerde handelssystemen, maar ook in een vierde wijze van uitvoering van orders in financiële instrumenten, namelijk OTC. Dit valt af te leiden uit overweging 53 van MiFID I¹⁶, waarin staat te lezen dat met deze richtlijn niet wordt beoogd „de toepassing van regels inzake transparantie vóór de handel verplicht te stellen voor transacties op OTC-basis, waarvoor o.a. kenmerkend is dat zij ad hoc en onregelmatig plaatsvinden, met tegenpartijen in het wholesale-segment worden gesloten en deel uitmaken van een zakelijke relatie die weer wordt gekenmerkt door transacties die groter zijn dan de standaard marktomvang en worden uitgevoerd buiten de systemen waarvan de betrokken onderneming gewoonlijk gebruik maakt voor haar transacties als beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling”.

50. Wellicht wegens de eisen die worden gesteld aan beleggingsondernemingen met systematische interne afhandeling (handel op georganiseerde, regelmatige en systematische wijze, zoals geconcretiseerd in artikel 21, lid 3, van verordening nr. 1287/2006) en wegens de nog restrictievere configuratie van gereguleerde markten en MTF's, zijn andere vormen van OTC-handel die een aanzienlijk deel van de handel in financiële instrumenten vertegenwoordigen, buiten de werkingssfeer van MiFID I gebleven. Dit is het geval voor de zogenoemde *broker crossing systems*, *broker-dealer crossing networks* of *dark pools* of elektronische handelsplatformen.¹⁷

51. Na de financiële crisis van 2008 en gelet op de ontwikkeling van de handelsplatformen¹⁸, is in MiFID II, die nog niet van kracht is, dezelfde indeling van handelssystemen behouden, maar is daar een extra categorie aan toegevoegd, namelijk de categorie van „georganiseerde handelsfaciliteiten” (organised trading facilities; hierna: „OTF's”).

52. OTF's worden zeer ruim gedefinieerd, omdat het de bedoeling is dat deze nieuwe vorm van multilaterale handel de systemen voor OTC-handel omvat die waren *ontsnapt* aan de MiFID I-regeling.¹⁹ Het grootste verschil tussen OTF's enerzijds, en gereguleerde markten en MTF's anderzijds, is dat exploitanten van OTF's orders op discretionaire basis kunnen uitvoeren, rekening houdend met, voor zover van toepassing, de eisen inzake transparantie vóór de handel en de verplichtingen inzake optimale uitvoering.

15 Zie de gegevens via de volgende link: https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_sys.

16 Zie het commentaar van Gomber, P., Pierron, A., „MiFID: Spirit and Reality of a European Financial Market Directive”, *Celent Paper*, november 2010, blz. 12.

17 Zie de gedetailleerde analyse van Onofrei, A., *La négociation des instruments financiers au regard de la directive MIF*, Larcier, Brussel 2012, blz. 360-363.

18 Overweging 4 van MiFID II rechtvaardigt dat als volgt: „De financiële crisis heeft tekortkomingen blootgelegd in de werking en de transparantie van financiële markten. De ontwikkeling van de financiële markten heeft duidelijk gemaakt dat het toezicht- en regelgevingskader voor markten in financiële instrumenten moet worden versterkt, inclusief voor de onderhandse handel op deze markten, teneinde een grotere transparantie te bewerkstelligen, beleggers beter te beschermen, het vertrouwen te bevorderen, niet-gereguleerde terreinen aan te pakken en ervoor te zorgen dat toezichthouders over de nodige bevoegdheden beschikken om hun taken te vervullen.”

19 In artikel 4, lid 1, punt 23, van MiFID II wordt een georganiseerde handelsfaciliteit (organised trading facility – OTF) gedefinieerd als „een multilateraal systeem, anders dan een gereguleerde markt of een MTF, waarin meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot obligaties, gestructureerde financiële producten, emissierechten en derivaten op zodanige wijze met elkaar kunnen interageren dat er een overeenkomst uit voortvloeit overeenkomstig titel II van deze richtlijn”.

53. De hierboven beschreven ontwikkeling wijst erop dat de Uniewetgever de regeling beoogt van de verschillende systemen *voor de handel in financiële instrumenten die worden ontwikkeld*, met als enige uitzondering de bilaterale en sporadische handel in die instrumenten.²⁰ Het is immers de bedoeling dat alle georganiseerde handel in financiële instrumenten op een van de multilaterale of bilaterale handelsplatformen van MiFID II plaatsvindt.²¹ Op deze wijze wordt een doeltreffendere concurrentie tussen de verschillende handelssystemen bevorderd, zonder het risico dat exploitanten die de controles door de toezichthouders wensen te ontlopen, andere alternatieve systemen ontwikkelen.

Begrip gereglementeerde markt en de toepassing ervan op een handelsplatform zoals EFS

54. De verwijzende rechter verzoekt het Hof te verduidelijken of een handelsplatform met de kenmerken van het EFS-systeem onder de definitie van gereglementeerde markt in MiFID I valt. Alvorens mijn standpunt dienaangaande uiteen te zetten, zou ik drie verduidelijkingen willen aanbrenge.

55. De eerste verduidelijking is dat het aan de nationale rechter – die de werkwijze van EFS rechtstreeks en volledig kent – staat om te verduidelijken of dat platform voldoet aan de voorwaarden om te worden aangemerkt als een gereglementeerde markt. Het Hof kan hem uiteraard richtsnoeren verstrekken voor de uitlegging van MiFID I, door uit die richtlijn de voorwaarden te halen waaraan een handelssysteem moet voldoen om tot die categorie te behoren. Opdat het antwoord nuttig is, moet bijzondere aandacht worden besteed aan de voorwaarden die in deze zaak aan de orde zijn.²²

56. De tweede verduidelijking is dat door de informatie van de nationale rechter en de door partijen ter terechtzitting verstrekte informatie lijkt te worden bevestigd dat EFS werkt onder de „paraplu” van de door AFM aan Euronext verleende administratieve vergunning om een gereglementeerde markt te exploiteren.

57. Niettemin staat niet vast dat het EFS-segment als zodanig een gereglementeerde markt vormt. Het behoort niet tot de in de ESMA-database opgesomde Nederlandse gereglementeerde markten²³ en dient zich niet specifiek als zodanig aan, dit in tegenstelling tot andere vergelijkbare markten²⁴.

20 In die zin bepaalt artikel 1, lid 7, van MiFID II: „Ieder multilateraal systeem voor de handel in financiële instrumenten wordt geëxploiteerd overeenkomstig het bepaalde in titel II met betrekking tot MTF's of OTF's, of het bepaalde in titel III met betrekking tot gereglementeerde markten.

Iedere beleggingsonderneming die op georganiseerde basis, regelmatig, systematisch en in aanzienlijke mate voor eigen rekening handelt bij het uitvoeren van cliëntenorders buiten een gereglementeerde markt, een MTF of een OTF, wordt geëxploiteerd overeenkomstig titel III van verordening (EU) nr. 600/2014.

Onverminderd de artikelen 23 en 28 van verordening (EU) nr. 600/2014 moeten alle in de eerste en de tweede alinea bedoelde transacties in financiële instrumenten die niet via een multilateraal systeem of een beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling worden afgewikkeld, voldoen aan de toepasselijke bepalingen van titel III van verordening (EU) nr. 600/2014.”

21 Moloney schrijft: „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*, 3e druk, Oxford University Press, Oxford, 2014, blz. 434). Zie ook 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, blz. 285.

22 Het Hof heeft die benadering gevolgd in de arresten van 3 december 2015, Banif Plus Bank (C-312/14, EU:C:2015:794), punt 51, en 30 mei 2013, Genil 48 en Comercial Hostelera de Grandes Vinos (C-604/11, EU:C:2013:344), punt 43.

23 Artikel 47 van MiFID I, met als opschrift „Lijst van gereglementeerde markten”, luidt: „Elke lidstaat stelt de lijst op van de gereglementeerde markten waarvan hij de lidstaat van herkomst is en deelt deze lijst mede aan de overige lidstaten en aan de Commissie. Elke wijziging van deze lijst wordt op dezelfde wijze medegedeeld. De Commissie maakt de lijst van alle gereglementeerde markten bekend in het *Publicatieblad van de Europese Unie* en werkt deze lijst ten minste eens per jaar bij. De Commissie maakt deze lijst tevens bekend en werkt haar bij op haar website telkens wanneer de lidstaten wijzigingen van hun lijsten meedelen.”

24 Bijvoorbeeld de ETFplus market [the open-ended collective investment undertaking (CIUs) segment] van de Borsa Italiana. Zie dienaangaande <http://www.borsaitaliana.it/fondi/formazione/formazione.htm>. Op die markt worden financiële instrumenten van open-end beleggingsfondsen verhandeld. Zij is opgenomen in de ESMA-lijst van gereglementeerde markten in Italië en heeft uitdrukkelijk als zodanig vorm en ruchtbaarheid gekregen. De ETFplus market is in de ESMA-database opgenomen als ELECTRONIC OPEN-END FUNDS AND ETC MARKET onder de link https://registers.esma.europa.eu/publication/details?core=esma_registers_mifid_rma&docId=mifid731rma.

58. Dat het EFS-systeem niet is opgenomen in de genoemde opsomming van gereglementeerde markten, betekent evenwel niet dat dit systeem geen gereglementeerde markt kan zijn. In het arrest *Nilaş e.a.*²⁵ heeft het Hof geoordeeld dat het louter niet voorkomen op de betrokken lijst niet volstaat om uit te sluiten dat de betrokken markt een gereglementeerde markt is.²⁶

59. Euronext kan als exploitant handelen van zowel de gereglementeerde markt Euronext Amsterdam als het handelsplatform EFS. In het arrest *Nilaş e.a.* heeft het Hof erkend dat richtlijn 2004/39 uitdrukkelijk situaties op het oog heeft waarin de exploitant van een gereglementeerde markt ook een ander handelssysteem exploiteert, zonder dat dit laatste daarom een gereglementeerde markt wordt.²⁷ Een systeem voor de handel in financiële instrumenten kan volgens het Hof slechts als een gereglementeerde markt worden aangemerkt, indien voor dat systeem een vergunning als gereglementeerde markt is afgegeven en de werking ervan voldoet aan de in titel III van MiFID I gestelde vereisten.²⁸

60. Het staat aan de rechter bij wie de zaak aanhangig is te verduidelijken of EFS echt een segment van de gereglementeerde markt Euronext Amsterdam is dat onder de paraplu ervan werkt, dan wel of het op zichzelf een platform of een onderscheiden handelssysteem vormt, ook al hebben beide dezelfde exploitant. Hij heeft daarbij een discretionaire bevoegdheid.

61. De derde verduidelijking betreft de kenmerken van de verzoekende ondernemingen. De Robeco-fondsen zijn instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) waarop richtlijn 2009/65/EG²⁹ van toepassing is. Volgens artikel 1, lid 2, van die richtlijn is een icbe een instelling: a) waarvan het uitsluitende doel is de collectieve belegging in effecten of in andere in artikel 50, lid 1, bedoelde liquide financiële activa van uit het publiek aangetrokken kapitaal, met toepassing van het beginsel van risicospreiding, en b) waarvan de rechten van deelneming op verzoek van de houders ten laste van de activa van deze instellingen direct of indirect worden ingekocht of terugbetaald.

62. Meer concreet zijn de Robeco-fondsen op het grote publiek gerichte open-end icbe's die rechtens bij overeenkomst zijn geregeld (beleggingsfondsen beheerd door een beheermaatschappij) als bedoeld in artikel 1, lid 3, van richtlijn 2009/65. De activiteit van open-end beleggingsfondsen „bestaat in het ophalen van geld bij het publiek, het beleggen en het collectief beheren van dat geld, het verdelen van de risico's en de opbrengst van die belegging alsook het leveren van een tegenprestatie door de icbe aan haar deelnemers of aandeelhouders”.³⁰

63. De Robeco-fondsen maken gebruik van het door Euronext beheerde EFS-systeem om frequent op georganiseerde en systematische wijze geld op te halen bij beleggers en in beginsel wordt EFS derhalve als een handelsplatform aangemerkt. In artikel 2, punt 8, van verordening nr. 1287/2006 wordt een „handelsplatform” gedefinieerd als „een gereglementeerde markt, een MTF of een beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling die in deze hoedanigheid optreedt en, in voorkomend geval, een systeem van buiten de Gemeenschap met functies die vergelijkbaar zijn met die van een gereglementeerde markt of een MTF”.

25 Arrest van 22 maart 2012 (C-248/11, EU:C:2012:166), punt 54.

26 De opname in de door de lidstaat opgestelde lijst, die niet wordt vermeld in de definitie in artikel 4, lid 1, punt 14, van MiFID I, was wel een van de onderdelen van het begrip „gereglementeerde markt” in artikel 1, punt 13, van richtlijn 93/22/EEG van de Raad van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten (PB 1993, L 141, blz. 27), die met ingang van 1 november 2007 is ingetrokken bij MiFID I.

27 Arrest van 22 maart 2012, *Nilaş e.a.* (C-248/11, EU:C:2012:166), punten 44-46.

28 *Ibidem*, punten 42 en 43.

29 Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad van 13 juli 2009 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) (PB 2009, L 302, blz. 32).

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

64. Gelet op de in de verwijzingsbeslissing uiteengezette kenmerken van het EFS-systeem, de werking van dat systeem en de activiteit van de Robeco-fondsen die aan dat systeem deelnemen, lijkt het te gaan om handel in financiële instrumenten die frequent op georganiseerde, regelmatige en systematische wijze plaatsvindt.

65. Als dat zo is, behoort EFS in beginsel tot een van de soorten handelssystemen waarop MiFID I van toepassing is, namelijk gereguleerde markten, MTF's en beleggingsondernemingen met systematische interne afhandeling (tenzij het gaat om een OTC-handelsplatform dat niet in een van die drie categorieën is opgenomen en dat volgens MiFID II behoort tot de nieuwe soort handelssystemen, dat wil zeggen de OTF's).

66. Ook al wenst de nationale rechter alleen te vernemen of EFS een gereguleerde markt is, ik acht het noodzakelijk dat het Hof hem opheldering verschaft over de andere soorten handelssystemen van MiFID I, zodat hij kan bepalen of EFS, rechtstreeks of subsidiair, onder een van die systemen kan vallen.

67. Die analyse is belangrijk omdat de verwijzende rechter, indien EFS geen gereguleerde markt is, zich misschien afvraagt of het een MTF of een beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling betreft en nagaat of de meldingsplicht die is voorzien in de Nederlandse wettelijke regeling (met betrekking tot de regels inzake toezicht op marktmisbruik) ook voor die andere soorten handelssystemen geldt, zodat de inning door AFM van de aangevochten heffingen is gerechtvaardigd.

Algemene voorwaarden waaraan gereguleerde systemen moeten voldoen

68. Uit de in artikel 4, lid 1, punt 14, van MiFID I opgenomen definitie volgt dat een systeem *voor de handel in financiële instrumenten slechts als een gereguleerde markt* kan worden aangemerkt, indien is voldaan aan de volgende voorwaarden:

Het systeem is een multilateraal, en geen bilateraal, handelssysteem dat wordt geëxploiteerd door een marktexploitant die handelt als een derde die onafhankelijk is van de kopers en de verkopers.

Meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten worden binnen het systeem samengebracht of het samenbrengen daarvan wordt vergemakkelijkt.

Uit de transacties in financiële instrumenten die volgens de regels en de systemen van de markt tot de handel zijn toegelaten, vloeit een overeenkomst voort.

Het systeem werkt volgens niet-discretionaire regels.

Voor het systeem is een administratieve vergunning verleend die de nationale financiële toezichthouders verlenen indien het platform regelmatig werkt, overeenkomstig het bepaalde in titel III van MiFID I.³¹

69. Voor de verwijzende rechter wordt niet betwist dat EFS aan een aantal van die voorwaarden voldoet:

EFS wordt geëxploiteerd door een marktexploitant, Euronext, en werkt als een platform volgens niet-discretionaire regels (in concreto de in de Euronext Fund Service Trading Manual en vervolgens in de Trading Manual for the NAV Trading Facility opgenomen regels).

³¹ Volgens artikel 36, lid 1, eerste alinea, van MiFID I moet de vergunning als gereguleerde markt worden voorbehouden voor handelssystemen die aan het bepaalde in titel III van die richtlijn voldoen. Het Hof heeft geoordeeld dat, aangezien „de inschrijving op de in artikel 47 van dezelfde richtlijn bedoelde lijst noodzakelijkerwijs moet plaatsvinden na die vergunning, [...] zij logischerwijs geen voorwaarde [kan] vormen voor verlening daarvan” (arrest van 22 maart 2012, Nilas e.a., C-248/11, EU:C:2012:166, punt 53).

Uit transacties die op EFS tussen beleggers en beleggingsfondsen worden verricht, vloeien overeenkomsten tussen die beleggers en die fondsen voort, waarbij niet van belang is of die overeenkomsten binnen dan wel buiten het systeem worden gesloten.

Ten slotte werkt EFS sinds de oprichting ervan in 2007, binnen de gereguleerde markt Euronext Amsterdam, met Euronext als exploitant, „regelmatig”, overeenkomstig het bepaalde in titel III van MiFID I. Hoewel de nationale rechter, zoals ik reeds naar voren heb gebracht, dit moet nagaan, lijkt door de in zijn verwijzingsbeslissing verstrekte informatie en de door de meeste partijen verstrekte informatie³² te worden bevestigd dat EFS werkt onder de paraplu van de door AFM aan Euronext verleende administratieve vergunning om een gereguleerde markt te exploiteren.³³

70. Het debat beperkt zich derhalve tot de rest van de voorwaarden, dat wil zeggen tot het multilaterale karakter van het systeem en de mogelijkheid dat binnen het systeem meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot de handel toegelaten financiële instrumenten kunnen worden samengebracht. De verwijzende rechter en de Robeco-fondsen vermelden voorts andere, niet in MiFID I voorziene onderdelen van het begrip gereguleerde markt. Ik zal die ook onderzoeken.

Voorwaarde inzake het multilaterale karakter van gereguleerde markten

71. Uit overweging 6 van MiFID I blijkt de bedoeling van de Uniewetgever om onderscheid te maken tussen multilaterale en bilaterale systemen *voor de handel in financiële instrumenten*. In die overweging staat te lezen dat „[b]ilaterale systemen waarin een beleggingsonderneming handelstransacties voor eigen rekening uitvoert en niet als bemiddelaar tussen koper en verkoper, zonder zelf risico te dragen, [...] niet onder [de begrippen gereguleerde markt en MTF mogen] vallen”.

72. MiFID I geeft geen definitie van het begrip multilaterale systemen, maar volgens mij kan het nuttig zijn MiFID II in aanmerking te nemen, die – in artikel 4, lid 1, punt 19 – wel een definitie van dat begrip geeft: „[een] multilateraal systeem [is een] systeem of faciliteit waarin meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten op elkaar kunnen inwerken”.

73. Rekening houdend met beide teksten ben ik van mening dat een systeem *voor de handel in financiële instrumenten multilateraal is wanneer binnen dat systeem* verschillende beleggers interageren om financiële instrumenten te kopen en te verkopen en, om voor een betere werking van het systeem te zorgen, sprake is van een bemiddelaar tussen die beleggers (platformexploitant), die zelf geen risico draagt.

74. Hoewel MiFID I evenmin een wettelijke definitie van bilaterale handelssystemen geeft, wordt in overweging 6 van die richtlijn verklaard dat het gaat om systemen „waarin een beleggingsonderneming handelstransacties voor eigen rekening uitvoert en niet als bemiddelaar tussen koper en verkoper, zonder zelf risico te dragen”. In artikel 4, lid 1, punt 6, van MiFID I wordt verduidelijkt dat onder „handelen voor eigen rekening” wordt verstaan „met eigen kapitaal handelen in één of meer financiële

³² AFM deelt mee dat Euronext Amsterdam N.V. de verwijzende rechter een brief heeft gestuurd waarin zij bevestigde dat EFS een gereguleerde markt was en erop wees dat alle toezichthouders van de staten waar Euronext gereguleerde markten beheert (naast Nederland, Frankrijk, het Verenigd Koninkrijk, België en Portugal), dezelfde mening waren toegedaan.

³³ De Robeco-fondsen hebben ter terechtzitting verklaard dat die omstandigheid zich pas sinds 2012 voordoet, toen AFM is begonnen EFS als een gereguleerde markt aan te merken en er de litigieuze heffingen aan op te leggen.

instrumenten, hetgeen resulteert in het uitvoeren van transacties”. Derhalve worden bilaterale handelssystemen gekenmerkt³⁴ door het feit dat beleggers binnen die systemen rechtstreeks met de beleggingsonderneming – die voor eigen rekening handelt en haar kapitaal riskeert – in financiële instrumenten handelen, zonder tussenkomst van een derde.

75. De factoren om te bepalen of een platform voor de handel in financiële instrumenten multilateraal van aard is, kunnen derhalve als volgt worden samengevat: a) een deelneming van verschillende beleggers om financiële instrumenten te kopen en te verkopen en b) het bestaan van een bemiddelaar tussen de verschillende beleggers (de exploitant), die zelf geen risico draagt, teneinde de goede werking van het platform te waarborgen.

76. Onder voorbehoud van het bepaalde in de punten 55 tot en met 67, moet thans worden nagegaan of in het geval van een entiteit als EFS aan die factoren is voldaan.

77. In hun opmerkingen betogen de Robeco-fondsen dat EFS een bilateraal systeem is. Volgens hen betreft het een kanaal voor de distributie van deelnemingsrechten in open-end beleggingsfondsen. Beleggers kunnen hetzij rechtstreeks contact opnemen met die fondsen hetzij zulks via het EFS-systeem doen. In dit laatste geval verzamelen brokers de koop- en verkooporders van hun cliënten en geven zij die door aan de fund agents van de beleggingsfondsen die binnen EFS actief zijn. Het gebruik van EFS biedt beleggers het voordeel van toegang tot een groot aantal beleggingsfondsen en van een meer doeltreffende doorgifte van orders. Volgens de verklaringen van Robeco ter terechtzitting, is EFS het kanaal dat kleine beleggers het meest gebruiken om deelnemingsrechten in open-end beleggingsfondsen te verwerven, terwijl grote beleggers gewoonlijk rechtstreeks handelen.

78. EFS is derhalve een bilateraal systeem voor de doorgifte van koop- en verkooporders in deelnemingsrechten in open-end beleggingsfondsen, waarbinnen geen interactie tussen de brokers bestaat en de brokers alleen met de fund agents betrekkingen aanknopen. Iedere fund agent handelt voor rekening van zijn eigen fonds en matcht geen koop- en verkooporders in deelnemingsrechten, maar verrekent ze. Er worden uitsluitend orders ingelegd die leiden tot transacties op de primaire markt.

79. Ik denk echter niet dat die argumenten volstaan om het multilaterale karakter van het EFS-systeem uit te sluiten.

80. Zoals AFM en de Commissie benadrukken, heeft het EFS-systeem een exploitant (Euronext Amsterdam N.V.), die de door de brokers doorgegeven koop- en verkooporders van de beleggers aan de fund agents doorgeeft. Bij transacties tussen brokers en fund agents handelt Euronext, in de hoedanigheid van exploitant van EFS, als een derde. Zij exploiteert dat handelsplatform op niet-discretionaire basis, overeenkomstig de Euronext Fund Service Trading Manual.

81. Brokers en fund agents kunnen zonder twijfel hun transacties op bilaterale basis uitvoeren. Dit vormt geen beletsel om EFS als een multilateraal systeem aan te merken, aangezien een derde (Euronext) bemiddelt als marktexploitant, die zorgt voor veilige handel, transparantie en een betere bescherming van beleggers. Hieruit blijkt dat kleine beleggers in open-end beleggingsfondsen de belangrijkste gebruikers van het EFS-systeem zijn. Grote beleggers beschikken over de nodige kennis om zichzelf te beschermen.

³⁴ Het Comité van Europese effectenregelgevers heeft erop gewezen dat bilaterale systemen niet onder de „multilaterale systemen” vallen en „systemen zijn waarin één entiteit iedere transactie op het systeem voor eigen rekening uitvoert en niet als bemiddelaar tussen koper en verkoper, zonder zelf risico te dragen. Een systeem waarin verschillende deelnemers (bijvoorbeeld market makers) als tegenpartij bij in het systeem ingelegde orders handelen, wordt daarentegen als een multilateraal systeem aangemerkt” (punt 13 van het CESR-document „Standards for Alternative Trading Systems”, CESR/02-086b, juli 2002, http://www.esma.europa.eu/system/files/1-02_086b.pdf).

82. De bemiddeling door Euronext stelt fondsen in staat gemakkelijker beleggers aan te trekken dan wanneer zij alleen bilateraal handelen. In 2007³⁵ heeft Euronext Amsterdam EFS precies in nauwe samenwerking met AFM en de representatieve organisatie van Nederlandse beleggingsfondsen opgericht. Euronext verklaarde dat het belangrijkste voordeel van het nieuwe EFS-systeem voor beleggers was dat zij op „a clearly regulated market” konden handelen.³⁶

83. Indien de aankoop en verkoop van deelnemingsrechten door beleggers of hun brokers rechtstreeks met de fund agents van een open-end beleggingsfonds, buiten EFS om, zouden plaatsvinden, zou er sprake zijn van een bilateraal handelssysteem in de vorm van systematische interne afhandeling (indien de handel doorlopend op regelmatige en systematische wijze plaatsvindt) of OTC-handel die niet onder MiFID I valt (indien de handel slechts sporadisch plaatsvindt). Dat lijkt in casu niet het geval te zijn.

84. Dat EFS een multilateraal systeem is, blijkt voorts uit het feit dat Euronext bij het systeem is betrokken als exploitant die niet voor eigen rekening handelt en zijn eigen kapitaal niet riskeert. Bovendien is het Euronext verboden deelnemingsrechten in de fondsen te kopen, te verkopen of te matchen, zodat zij onafhankelijk en onpartijdig blijft en vóór en na de handel informatie over in het EFS-systeem uitgevoerde transacties aan AFM kan verstrekken, overeenkomstig het bepaalde in MiFID I.

Vereiste dat op gereguleerde markten koop- en verkoopintenties van verschillende derden worden samengebracht

85. Het andere onderdeel van de definitie van gereguleerde markt dat moeilijkheden oplevert voor de verwijzende rechter, is het vereiste dat de koop- en verkoopintenties van verschillende derden worden samengebracht.

86. De Robeco-fondsen voeren aan dat er binnen EFS alleen sprake is van bilaterale betrekkingen tussen een broker en een fund agent, op grond waarvan deelnemingsrechten worden gekocht of verkocht. Derhalve is er geen sprake van interactie tussen de fund agents van fondsen onderling of tussen de brokers onderling.

87. Dit argument overtuigt mij evenmin. Zoals de Britse regering stelt, komen de fund agents van de verschillende fondsen binnen het EFS-systeem in contact met verschillende brokers die beleggers vertegenwoordigen. Een broker kan kiezen welke transacties hij met welke fund agent van een fonds verricht, en die fund agent kan met brokers van verschillende beleggers handelen. Derhalve is er sprake van interactie tussen of het samenbrengen van de koop- en verkoopintenties van verschillende derden, hetgeen kenmerkend is voor een gereguleerde markt of voor multilaterale platformen voor de handel in financiële instrumenten.

88. EFS is niet zomaar een *informaticasysteem* voor de doorgifte van orders. Het betreft een systeem waarin financiële instrumenten (deelnemingsrechten in open-end beleggingsfondsen) worden verhandeld en dat werkt overeenkomstig de door de exploitant van het systeem, Euronext, in een *trading manual* vastgestelde voorschriften.³⁷

³⁵ Euronext wil haar EFS-systeem naar Frankrijk uitbreiden, door de ontwikkeling van een multilateraal platform voor open-end beleggingsfondsen die actief zijn op de Parijse effectenmarkt, ook Euronext Fund Services genoemd, dat wordt geëxploiteerd door Euronext Paris. Zie de informatie in Euronext, *Expansion of Euronext Fund Services to include open-end funds on Euronext Paris*, Info-Flash, 24 juli 2015.

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

³⁷ De eerder genoemde *Euronext Investment Fund Services Trading Manual*, die later is vervangen door de *Trading Manual for the NAV Trading Facility*.

89. Die interactie is niet toegestaan in bilaterale handelssystemen (zoals beleggingsondernemingen met systematische interne afhandeling). In overweging 17 van MiFID II, die – ook al is zij nog niet van kracht – bij de uitlegging kan worden gebruikt, staat daarom te lezen dat „[h]andelsplatformen [...] faciliteiten [zijn] waarbinnen een interactie tussen meerdere koop- en verkoopintenties van derden plaatsvindt, terwijl het een beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling niet toegestaan mag zijn koop- en verkoopintenties van derden op functioneel dezelfde wijze als een handelsplatform samen te brengen”.

90. In aanmerking dient te worden genomen dat een open-end beleggingsfonds een icbe is die, zoals ik reeds heb aangegeven, tot taak heeft geld op te halen bij het publiek teneinde het collectief te beheren en te beleggen, en aldus de risico's en de opbrengst van die belegging te verdelen over haar deelnemers, die op deze wijze met minder risico winst op hun beleggingen kunnen maken.

91. Voor een open-end beleggingsfonds is het van cruciaal belang om kapitaal op te halen bij de deelnemers, en dat is precies wat de Nederlandse fondsen nastreefden met de oprichting van een georganiseerd handelssysteem zoals EFS. Met EFS wordt beoogd het samenbrengen te bevorderen van de koop- en verkoopintenties van de fondsen, die worden vertegenwoordigd door hun fund agents, en van de beleggers die interesse hebben om deelnemingsrechten in die fondsen te verwerven of te verkopen en die, vertegenwoordigd door hun brokers, actief zijn op EFS. Anders dan OTC-handelssystemen of beleggingsondernemingen met systematische interne afhandeling, levert EFS onmiskenbaar een voordeel op voor de bevordering van het samenbrengen van koop- en verkoopintenties met betrekking tot deelnemingsrechten in open-end beleggingsfondsen.

92. Indien de Robeco-fondsen, zoals hun raadsman ter terechtzitting heeft erkend, hun deelnemingsrechten via bilaterale handel blijven verhandelen, zie ik bovendien niet hoe een handelsplatform waarop Euronext bemiddelt, ook als bilateraal kan worden aangemerkt. Het feit dat, anders dan bij bilaterale handel, een derde als onafhankelijke exploitant handelt, wijst er volgens mij op dat EFS een multilateraal systeem is waarmee de bevordering is beoogd van de interactie tussen koop- en verkoopintenties van verschillende derden met het oog op de handel in deelnemingsrechten in open-end beleggingsfondsen.

Andere mogelijke onderdelen van het begrip gereguleerde markt

93. De verwijzende rechter en de Robeco-fondsen hebben andere onderdelen ter sprake gebracht die volgens hen kenmerkend zijn voor gereguleerde markten, in concreto: a) het op het handelsplatform toegepaste prijsvormingsmechanisme; b) het primaire karakter van het systeem, en c) het al dan niet bestaan van een risico op marktmisbruik. Zij zijn van mening dat de toepassing van deze onderdelen op EFS bevestigt dat het gaat om een bilateraal systeem, en niet om een multilateraal platform voor de handel in financiële instrumenten.

94. Ik zeg nu reeds dat geen van die onderdelen wordt genoemd in de definitie van gereguleerde markt in artikel 4, lid 1, punt 14, van MiFID I en ik denk niet dat zij daarin impliciet zijn vervat, zodat er geen rekening mee mag worden gehouden om te bepalen of een platform zoals EFS een gereguleerde markt is.

95. Aangaande de eerste factor verklaart de verwijzende rechter dat binnen EFS de transacties plaatsvinden aan de hand van forward pricing, dat wil zeggen op basis van de intrinsieke waarde die wordt berekend op basis van koersen die liggen na de cut-off time.³⁸ Volgens de Robeco-fondsen wordt deze wijze van vaststelling van de prijs van de transacties op EFS niet beheerst door de vraag naar en het aanbod aan op het platform verhandelde financiële instrumenten, waardoor een gereguleerde markt steeds zou moeten worden beheerst.

³⁸ Zie de meer gedetailleerde uiteenzetting over het systeem in punt 31 van deze conclusie.

96. In MiFID I wordt evenwel geen van de verschillende wijzen van prijsvorming als criterium voor het onderscheid tussen de gereglementeerde markten genoemd. Die factor is derhalve niet relevant bij de bepaling of EFS volgens die richtlijn een gereglementeerde markt is.

97. Dit wordt bevestigd door artikel 29, lid 2, en artikel 44, lid 2, van MiFID I, zoals uitgewerkt in artikel 18 van verordening nr. 1287/2006, dat bepaalt dat kan worden voorzien in uitzonderingen op de verplichtingen inzake transparantie vóór de handel in het geval van MTF's en gereglementeerde markten waarop de prijzen worden bepaald door andere mechanismen dan de vraag naar en het aanbod aan de op het platform verhandelde financiële instrumenten. Indien dergelijke uitzonderingen worden aanvaard, is dat logischerwijs omdat sprake kan zijn van gereglementeerde markten met prijsvormingsmechanismen van uiteenlopende aard.

98. Bovendien spelen de vraag naar en het aanbod aan deelnemingsrechten volgens de ter terechtzitting door AFM verstrekte informatie een zekere rol bij de prijsvorming op EFS. Wanneer de vraag naar en het aanbod aan deelnemingsrechten in een fonds overeenkomen, gaat de fund agent van dat fonds tot compensatie over. Indien de vraag groter is dan het aanbod, betalen beleggers een aanvullend percentage voor de deelnemingsrechten, en in het omgekeerde geval genieten zij een korting. De toename van de vraag naar of het aanbod aan deelnemingsrechten in een open-end beleggingsfonds hangt af van de resultaten van de beleggingen van het fonds op de markten voor financiële instrumenten.

99. De tweede door de verwijzende rechter en de Robeco-fondsen aangevoerde factor betreft het primaire karakter van de markt, waarop de uitgifte van en de inschrijving op deelnemingsrechten in open-end beleggingsfondsen plaatsvinden, maar geen secundaire handel in die financiële instrumenten plaatsvindt.

100. In de in MiFID I vastgestelde definitie van gereglementeerde markt wordt evenwel niet naar die factor verwezen (evenmin in de definitie van MTF). Zoals de Commissie verklaart, is op een gereglementeerde markt bovendien zowel de initiële (primaire) plaatsing van financiële instrumenten als de latere secundaire handel in die instrumenten mogelijk.³⁹ Het feit dat uitgiften van en inschrijvingen op deelnemingsrechten in beleggingsfondsen niet het voorwerp uitmaken van verdere handel, belet derhalve niet dat EFS een gereglementeerde markt is.

101. Zoals de Britse regering opmerkt, ziet verordening (EU) nr. 1031/2010⁴⁰ bovendien op de veiling van broeikasgasemissierechten, waarbij sprake is van primaire handel in financiële instrumenten. Volgens artikel 35, lid 1, van die verordening „[worden de] veilingen [...] alleen gehouden op veilingplatforms die overeenkomstig lid 5 als gereglementeerde markt zijn erkend door de in lid 4, tweede alinea, bedoelde bevoegde nationale autoriteiten”. In die bepaling wordt derhalve uitdrukkelijk aanvaard dat op een gereglementeerde markt overeenkomstig de voorwaarden van MiFID I transacties worden uitgevoerd die eigen zijn aan de primaire markten.

102. Ten slotte voeren de Robeco-fondsen aan – en de verwijzende rechter stemt daarmee in – dat binnen het EFS-systeem bijna geen risico op marktmisbruik bestaat en dat het aanmerken ervan als een gereglementeerde markt (met de daaruit voortvloeiende verplichting om informatie over de activiteiten van de beheerders van de beleggingsfondsen te verstrekken) derhalve niet zou bijdragen tot de bescherming van beleggers.

³⁹ Moloney schrijft dat het begrip gereglementeerde markt „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*, 3e druk, Oxford University Press, Oxford, 2014, blz. 463).

⁴⁰ Verordening van de Commissie van 12 november 2010 inzake de tijdstippen, het beheer en andere aspecten van de veiling van broeikasgasemissierechten overeenkomstig richtlijn 2003/87/EG van het Europees Parlement en de Raad tot vaststelling van een regeling voor de handel in broeikasgasemissierechten binnen de Gemeenschap (PB 2010, L 302, blz. 1).

103. Ik ben evenwel van mening dat dit argument evenmin kan worden aanvaard. De waarschijnlijkheid van marktmanipulatie behoort niet tot de onderdelen van de definitie van gereglementeerde markt in MiFID I. Voorts heeft AFM (volgens mij op goede gronden) de stelling van Robeco weerlegd door te bevestigen dat in systemen zoals EFS marktmisbruik of handelen met voorkennis mogelijk is.

104. In concreto heeft AFM voorbeelden gegeven van situaties waarin sprake was van dergelijk onrechtmatig gedrag bij de handel in deelnemingsrechten in beleggingsfondsen. In situaties zoals het vertrek van een belangrijke beheerder van een beleggingsfonds, kan sprake zijn van voorwetenschap die kan leiden tot marktmisbruik met gevolgen voor de waarde van de deelnemingsrechten.⁴¹ Hiervan kan ook sprake zijn bij beslissingen zoals de beslissing tot omzetting van een open-end beleggingsfonds in een gesloten icbe.

105. Artikel 9 van richtlijn 2003/6, dat *ratione temporis* op het hoofdgeding van toepassing is, voorzagt alleen in de verplichting om informatie te verstrekken over beheerders van ondernemingen met tot de handel op gereglementeerde markten toegelaten instrumenten, omdat ten tijde van de vaststelling van die richtlijn alleen dat soort georganiseerd handelssysteem bestond. Zoals ik reeds heb uitgelegd, zijn later bij MiFID I de MTF's in het leven geroepen en bij MiFID II de OTF's als nieuwe multilaterale georganiseerde handelssystemen ingevoerd. Uit een systematische uitlegging van die voorschriften kan worden geconcludeerd dat de verplichtingen om aan de toezichthouders informatie te verstrekken ter voorkoming van de onrechtmatige handel met voorwetenschap (artikel 6 van richtlijn 2003/6), ook moesten gelden voor de personen verantwoordelijk voor de nieuwe georganiseerde systemen voor de handel in financiële instrumenten waarin de bepalingen van Unierecht na 2003 voorzagen. Die uitlegging is volledig bevestigd bij de nieuwe verordening (EU) nr. 596/2014.⁴²

106. De door mij voorgestane uitlegging volgens welke een handelssysteem met de kenmerken van EFS moet worden aangemerkt als een gereglementeerde markt als bedoeld in MiFID I, is in overeenstemming met het doel van MiFID I.

107. De doelstelling van de MiFID I-regelgeving, later bevestigd bij de MiFID II-regelgeving, bestond er immers in de verschillende handelssystemen die geleidelijk waren ontstaan – met als enige uitzondering de bilaterale en sporadische handel in financiële instrumenten – te regelen en aan toezicht te onderwerpen.⁴³ Alle georganiseerde handel moet derhalve onder een van de multilaterale of bilaterale systemen vallen waarin de MiFID I-regels en, na 3 januari 2018, de MiFID II-regels

41 Het vertrek van de fondsbeheerder van Pimco in september 2014 heeft aanleiding gegeven tot de opname van 3700 miljoen EUR (<https://www.ft.com/content/56aa4284-4fc1-11e4-a0a4-00144feab7de>). Het vertrek eind 2014 van de beheerder van Ignis Asset Management naar Old Mutual Global Investors en het vertrek van de fondsbeheerder van Bestinvest Asset Management (<http://www.expansion.com/2014/09/23/mercados/fondos/1411459605.html>) hebben ook aanzienlijke gevolgen gehad.

42 Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik (verordening marktmisbruik) en houdende intrekking van richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad en richtlijnen 2003/124/EG, 2003/125/EG en 2004/72/EG van de Commissie (PB 2014, L 173, blz. 1). In overweging 8 van die verordening staat te lezen: „Het toepassingsgebied van richtlijn 2003/6/EG was toegespitst op financiële instrumenten die tot de handel op een gereglementeerde markt worden toegelaten of waarvoor toelating tot de handel op een dergelijke gereglementeerde markt is aangevraagd. De laatste jaren zijn financiële instrumenten echter steeds vaker verhandeld op multilaterale handelsfaciliteiten (multilateral trading facilities – MTF's). Er bestaan ook financiële instrumenten die uitsluitend op andere soorten georganiseerde handelsfaciliteiten (organised trading facilities – OTF's) worden verhandeld of die uitsluitend over the counter (OTC) worden verhandeld. Het toepassingsgebied van deze verordening moet daarom alle financiële instrumenten omvatten die op een gereglementeerde markt, een MTF of een OTF worden verhandeld, en andere gedragingen of acties die invloed kunnen hebben op een dergelijk financieel instrument, ongeacht of zij plaatsvinden op een handelsplatform. [...] Dit moet de bescherming van beleggers verhogen, de integriteit van markten handhaven en ervoor zorgen dat marktmisbruik van dergelijke instrumenten duidelijk is verboden.”

43 In die zin bepaalt artikel 1, lid 7, van MiFID II: „Ieder multilateraal systeem voor de handel in financiële instrumenten wordt geëxploiteerd overeenkomstig het bepaalde in titel II met betrekking tot MTF's of OTF's, of het bepaalde in titel III met betrekking tot gereglementeerde markten. Iedere beleggingsonderneming die op georganiseerde basis, regelmatig, systematisch en in aanzienlijke mate voor eigen rekening handelt bij het uitvoeren van cliëntenorders buiten een gereglementeerde markt, een MTF of een OTF, wordt geëxploiteerd overeenkomstig titel III van verordening (EU) nr. 600/2014. Onverminderd de artikelen 23 en 28 van verordening (EU) nr. 600/2014 moeten alle in de eerste en de tweede alinea bedoelde transacties in financiële instrumenten die niet via een multilateraal systeem of een beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling worden afgewikkeld, voldoen aan de toepasselijke bepalingen van titel III van verordening (EU) nr. 600/2014.”

voorzien.⁴⁴ Op deze wijze wordt een doeltreffendere concurrentie tussen de verschillende handelssystemen bevorderd, zonder het risico dat exploitanten die de controles door de toezichthouders wensen te ontlopen, OTC-handelssystemen ontwikkelen. Indien het begrip gereglementeerde markt in MiFID I aldus zou worden uitgelegd dat handelsplatformen zoals EFS, waarbinnen beleggers met open-end beleggingsfondsen interageren, daar niet onder vallen, zou afbreuk worden gedaan aan de door de Uniewetgever in deze sector nagestreefde doelstellingen.

Conclusie

108. Gelet op een en ander geef ik het Hof in overweging de prejudiciële vraag van het College van Beroep voor het bedrijfsleven te beantwoorden als volgt:

„Een multilateraal georganiseerd systeem voor de handel in financiële instrumenten waarbinnen via brokers en open-end beleggingsfondsen, die worden vertegenwoordigd door hun fund agents, onder leiding van een onafhankelijke exploitant, een interactie plaatsvindt tussen de koop- en verkoopintenties van beleggers, moet worden aangemerkt als een gereglementeerde markt in de zin van artikel 4, lid 1, punt 14, van richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van richtlijn 93/22/EEG van de Raad.”

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, blz. 285.