



Jurisprudentie

ARREST VAN HET HOF (Vierde kamer)

16 november 2017*

„Prejudiciële verwijzing – Richtlijn 2004/39/EG – Markten voor financiële instrumenten – Artikel 4, lid 1, punt 14 – Begrip ‚gereguleerde markt‘ – Werkingssfeer – Systeem waaraan wordt deelgenomen door brokers die beleggers vertegenwoordigen en agenten van ‚open end‘ beleggingsinstellingen die verplicht zijn orders met betrekking tot hun fondsen uit te voeren”

In zaak C-658/15,

betreffende een verzoek om een prejudiciële beslissing krachtens artikel 267 VWEU, ingediend door het College van Beroep voor het bedrijfsleven (Nederland) bij beslissing van 2 december 2015, ingekomen bij het Hof op 7 december 2015, in de procedure

Robeco Hollands Bezit NV e.a.

tegen

Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM),

wijst

HET HOF (Vierde kamer),

samengesteld als volgt: T. von Danwitz, kamerpresident, C. Vajda (rapporteur), E. Juhász, K. Jürimäe en C. Lycourgos, rechters,

advocaat-generaal: M. Campos Sánchez-Bordona,

griffier: M. Ferreira, hoofdadministrateur,

gezien de stukken en na de terechtzitting op 1 februari 2017,

gelet op de opmerkingen van:

- Robeco Hollands Bezit NV e.a., vertegenwoordigd door E. Pijnacker Hordijk en A. M. ter Haar, advocaten,
- de Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM), vertegenwoordigd door M. J. Blotwijk, advocaat, en M. van Kwawegen als gemachtigde,
- de regering van het Verenigd Koninkrijk, vertegenwoordigd door D. Robertson, B. Kennelly en S. Simmons als gemachtigden,

* Procestaal: Nederlands.

– de Europese Commissie, vertegenwoordigd door I. V. Rogalski en F. Wilman als gemachtigden, gehoord de conclusie van de advocaat-generaal ter terechtzitting van 26 april 2017, het navolgende

Arrest

- 1 Het verzoek om een prejudiciële beslissing betreft de uitlegging 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 (PB 2004, L 145, blz. 1).
- 2 Dit verzoek is ingediend in het kader van een geding tussen Robeco Hollands Bezit NV en tien andere vennootschappen enerzijds en de Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM) (Nederland) anderzijds over het opleggen van heffingen aan deze vennootschappen voor de kosten die AFM heeft gemaakt bij het uitvoeren van haar toezichthoudende taken.

Toepasselijke bepalingen

Unierecht

Richtlijn 2004/39

- 3 De overwegingen 2, 5 en 6 van richtlijn 2004/39 luiden als volgt:
 - „(2) [...] 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 dient een allesomvattend regelgevingskader voor de uitvoering van transacties in financiële instrumenten – ongeacht de voor de uitvoering van deze transacties gehanteerde handelsmethoden – te worden vastgesteld om te garanderen dat de uitvoering van transacties van beleggers aan de hoogste normen beantwoordt en dat de integriteit en algemene efficiëntie van het financiële stelsel gehandhaafd blijft. Er moet een samenhangend en op de risico's afgestemd regelgevingskader tot stand worden gebracht voor de voornaamste soorten systemen die momenteel op de Europese financiële markt bestaan voor de uitvoering van orders. [...]
 - (6) Er dienen definities van gereguleerde markt en MTF [(multilaterale handelsfaciliteit)] te worden vastgesteld en deze definities moeten nauw bij elkaar aansluiten om duidelijk te maken dat zij effectief 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 – transparantieverplichtingen, is een gereglementeerde 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 gereglementeerde 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. [...]”

4 Artikel 4, lid 1, punten 6, 7, 14, 15 en 17, van deze richtlijn bepaalt:

„In de zin van deze richtlijn wordt verstaan onder:

[...]

- 6) ‚handelen voor eigen rekening’: met eigen kapitaal handelen in één of meer financiële instrumenten, hetgeen resulteert in het uitvoeren van transacties;
- 7) ‚beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling’: een beleggingsonderneming die [...] op georganiseerde, regelmatige en systematische wijze voor eigen rekening [handelt] [...] door orders van cliënten uit te voeren [buiten een gereglementeerde markt of een MTF];

[...]

- 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.

[...]

- 17) ‚financieel instrument’: alle instrumenten die zijn genoemd in deel C van bijlage I;

[...]”

5 Bovengenoemd deel C ziet in punt 3 op „rechten van deelneming in instellingen voor collectieve belegging”.

Het Nederlandse recht

- 6 In artikel 1:40, lid 1, van de Wet op het financieel toezicht (hierna: „Wft”) is bepaald dat de toezichthouder de kosten van de werkzaamheden die hij verricht in het kader van zijn wettelijke opdracht, in rekening brengt bij de ondernemingen ten aanzien waarvan die werkzaamheden worden verricht, voor zover deze kosten niet ten laste komen van de Rijksbegroting.
- 7 Op grond van de artikelen 5, 6 en 8, lid 1, onder i), punt 4, van het Besluit bekostiging financieel toezicht is AFM bevoegd om hiertoe heffingen op te leggen aan uitgevende instellingen als bedoeld in artikel 5:60, lid 1, onderdeel a, Wft.
- 8 In artikel 5:60, lid 1, onderdeel a, Wft wordt bepaald dat 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, lid 1, onderdeel a, van deze wet heeft uitgegeven of voornemens is uit te geven, 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 is 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, lid 1, Wft bedoelde uitgevende instelling, of in financiële instrumenten waarvan de waarde mede wordt bepaald door de waarde van deze aandelen.
- 9 Ingevolge artikel 5:56, lid 1, onderdeel a, Wft is het de in lid 2 van deze 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 van de Europese Unie is in financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt waarvoor een vergunning als bedoeld in artikel 5:26, lid 1, van deze wet is verleend of een multilaterale handelsfaciliteit waarvoor de beleggingsonderneming een vergunning heeft als bedoeld in artikel 2:96 van deze wet of waarvoor toelating tot die handel is aangevraagd.
- 10 Artikel 1:1 Wft luidt:

„gereglementeerde markt’: 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 dat regelmatig en overeenkomstig de geldende regels inzake de vergunningverlening en het doorlopende toezicht werkt.”

Hoofdgeding en prejudiciële vraag

- 11 Verzoeksters in het hoofdgeding zijn „open end” beleggingsinstellingen. Voor de verhandeling van deelnemingsrechten in hun fondsen maken zij gebruik van het „Euronext Fund Services”-systeem (hierna: „EFS-systeem”), een segment van Euronext NV (hierna: „Euronext”), dat een gereglementeerde markt mag exploiteren of beheren overeenkomstig artikel 5:26, lid 1, Wft.
- 12 Uit de verwijzingsbeslissing blijkt dat het EFS-systeem een afzonderlijk handelssysteem is waarin alleen deelnemingsrechten in „open end” beleggingsfondsen worden verhandeld. De leden ervan zijn onder meer fund agents en brokers. Laatstgenoemden verzamelen de aan- en verkooporders van de beleggers en sturen ze door naar de fund agent van de betrokken instelling. Transacties vinden plaats

tegen een „forward”-prijs, in die zin dat wanneer een broker een order plaatst bij een fund agent tot 16.00 uur, laatstgenoemde deze de volgende dag om 10.00 uur uitvoert op basis van de intrinsieke waarde van het beleggingsfonds, gecorrigeerd voor transactiekosten.

- 13 Met een reeks besluiten, bevestigd bij besluit van 13 december 2012, heeft AFM verzoeksters in het hoofdgeding krachtens artikel 1:40 Wft heffingen opgelegd voor de jaren 2009 tot en met 2012. Deze autoriteit heeft zich op het standpunt gesteld dat deze heffingen verschuldigd waren omdat het EFS-systeem een „gereguleerde markt” is in de zin van artikel 4, lid 1, punt 14, van richtlijn 2004/39, omgezet in Nederlands recht bij artikel 1:1 Wft, hetgeen betekent dat artikel 5:60 Wft van toepassing is op de bestuurders en commissarissen van de genoemde verzoeksters.
- 14 Nadat de rechtbank Rotterdam (Nederland) het beroep tegen bovengenoemd bevestigend besluit had verworpen, hebben verzoeksters in het hoofdgeding de zaak aanhangig gemaakt bij de verwijzende rechter, die wenst te vernemen of het EFS-systeem al dan niet onder de definitie van „gereguleerde markt” in genoemde bepaling van richtlijn 2004/39 valt.
- 15 Volgens de verwijzende rechter zijn er verscheidene aanwijzingen dat het EFS-systeem niet multilateraal is en derhalve geen gereguleerde markt in de zin van die bepaling vormt.
- 16 Ten eerste is de verwijzende rechter van oordeel dat het EFS-systeem meer op een bilateraal systeem lijkt waarbij, zoals met name blijkt uit overweging 6 van richtlijn 2004/39, transacties uitsluitend tussen de beleggingsinstelling en de belegger plaatsvinden. In dit verband merkt hij op dat de fund agent en de broker in het kader van het EFS-systeem respectievelijk de beleggingsinstelling en de belegger vertegenwoordigen en dat eerstgenoemde de orders van laatstgenoemde altijd uitvoert.
- 17 Ten tweede stelt de verwijzende rechter vast dat er geen meldingsplicht bestaat voor transacties die met behulp van het EFS-systeem zijn verricht. Naar zijn oordeel kan, voor zover de genoemde overweging 6 verwijst naar regels van een gereguleerde markt die onder meer betrekking hebben op de melding van transacties, daaruit worden afgeleid dat een systeem waarin alleen niet-meldingsplichtige transacties worden verricht, niet als een „gereguleerde markt” worden aangemerkt.
- 18 In deze context is de verwijzende rechter van oordeel dat uit verordening (EG) nr. 1287/2006 van de Commissie van 10 augustus 2006 tot uitvoering van richtlijn 2004/39 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 de genoemde richtlijn betreft (PB 2006, L 241, blz. 1) volgt dat voor transacties die op de primaire markt zijn verricht, geen meldingsplicht geldt, zodat een systeem als het EFS, waarbij alleen transacties op de primaire markt worden verricht, niet als een „gereguleerde markt” kan worden aangemerkt.
- 19 Ten derde brengt de verwijzende rechter in herinnering dat de prijs van de deelnemingsrechten in het EFS-systeem wordt bepaald door hun intrinsieke waarde, terwijl volgens verzoeksters in het hoofdgeding de prijs van op de gereguleerde markten verhandelde financiële instrumenten het resultaat is van vraag en aanbod.
- 20 Ten vierde is deze rechterlijke instantie van oordeel dat, aangezien de risico's van marktmanipulatie of handel op basis van voorwetenschap in het EFS-systeem zeer gering zijn, de uitlegging volgens welke het EFS-systeem geen gereguleerde markt is, niet in strijd zou zijn met de doelstellingen van richtlijn 2004/39.
- 21 De verwijzende rechter sluit echter de tegenovergestelde stelling niet uit, namelijk dat het EFS-systeem wel een gereguleerde markt vormt in de zin van artikel 4, lid 1, punt 14, van richtlijn 2004/39. Hij merkt op dat dit systeem autonoom wordt geëxploiteerd door Euronext, die voor deze exploitatie een

vergunning heeft verkregen. Hij is van oordeel dat het EFS-systeem als multilateraal kan worden gekwalificeerd, aangezien meerdere brokers en fund agents bij het systeem zijn aangesloten, er deelnemingsrechten van verschillende beleggingsinstellingen in worden verhandeld en verscheidene partijen daar orders plaatsen. Volgens dezelfde rechter komt de in deze bepaling gebruikte term „derde partij”, in de gebruikelijke betekenis van het woord, erop neer dat daarmee op elke gebruiker van het systeem wordt geduid. Bovendien hebben kopers en verkopers hun respectieve belangen in het EFS-systeem samengebracht om overeenkomsten te sluiten en is de werking ervan onderworpen aan de niet-discretionaire regels die zijn vervat in twee documenten: „*EFS Trading Manual*” (handleiding voor handel in het EFS-systeem) en „*TCS-web user Guide to the EFS*” (TCS-web gebruikersgids van het EFS-systeem).

- 22 De verwijzende rechter is voorts van oordeel dat uit overweging 6 en artikel 4, lid 1, punt 14, van richtlijn 2004/39 niet rechtstreeks kan worden afgeleid dat het ontbreken van meldingseisen en prijsvorming op grond van vraag en aanbod ertoe leidt dat het EFS-systeem niet als „gereguleerde markt” kan worden aangemerkt.
- 23 Daarop heeft het College van Beroep voor het bedrijfsleven de behandeling van de zaak geschorst en het Hof verzocht om een prejudiciële beslissing over de volgende vraag:

„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 [richtlijn 2004/39] en, zo ja, welke kenmerken zijn daarvoor beslissend?”

Beantwoording van de prejudiciële vraag

- 24 Met zijn vraag wenst de verwijzende rechter in essentie te vernemen of artikel 4, lid 1, punt 14, van richtlijn 2004/39 aldus moet worden uitgelegd dat het begrip „gereguleerde markt” in de zin van deze bepaling een handelssysteem omvat waarin meerdere fund agents en brokers respectievelijk „open end” beleggingsinstellingen en beleggers vertegenwoordigen en dat uitsluitend tot doel heeft deze beleggingsinstellingen bij te staan in hun verplichting om door de genoemde beleggers geplaatste aan- en verkooporders van deelnemingsrechten uit te voeren.
- 25 Het staat weliswaar uitsluitend aan de verwijzende rechter om zich, gelet op de omstandigheden van het hoofdgeding, uit te spreken over de kwalificatie van het EFS-systeem, maar dat neemt niet weg dat het Hof bevoegd is om op basis van de bepalingen van richtlijn 2004/39, in casu artikel 4, lid 1, punt 14, ervan, de criteria aan te duiden die deze rechter daartoe kan of moet toepassen (zie in die zin arrest van 3 december 2015, *Banif Plus Bank*, C-312/14, EU:C:2015:794, punt 51 en aldaar aangehaalde rechtspraak).
- 26 Artikel 4, lid 1, punt 14, van richtlijn 2004/39 definieert een gereguleerde markt als 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 overeenkomsten uit voortvloeien met betrekking tot financiële instrumenten die volgens de regels en de systemen van de markt tot de handel zijn toegelaten, en waaraan een vergunning is verleend en die regelmatig werkt, overeenkomstig het bepaalde in titel III van deze richtlijn.

- 27 In dit verband blijkt uit de verwijzingsbeslissing dat het EFS-systeem sommige van de in deze definitie gespecificeerde kenmerken van een gereguleerde markt inderdaad vertoont. Zo wordt het systeem volgens de verwijzende rechter beheerd door Euronext en is het onderworpen aan niet-discretionaire regels, namelijk die welke vervat zijn in twee door Euronext uitgegeven documenten met de titels „*EFS Trading Manual*” en „*TCS-web user Guide to the EFS*”. De orders van brokers aan agenten van beleggingsfondsen via het EFS-systeem leiden tot overeenkomsten voor deelnemingen in die beleggingsfondsen. Bovendien heeft Euronext toestemming gekregen om het EFS-systeem te exploiteren en is er geen reden om aan te nemen dat dit systeem niet in overeenstemming is met titel III van richtlijn 2004/39, hetgeen door de verwijzende rechter dient te worden nagegaan.
- 28 Tevens dient te worden vastgesteld dat deze deelnemingen in beleggingsfondsen „financiële instrumenten” zijn in de zin van artikel 4, lid 1, punt 17, van richtlijn 2004/39, gelezen in samenhang met bijlage I, deel C, punt 3, bij die richtlijn.
- 29 Om de prejudiciële vraag van de verwijzende rechter te kunnen beantwoorden, moet derhalve nog worden onderzocht of een dergelijk handelssysteem moet worden beschouwd als een multilateraal systeem dat meerdere koop- en verkoopintenties van derden samenbrengt of het samenbrengen daarvan vergemakkelijkt in de zin van artikel 4, lid 1, punt 14, van richtlijn 2004/39.
- 30 Hoewel het begrip „multilateraal systeem” als zodanig niet in deze richtlijn wordt gedefinieerd, blijkt uit overweging 6 dat de definitie van de begrippen „gereguleerde markt” en „multilaterale handelsfaciliteit (MTF)” – de twee soorten multilaterale systemen die onder bovengenoemde richtlijn vallen – bilaterale systemen waarin een beleggingsonderneming handelstransacties voor eigen rekening uitvoert en niet als bemiddelaar tussen koper en verkoper, zonder zelf risico te dragen, moet uitsluiten. Volgens artikel 4, lid 1, punt 6, van richtlijn 2004/39 houdt handelen voor eigen rekening in dat met eigen kapitaal wordt gehandeld met het oog op het sluiten van transacties in financiële instrumenten.
- 31 Uit het duidelijke onderscheid tussen een multilateraal systeem en een bilateraal systeem moet worden afgeleid dat de marktexploitant of de beleggingsonderneming die een multilateraal systeem exploiteert, handelt zonder risico te nemen en zonder zijn eigen kapitaal te gebruiken voor het sluiten van transacties binnen dat systeem. Volgens de definitie in artikel 4, lid 1, punt 14, van richtlijn 2004/39 vindt deze bemiddeling plaats tussen meerdere koop- en verkoopintenties van derden, waarbij laatstgenoemden moeten worden opgevat als iedere natuurlijke of rechtspersoon die onderscheiden en onafhankelijk is van het handelssysteem en de exploitant ervan.
- 32 De door de verwijzende rechter gegeven toelichting suggereert dat het EFS-systeem deze kenmerken heeft en bijgevolg moet worden beschouwd als een „gereguleerde markt” in de zin van artikel 4, lid 1, punt 14, van richtlijn 2004/39.
- 33 Ten eerste vindt de koop en verkoop van deelnemingsrechten in „open end” beleggingsinstellingen tussen brokers, die de beleggers vertegenwoordigen, en de fund agents van die beleggingsinstellingen immers plaats binnen het EFS-systeem, dat in het kader van deze transacties geen risico draagt en geen eigen kapitaal inzet.
- 34 In die context kan de stelling dat het EFS-systeem meer op een bilateraal systeem lijkt, aangezien het in werkelijkheid altijd een beleggingsinstelling is die binnen het systeem zelf de order van een belegger uitvoert, niet worden aanvaard. Zoals de advocaat-generaal in punt 92 van zijn conclusie heeft opgemerkt, gaat een dergelijke stelling voorbij aan het optreden van Euronext, die het EFS-systeem als onafhankelijke exploitant in het kader van deze transacties exploiteert. Een dergelijk optreden doet zich niet voor in de bilaterale handel.

- 35 In dit verband is, zoals de regering van het Verenigd Koninkrijk opmerkt, het feit dat er in een systeem als EFS niet wordt onderhandeld tussen de verschillende brokers of tussen de verschillende fund agents irrelevant, aangezien laatstgenoemden in het kader van dit systeem transacties kunnen aangaan met meerdere brokers en vice versa.
- 36 Ten tweede moet ervan worden uitgegaan dat het samenbrengen van meerdere koop- en verkoopintenties door derden tot stand wordt gebracht door de aanwezigheid binnen het EFS-systeem van zowel brokers die beleggers vertegenwoordigen als fund agents.
- 37 Enerzijds zijn deze brokers en fund agents derden ten opzichte van dit systeem, aangezien zij onderscheiden en onafhankelijk zijn van het systeem.
- 38 Anderzijds staat het feit dat, zoals de verwijzende rechter en verzoeksters in het hoofdgeding hebben benadrukt, de agenten en hun beleggingsfondsen enkel uitgifte- en inkooporders van deelnemingsrechten in de beleggingsfondsen die zij via het EFS-systeem ontvangen, verplicht uitvoeren, er niet aan in de weg dat daar meerdere koop- en verkoopintenties worden samengebracht door de aanwezigheid van die fund agents en brokers binnen dit systeem. Met name gelet op de ruime betekenis van de term „koop- en verkoopintenties” in overweging 6 van richtlijn 2004/39, kan deze term immers niet aldus worden uitgelegd dat posities van een deelnemer aan het handelssysteem worden uitgesloten louter omdat zij voortvloeien uit een verplichting tot inkoop en uitgifte van dergelijke deelnemingsrechten.
- 39 Ten derde wijzen de verwijzende rechter en verzoeksters in het hoofdgeding op bepaalde kenmerken van het EFS-systeem, namelijk dat er geen meldingsplicht bestaat voor de in het kader van dit systeem uitgevoerde transacties, de primaire aard van die transacties, het feit dat de prijzen niet het rechtstreekse gevolg zijn van vraag en aanbod maar van de intrinsieke waarde van de gekochte of verkochte deelnemingsrechten zoals die is vastgesteld op de dag nadat de orders zijn geplaatst, en het geringe risico van marktmanipulatie of handel op basis van voorwetenschap. Zij zijn van mening dat deze kenmerken tegen de kwalificatie van dit systeem als gereguleerde markt pleiten.
- 40 Geen van deze kenmerken kan echter, ervan uitgaande dat zij bewezen zijn, als onverenigbaar met het begrip „gereguleerde markt”, zoals gedefinieerd in artikel 4, lid 1, punt 14, van richtlijn 2004/39, worden beschouwd.
- 41 Zoals AFM, de regering van het Verenigd Koninkrijk en de Europese Commissie in hun schriftelijke opmerkingen hebben gesteld, bevat deze bepaling immers geen enkele verduidelijking of beperking met betrekking tot de werking van een gereguleerde markt wat betreft het al dan niet melden van transacties, het primaire dan wel secundaire karakter van transacties of de prijsvorming van die transacties.
- 42 Wat in het bijzonder de melding van transacties betreft, moet erop worden gewezen dat de verwijzing in overweging 6 van richtlijn 2004/39 naar het feit dat een markt die alleen bestaat uit een geheel van regels betreffende aspecten die onder meer verband houden met transactiemelding, een gereguleerde markt of een MTF is, enkel aangeeft dat het, om als gereguleerde markt of MTF te worden aangemerkt, volstaat dat een markt deze kenmerken heeft. Hieruit kan niet worden afgeleid dat de melding van transacties een noodzakelijke voorwaarde voor een dergelijke kwalificatie zou zijn.
- 43 Het argument dat er in wezen op neerkomt dat het EFS-systeem niet als een „gereguleerde markt” hoeft te worden gekwalificeerd gezien het geringe risico van misbruik bij de uitvoering van transacties, kan niet slagen. Zoals de Commissie in haar schriftelijke opmerkingen benadrukt, is het doel van de bepalingen van richtlijn 2004/39 inzake gereguleerde markten immers niet beperkt tot het voorkomen van misbruik. Zoals onder meer blijkt uit de overwegingen 2 en 5 van deze richtlijn, zijn deze bepalingen meer in het algemeen gericht op de harmonisatie die nodig is om beleggers een hoog

beschermingsniveau te bieden door een allesomvattend regelgevingskader voor de uitvoering van transacties in financiële instrumenten tot stand te brengen, om te garanderen dat de uitvoering van transacties aan de hoogste normen beantwoordt en dat de integriteit en algemene efficiëntie van het financieel systeem gehandhaafd blijft.

- 44 Gelet op een en ander dient op de gestelde vraag te worden geantwoord dat artikel 4, lid 1, punt 14, van richtlijn 2004/39 aldus moet worden uitgelegd dat het begrip „gereguleerde markt” in de zin van deze bepaling een handelssysteem omvat waarin meerdere fund agents en brokers respectievelijk „open end” beleggingsinstellingen en beleggers vertegenwoordigen en dat uitsluitend tot doel heeft die beleggingsinstellingen bij te staan in hun verplichting om door deze beleggers geplaatste aan- en verkooporders van deelnemingsrechten uit te voeren.

Kosten

- 45 Ten aanzien van de partijen in het hoofdgeding is de procedure als een aldaar gerezen incident te beschouwen, zodat de verwijzende rechter over de kosten heeft te beslissen. De door anderen wegens indiening van hun opmerkingen bij het Hof gemaakte kosten komen niet voor vergoeding in aanmerking.

Het Hof (Vierde kamer) verklaart voor recht:

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 moet aldus worden uitgelegd dat het begrip „gereguleerde markt” in de zin van deze bepaling een handelssysteem omvat waarin meerdere fund agents en brokers respectievelijk „open end” beleggingsinstellingen en beleggers vertegenwoordigen en dat uitsluitend tot doel heeft die beleggingsinstellingen bij te staan in hun verplichting om door deze beleggers geplaatste aan- en verkooporders van deelnemingsrechten uit te voeren.

von Danwitz

Vajda

Juhász

Jürimäe

Lycourgos

Uitgesproken ter openbare terechtzitting te Luxemburg op 16 november 2017.

De griffier

A. Calot Escobar

De president van de Vierde kamer

T. von Danwitz