



Zbiór Orzeczeń

OPINIA RZECZNIKA GENERALNEGO
MANUELA CAMPOSA SÁNCHEZA-BORDONY
przedstawiona w dniu 26 kwietnia 2017 r.¹

Sprawa 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**

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

[wniosek o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym złożony przez College van beroep voor het bedrijfsleven (administracyjny sąd apelacyjny do spraw gospodarczych, Niderlandy)]

Rynki instrumentów finansowych – Wielostronne systemy obrotu – Pojęcie rynku regulowanego – Operator funduszy inwestycyjnych – Otwarte fundusze inwestycyjne – Nadużycie na rynku i wykorzystywanie informacji poufnych

1. Systemy obrotu instrumentami finansowymi doświadczyły w ostatnich latach szybkiego rozwoju będącego konsekwencją zróżnicowania sprzedawanych produktów finansowych.
2. Konieczność zapewnienia inwestorom odpowiedniej ochrony, ograniczenia ryzyka i wzmocnienia publicznego nadzoru nad działaniem tych rynków w celu zapewnienia stabilności finansowej wymagała stopniowego dostosowania systemów obrotu. Obok tradycyjnych giełd papierów wartościowych pojawiły się nowe platformy o charakterze wielostronnym i dwustronnym, które pozwalają na obrót wszystkimi rodzajami instrumentów finansowych, od najprostszych do najbardziej wyrafinowanych.
3. Prawodawca Unii w pełni wkroczył w regulację tego sektora. W tym celu, i posługując się niekiedy trudną do zrozumienia terminologią, rozwinął mające swe własne cechy pojęcia „rynków regulowanych”, „wielostronnych systemów finansowania”, „zorganizowanych systemów obrotu” oraz „podmiotów systematycznie internalizujących transakcje”.

¹ Język oryginału: hiszpański.

4. Niniejsza sprawa pozwoła Trybunałowi Sprawiedliwości rozbudować jego będące wciąż w załączkowej formie orzecznictwo dotyczące cech systemów obrotu, a w szczególności rynków regulowanych. Sąd odsyłający pragnie ustalić, czy system o nazwie Euronext Fund Service (zwany dalej „EFS”), prowadzony przez Euronext Amsterdam N.V.², jest rynkiem regulowanym, zważywszy, że w jego ramach w interakcje wchodzi wyłącznie inwestorzy i otwarte fundusze inwestycyjne.

I. Ramy prawne

A. Prawo Unii

5. Najistotniejsze dla sprawy przepisy znajdują się w dyrektywie 2004/39/WE³ (znanej dalej „dyrektywą MiFID I”) i w głównych przepisach wykonawczych do niej, którymi są dyrektywa 2006/73/WE⁴ i rozporządzenie (WE) nr 1287/2006⁵ (zwane dalej „przepisami MiFID I” lub „zbiorem przepisów MiFID I”). Uwzględnienia wymagać będzie również dyrektywa 2003/6/WE⁶.

6. Zbiór, jaki tworzą dyrektywa MiFID I i przepisy wykonawcze do niej, odczuł wpływ kryzysu finansowego z 2008 r., który unaoczniał pewne słabości w zakresie funkcjonowania i przejrzystości rynków finansowych. Ponadto zmiany technologiczne wymusiły wzmocnienie ram prawnych, w szczególności systemów obrotu, w celu zwiększenia ich przejrzystości, polepszenia ochrony inwestorów, wzmocnienia zaufania, włączenia dotychczas nieobjętych dziedzin i zagwarantowania, że organy nadzoru będą dysponować uprawnieniami potrzebnymi do wypełniania ich funkcji.

7. W konsekwencji zbiór przepisów MiFID I, które weszły w życie w 2007 r., zostanie zastąpiony z dniem 3 stycznia 2018 r. przepisami MiFID II, na które składają się zasadniczo dyrektywa 2014/65/UE⁷ (zwana dalej „dyrektywą MiFID II”) i rozporządzenie (UE) nr 600/2014⁸. Choć dyrektywa MiFID II nie weszła jeszcze w życie i, rzecz jasna, nie ma zastosowania do sporu w postępowaniu głównym, to zawiera pewne użyteczne wskazówki służące interpretacji przepisów MiFID I.

1. Dyrektywa 2004/39

8. Zgodnie z art. 1 ust. 1 dyrektywy MiFID I dyrektywę tę „stosuje się do przedsiębiorstw inwestycyjnych i rynków regulowanych”.

2 Euronext Amsterdam N.V. prezentuje się jako następcą historycznej giełdy papierów wartościowych w Amsterdamie i funkcjonuje jako rynek regulowany.

3 Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG (Dz.U. 2004, L 145, s. 1).

4 Dyrektywa Komisji z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzająca środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy (Dz.U. 2006, L 241, s. 26).

5 Rozporządzenie Komisji z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzające środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zobowiązań przedsiębiorstw inwestycyjnych w zakresie prowadzenia rejestrów, sprawozdań z transakcji, przejrzystości rynkowej, dopuszczania instrumentów finansowych do obrotu oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy (Dz.U. 2006, L 241, s. 1).

6 Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku) (Dz.U. 2003, L 96, s. 16).

7 Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz.U. 2014, L 173, s. 349).

8 Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz.U. 2014, L 173, s. 84).

9. Motywy 2, 5, 6, 44 i 49 mają następujące brzmienie:

„(2) [...] konieczne jest zapewnienie poziomu ujednoczenia niezbędnego do zaoferowania inwestorom wyższego poziomu ochrony oraz umożliwienie przedsiębiorstwom inwestycyjnym świadczenia usług w całej Wspólnocie, będącej rynkiem jednolitym, w oparciu o nadzór kraju rodzimego [...].

[...]

(5) [...] Konieczne jest uznanie pojawienia się na rynkach regulowanych nowej generacji zorganizowanych systemów obrotu, które powinny podlegać zobowiązaniom utworzonym w celu utrzymania efektywnych i prawidłowo funkcjonujących rynków finansowych [...].

(6) Należy wprowadzić i dostosować definicje rynku regulowanego i MTF⁹⁾, tak aby odzwierciedlały one fakt, iż charakteryzują się one tą samą funkcją zorganizowania obrotu. Z definicji należy wyłączyć systemy dwustronne, jeżeli przedsiębiorstwo inwestycyjne wchodzi w transakcje na własny rachunek, a nie jako wolny od ryzyka kontrahent pośredniczący między kupującym a sprzedającym. Określenie »system« obejmuje wszystkie rynki utworzone w oparciu o zestaw reguł i platformy obrotu, jak i te, które funkcjonują wyłącznie w oparciu o zestaw reguł. Rynki regulowane i MTF nie są zobowiązane do prowadzenia »technicznego« kojarzenia zleceń. Rynek utworzony wyłącznie w oparciu o zestaw reguł rządzących aspektami dotyczącymi członkostwa, wprowadzania instrumentów do obrotu, obrotu między członkami, sprawozdawczości oraz, w miarę potrzeb, przejrzystości transakcji to, w rozumieniu niniejszej dyrektywy, rynek regulowany lub MTF, a transakcje zawierane na podstawie tych zasad uznaje się za zawarte w oparciu o systemy rynku regulowanego lub MTF. Określenie »transakcje kupna i sprzedaży [deklaracje gotowości zakupu i sprzedaży]« należy interpretować w szerokim zakresie, obejmującym zamówienia, notowania, jak i wskazania transakcji [deklaracji gotowości zakupu i sprzedaży]. Wymóg, aby transakcje [deklaracje gotowości zakupu i sprzedaży] ujmować w systemie za pomocą pozbawionych uprawnień uznaniowych reguł [zobiektywizowanych reguł] ustalonych przez operatora systemu oznacza, że należy je gromadzić w oparciu o zasady systemu lub za pomocą protokołów systemu, albo wewnętrznych procedur wykonawczych (w tym procedur włączonych do oprogramowania komputerowego). Określenie »reguły pozbawione uprawnień uznaniowych [zobiektywizowane reguły]« oznacza, że reguły te nie pozostawiają przedsiębiorstwu inwestycyjnemu prowadzącemu MTF możliwości indywidualnego uznawania sposobu wzajemnych powiązań między transakcjami [deklaracjami gotowości zakupu i sprzedaży]. Definicje wymagają, aby transakcje [deklaracje gotowości zakupu i sprzedaży] gromadzić w sposób skutkujący podpisaniem kontraktu, co oznacza, że realizacja zlecenia następuje na podstawie reguł systemu lub za pomocą protokołów systemu, albo wewnętrznych procedur wykonawczych.

[...]

(44) Aby osiągnąć dwutorowy cel ochrony inwestorów i zapewnić należyte funkcjonowanie rynków papierów wartościowych, konieczne jest osiągnięcie przejrzystości transakcji oraz stosowanie reguł ustanowionych do tego celu w odniesieniu do przedsiębiorstw inwestycyjnych działających na rynku. Aby w dowolnym momencie umożliwić inwestorom lub podmiotom gospodarczym dokonanie oceny warunków transakcji na branych pod uwagę akcjach, a następnie zweryfikowanie warunków, na których je zawarto, należy ustalić wspólne reguły podawania do publicznej wiadomości danych szczegółowych dotyczących zawierania transakcji na akcjach oraz ujawniania bieżących możliwości obrotu akcjami. Reguły te są konieczne dla potrzeb zapewnienia skutecznej integracji rynków kapitałowych państwa członkowskiego i wspierania efektywności całego procesu ustalania notowań cen instrumentów kapitałowych oraz wspomżenia skutecznego wykonywania zobowiązania do »możliwe najlepszej realizacji«.

9 Skróót MTF oznacza w dyrektywie 2004/39 wielostronne platformy obrotu (ang. „Multilateral Trading Facilities”).

Zagadnienia te wymagają reżimu ogólnej przejrzystości mającego zastosowanie do wszystkich transakcji na akcjach, bez względu na to, czy przedsiębiorstwo inwestycyjne realizuje je na zasadach dwustronnych, czy przez rynki regulowane lub MTF. Zobowiązanie ciążące na przedsiębiorstwach inwestycyjnych na mocy niniejszej dyrektywy do ogłaszania przetargów i przedstawiania ceny ofertowej, a także realizowania zleceń po cenie ofertowej nie zwalnia przedsiębiorstw inwestycyjnych ze zobowiązania do kierowania zlecenia do innego podmiotu realizującego, jeżeli przyjęcie zlecenia może uniemożliwić przedsiębiorstwu wypełnienie zobowiązania do »możliwie najlepszej realizacji«.

[...]

- (49) Zezwolenia na prowadzenie działalności na rynku regulowanym należy rozszerzyć na wszystkie rodzaje działalności bezpośrednio związanej ze składaniem, przetwarzaniem, realizacją, potwierdzaniem oraz sprawozdawczością dotyczącą zleceń z punktu, w którym takie zlecenia wpłynęły na rynek regulowany do punktu, w którym są one przekazywane do dalszego ich sfinalizowania, a także na działalność dotyczącą wprowadzania instrumentów finansowych do obrotu. Powinny one obejmować również transakcje zawarte za pośrednictwem podmiotów powołanych do tego celu przez rynek regulowany, objętych odpowiednimi systemami rynku regulowanego oraz wypełniających reguły rządzące tymi systemami. Nie wszystkie transakcje zawarte przez akcjonariuszy lub animatorów rynku regulowanego, czy MTF należy uznawać za zawarte w ramach systemów rynku regulowanego czy MTF. Dla potrzeb zdefiniowania podmiotu prowadzącego regularną działalność giełdową w oparciu o ustalone zasady transakcje, które akcjonariusze lub podmioty gospodarcze rynku regulowanego zawierają na zasadzie dwustronności, a które nie wypełniają wszystkich zobowiązań ustanowionych na podstawie niniejszej dyrektywy dla rynku regulowanego czy MTF należy uznać za transakcje zawierane poza rynkiem regulowanym czy MTF. W takim przypadku zobowiązanie przedsiębiorstw inwestycyjnych do podawania do publicznej wiadomości notowań cen stosuje się wtedy, gdy wypełnione są warunki ustanowione na mocy niniejszej dyrektywy”.

10. W art. 4 ust. 1 pkt 7, 13, 14 i 15 wyjaśnione są następujące pojęcia:

„7) »podmiot giełdowy prowadzący regularną działalność w oparciu o ustalone zasady [podmiot systematycznie internalizujący transakcje]« oznacza przedsiębiorstwo inwestycyjne, które w sposób zorganizowany, częsty i systematyczny, na własny rachunek realizuje zlecenia klientów poza rynkiem regulowanym czy MTF;

[...]

13) »podmiot gospodarczy [operator rynku]« oznacza osobę lub osoby, które zarządzają i/lub prowadzą działalność rynku regulowanego. Podmiotem gospodarczym [operatorem rynku] może być rynek regulowany;

14) »rynek regulowany« oznacza wielostronny system realizowany lub zarządzany przez podmiot gospodarczy [operatora rynku], który kojarzy lub ułatwia kojarzenie wielu transakcji kupna i sprzedaży instrumentów finansowych [wielu deklaracji gotowości zakupu lub sprzedaży osób trzecich] – w systemie [w ramach tego systemu] i zgodnie z regułami innymi niż uznaniowe [ze zobiektywizowanymi regułami] – w sposób skutkujący zawarciem kontraktu [umowy] dotyczące[j] instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu na podstawie [obowiązujących na nim] reguł lub systemów oraz które są uprawnione i [w oparciu o zezwolenie] funkcjonują w sposób systematyczny, zgodnie z przepisami tytułu III;

15) »wielostronne platformy obrotu (MTF)« oznaczają wielostronny system, obsługiwany przez przedsiębiorstwo inwestycyjne lub podmiot gospodarczy [operatora rynku], który kojarzy transakcje strony trzeciej [wiele deklaracji gotowości zakupu lub sprzedaży osób trzecich] w dziedzinie [...] instrumentów finansowych – w systemie i zgodnie z regułami innymi niż uznaniowe – w sposób skutkujący zawarciem kontraktu [umowy] zgodnie z przepisami tytułu II”.

2. Rozporządzenie wykonawcze nr 1287/2006

11. Zgodnie z art. 2 pkt 8 „»platforma obrotu« oznacza rynek regulowany, MTF lub podmiot systematycznie internalizujący transakcje (gdy działa w takim właśnie charakterze) oraz odpowiednio system zlokalizowany poza Wspólnotą spełniający podobne funkcje co rynek regulowany lub MTF”.

12. Artykuł 5 tego rozporządzenia stanowi:

„Dla celów niniejszego rozporządzenia odniesienie do transakcji traktuje się wyłącznie jako odniesienie do nabywania lub sprzedawania instrumentów finansowych. Dla celów niniejszego rozporządzenia, z wyjątkiem rozdziału II, nabywanie lub sprzedaż instrumentów finansowych nie obejmuje żadnej z następujących operacji:

[...]

c) transakcji zawieranych na rynku pierwotnym (takie jak ubezpieczenie [emisja], przydział lub subskrypcja) na instrumentach finansowych objętych zakresem art. 4 ust. 1 pkt 18 lit. a) i b) dyrektywy 2004/39/WE”.

13. Artykuł 21 ust. 1 wymienia kryteria służące ustaleniu, czy dane przedsiębiorstwo inwestycyjne jest podmiotem systematycznie internalizującym transakcje:

„Jeśli przedsiębiorstwo inwestycyjne prowadzi transakcje na własny rachunek, realizując zlecenia klientów poza rynkiem regulowanym lub MTF-em, traktuje się je jako podmiot systematycznie internalizujący transakcje, jeśli spełnia podane niżej kryteria, wskazujące na to, że jego działalność ma charakter zorganizowany, częsty i systematyczny:

- a) działalność ta ma istotne znaczenie handlowe dla przedsiębiorstwa oraz jest prowadzona zgodnie z zasadami i procedurami opartymi o obiektywne kryteria;
- b) działalność jest prowadzona przy pomocy wyznaczonych do tego celu pracowników lub zautomatyzowanego systemu technicznego bez względu na to, czy pracowników tych lub system wykorzystuje się wyłącznie do tego celu;
- c) działalność jest udostępniana klientom regularnie lub w sposób ciągły”.

3. Dyrektywa 2003/6

14. Zgodnie z art. 1 pkt 1 tej dyrektywy:

„»Informacja wewnętrzna [poufna]« oznacza informację o ściśle określonym charakterze, niepodaną do wiadomości publicznej, dotyczącą bezpośrednio lub pośrednio jednego lub kilku emitentów instrumentów finansowych lub jednego lub kilku instrumentów finansowych i które, gdyby zostały podane do wiadomości publicznej, miałyby prawdopodobnie znaczny wpływ na ceny tych instrumentów finansowych lub na cenę powiązanych pochodnych instrumentów finansowych”.

15. Artykuł 6 ust. 4 dyrektywy 2003/6 przewiduje:

„Osoby wykonujące obowiązki zarządu u emitenta instrumentów finansowych oraz, gdzie stosowne, osoby ściśle z nimi związane są zobowiązane co najmniej do powiadamiania właściwego organu o istnieniu transakcji zawieranych na ich własny rachunek w odniesieniu do udziałów tego emitenta lub instrumentów pochodnych bądź innych powiązanych z nimi instrumentów finansowych. Państwa członkowskie zapewniają możliwie szybko łatwy publiczny dostęp do informacji dotyczących takich transakcji, przynajmniej indywidualnie”.

B. Ustawodawstwo krajowe

16. W art. 1:1 Wet op het financieel toezicht (ustawy o nadzorze finansowym, zwanej dalej „Wft”) pojęcie rynku regulowanego zdefiniowano w następujący sposób:

„rynek regulowany oznacza wielostronny system, który – w ramach owego systemu i zgodnie ze zobiektywizowanymi regulami – kojarzy lub ułatwia kojarzenie wielu deklaracji osób trzecich dotyczących gotowości zakupu lub sprzedaży instrumentów finansowych w sposób skutkujący zawarciem umowy dotyczącej instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu na podstawie obowiązujących na nim reguł i systemów oraz który działa w sposób systematyczny na podstawie obowiązujących reguł dotyczących udzielenia zezwolenia i stałego nadzoru”.

17. Zgodnie z art. 5:60 ust. 1 lit. a) Wft podmiot:

- który decyduje albo współdecyduje o codziennych działaniach emitenta mającego siedzibę w Niderlandach, który wyemitował instrumenty finansowe w rozumieniu art. 5:56 ust. 1 lit. a) [czyli instrumenty finansowe dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub na wielostronnej platformie obrotu] albo zamierza je wyemitować,
- lub w oparciu o ofertę którego zawarto umowę dotyczącą niebędących papierami wartościowymi instrumentów finansowych w rozumieniu [tego przepisu],
- lub który składa ofertę zawarcia umowy dotyczącej niebędących papierami wartościowymi instrumentów finansowych w rozumieniu [tego przepisu],

jest zobowiązany, by najpóźniej piątego dnia po zawarciu transakcji zgłosić zawarte lub przeprowadzone na własny rachunek transakcje na jednostkach uczestnictwa emitentów w rozumieniu [art. 5:60 ust. 1] lit. a), b) lub c) lub transakcje na instrumentach finansowych, których wartość jest ustalana w oparciu o wartość tychże jednostek uczestnictwa.

18. Zgodnie z art. 5:56 ust. 1 lit. a) Wft podmioty, o których mowa w poprzednim przepisie, mają zakaz posługiwania się informacjami poufnymi, gdy wykonują w Niderlandach lub z tego państwa, lub z innego państwa członkowskiego transakcję dotyczącą dopuszczonych do obrotu instrumentów finansowych na rynku regulowanym, który otrzymał zezwolenie przewidziane w art. 5:26 ust. 1 lub w ramach wielostronnej platformy obrotu, w odniesieniu do której przedsiębiorstwo inwestycyjne dysponuje zezwoleniem przewidzianym w art. 2:96 lub względem której wystąpiło o zezwolenie, aby prowadzić na niej obrót.

19. Zgodnie z art. 1:40 ust. 1 Wft organ nadzoru obciąża kosztami podejmowanych czynności związanych z wykonywaniem realizowanych przez siebie zadań przedsiębiorstwa, których czynności owe dotyczyły, o ile kosztów tych nie ponosi budżet państwa.

20. Na mocy art. 5, 6 i art. 8 ust. 1 lit. i) pkt 4 Besluit bekostiging financieel toezicht (rozporządzenia o finansowaniu nadzoru rynków finansowych) Stichting Autoriteit Financiële Markten (organ nadzoru rynków finansowych, Niderlandy, zwany dalej „AFM”) może nakładać opłaty na emitentów w rozumieniu art. 5:60 ust. 1 lit. a) Wft.

II. Postępowanie główne i pytania prejudycjalne

21. Spór w postępowaniu głównym toczy się pomiędzy AFM a Robeco Hollands Bezit N.V. i innymi spółkami (przedsiębiorstwami zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe typu otwartego lub otwartymi funduszami inwestycyjnymi; zwanymi dalej „Robeco” lub „funduszami Robeco”), które zaskarżyły nałożenie opłat ustalonych przez ten organ.

22. Przedmiotem sporu są konkretnie decyzje AFM z dnia 30 października 2009 r., 31 grudnia 2010 r., 30 września 2011 r. i 28 września 2012 r. (zwane dalej „pierwszymi decyzjami”). Poprzez te decyzje AFM nałożył na Robeco opłaty za lata 2009, 2010, 2011 i 2012 w kwotach wynoszących, odpowiednio, 110 EUR, 350 EUR, 630 EUR i 180 EUR zgodnie z art. 1:40 i art. 5:60 ust. 1 lit. a) Wft i Besluit bekostiging financieel toezicht (rozporządzenia o finansowaniu nadzoru rynków finansowych).

23. Według AFM obowiązek uiszczenia tych opłat powstał jako konsekwencja podjęcia przez ów organ zadań nadzoru w związku z funduszem Robeco w ramach stosowania dyrektywy 2003/6, transponowanej w Niderlandach poprzez Wft, która nakłada na emitentów instrumentów finansowych będących przedmiotem obrotu na rynkach regulowanych obowiązek przekazywania informacji w przedmiocie działalności prowadzących je operatorów.

24. W decyzji z dnia 13 grudnia 2012 r. AFM oddalił odwołania wniesione przez Robeco.

25. Robeco wniosło skargę na tę decyzję do rechtbank Rotterdam (sądu w Rotterdamie, Niderlandy), który oddalił ją wyrokiem z dnia 24 grudnia 2013 r.

26. Ów sąd oddalił żądania Robeco i uwzględnił tezę AMF. Stwierdził on, że system EFS jest zgodny z definicją rynku regulowanego zawartą w art. 1:1 Wft i że art. 5:60 Wft ma zastosowanie do członków zarządu i rady nadzorczej, a AFM nałożył opłaty zgodnie z prawem.

27. Robeco odwołało się od tego wyroku do College van beroep voor het bedrijfsleven (administracyjnego sądu apelacyjnego do spraw gospodarczych, Niderlandy), który musi ostatecznie wyjaśnić, czy system EFS mieści się w pojęciu rynku regulowanego w rozumieniu dyrektywy 2004/39.

28. Sąd odsyłający uważa, że w sporze w postępowaniu głównym udowodnione zostały różne dane i okoliczności. Zamierzam je zwięźle opisać.

29. Po pierwsze, stwierdza on, że Euronext posiada zezwolenie na prowadzenie rynku regulowanego na podstawie art. 5:26 ust. 1 Wft. Jednym z segmentów Euronextu jest EFS, który stanowi szczególnie system realizowania obrotu, w ramach którego przedmiotem obrotu są wyłącznie jednostki uczestnictwa w otwartych funduszach inwestycyjnych. Fundusze Robeco stanowią fundusze inwestycyjne „open end” (otwarte) i muszą wykonywać zlecenia kupna lub emisji praw uczestnictwa poprzez system EFS.

30. Po drugie, sąd odsyłający potwierdza, że agenci obsługujący fundusze i brokerzy działają w ramach systemu EFS jako członkowie. Każdy fundusz inwestycyjny, względnie grupa takich funduszy, ma swojego agenta obsługującego fundusze, działającego na rachunek i na ryzyko funduszu, względnie grupy funduszy. Pośrednik lub broker zbierają zlecenia kupna i sprzedaży inwestorów i przekazują je agentowi obsługującemu odnośny fundusz.

31. Wreszcie, sąd odsyłający wyjaśnia, że w systemie EFS transakcje są realizowane na podstawie określenia przyszłych cen. Broker może złożyć zlecenie u agenta obsługującego fundusz do godziny 16.00 (cut-off time), po czym następuje obliczenie wartości aktywów funduszu netto (a zatem wartości jednostki uczestnictwa, która ma zostać wyemitowana, względnie kupiona) na podstawie wysokości kursu po cut-off time. Agent obsługujący fundusz realizuje złożone u niego zlecenie o godzinie 10.00 następnego ranka w oparciu o wyliczoną wartość aktywów netto, po naliczeniu – albo odliczeniu – kosztów transakcji ponoszonych przez fundusz inwestycyjny. Agenci obsługujący fundusze nie zawierają między sobą transakcji w ramach systemu EFS, podobnie jak brokerzy. Transakcje na EFS są dokonywane zgodnie z zasadami EFS Trading Manual i TCS-web User Guide to the EFS.

32. W oparciu o te okoliczności College van beroep voor het bedrijfsleven (administracyjny sąd apelacyjny do spraw gospodarczych, Niderlandy), w przeciwieństwie do sądu pierwszej instancji, skłania się, by uznać, że system EFS nie jest wielostronny i w konsekwencji nie można zaklasyfikować go jako rynku regulowanego w rozumieniu art. 4 ust. 1 pkt 14 dyrektywy MiFID I.

33. Jego zdaniem motyw 6 dyrektywy MiFID I odróżnia systemy dwustronne (reżim podmiotów systematycznie internalizujących transakcje) od wielostronnych systemów obrotu, wśród których znajdują się rynki regulowane. Kryterium rozróżnienia polega na tym, że w ramach systemów dwustronnych realizowane są transakcje wyłącznie pomiędzy przedsiębiorstwem inwestycyjnym i inwestorem, zaś w ramach systemów wielostronnych możliwe są również transakcje pomiędzy samymi inwestorami. EFS jest systemem dwustronnym, ponieważ w jego ramach działają broker (reprezentujący inwestora) realizujący transakcje z agentem obsługującym fundusze (w ich imieniu).

34. Według sądu odsyłającego motyw 6 dyrektywy MiFID I sugeruje, że systemu, w ramach którego odbywają się jedynie transakcje niepodlegające obowiązkowi sprawozdawczemu, nie można uznać za rynek regulowany. Na mocy art. 5 lit. c) rozporządzenia nr 1287/2006 transakcje w ramach systemu EFS stanowią transakcje zawierane na rynku pierwotnym, a nie transakcje obejmujące kupno lub sprzedaż instrumentów finansowych. Rozdział III tego rozporządzenia nie ma zastosowania do transakcji zawieranych na rynku pierwotnym i z tego względu wymogi w zakresie sprawozdawczości, jakie są w nim zawarte, nie dotyczą transakcji w ramach systemu EFS. Jako że za pośrednictwem systemu EFS realizowane są wyłącznie transakcje na rynku pierwotnym, a zatem niepodlegające obowiązkowi sprawozdawczemu, systemu tego nie należy uważać za rynek regulowany.

35. Ocenę tę wzmacnia zdaniem sądu odsyłającego fakt, że jak już wspomniano, wartość jednostek uczestnictwa będących przedmiotem obrotu w systemie EFS ustalana jest w oparciu o wyliczoną wartość aktywów netto, natomiast na rynku regulowanym cena nie jest ustalana w taki sposób, lecz stosownie do popytu i podaży po stronie uczestników obrotu.

36. Wreszcie, sąd odsyłający wskazuje, że system EFS nie jest rynkiem regulowanym, ponieważ w ramach tego systemu nie dochodzi do manipulacji cen i trudno wyobrazić sobie, aby miało dochodzić do nadużycia polegającego na wykorzystywaniu informacji poufnych.

37. Pomimo to zdaniem sądu odsyłającego możliwa do obrony jest także kwalifikacja systemu ESF jako rynku regulowanego w rozumieniu art. 4 ust. 1 pkt 14 dyrektywy MiFID I. Sąd ten stwierdza, że ani z brzmienia tego przepisu, ani z motywu 6 tej dyrektywy nie można bezpośrednio wysnuć wniosku, iż systemu obrotu, w ramach którego realizowane są wyłącznie transakcje podlegające obowiązkowi sprawozdawczości i w ramach którego cena jednostek uczestnictwa będących przedmiotem obrotu nie kształtuje się poprzez stosunek podaży i popytu, nie można zaliczyć do kategorii rynku regulowanego. Wystarczy, by istniał rynek oparty na szeregu reguł takich jak opisane w motywie 6 i by spełnione były elementy definicji zawartej w art. 4 ust. 1 pkt 14 dyrektywy MiFID I.

38. Ponadto według sądu odsyłającego system EFS może mieścić się w pojęciu rynku regulowanego w rozumieniu dyrektywy MiFID I, albowiem: system ten jest autonomiczną platformą obrotu prowadzoną na podstawie stosownego zezwolenia Euronextu; jest on wielostronnym systemem, do którego należą liczni brokerzy i agenci obsługujący fundusze mogący udzielać zleceń; użytkowników systemu EFS można uważać za podmioty trzecie względem Euronextu; a w ramach systemu EFS kojarzone są deklaracje gotowości zakupu lub sprzedaży pochodzące od brokerów i agentów obsługujących fundusze w celu zawierania transakcji.

39. Wobec wątpliwości co do interpretacji pojęcia „rynku regulowanego” College van beroep voor het bedrijfsleven (administracyjny sąd apelacyjny do spraw gospodarczych) skierował do Trybunału następujące pytanie prejudycjalne:

„Czy system – do którego należą liczni agenci obsługujący fundusze i brokerzy, reprezentujący w ramach owego systemu na potrzeby realizowanych transakcji, odpowiednio, otwarte fundusze inwestycyjne i inwestorów – który w rzeczywistości jedynie ułatwia otwartym funduszom inwestycyjnym wywiązanie się ze zobowiązania do wykonania zleceń udzielonych im przez inwestorów w zakresie kupna i sprzedaży jednostek uczestnictwa, należy uznać za rynek regulowany w rozumieniu art. 4 ust. 1 pkt 14 dyrektywy MiFID I, a jeśli tak, to jakie jego cechy są decydujące dla takiej kwalifikacji?”.

III. Analiza pytania prejudycjalnego

40. Sąd odsyłający pragnie, aby Trybunał wyjaśnił mu, czy platforma obrotu instrumentami finansowymi mająca cechy systemu EFS jest rynkiem regulowanym w rozumieniu dyrektywy MiFID I. Sądzę, że przed udzieleniem odpowiedzi na to pytanie konieczne jest przedstawienie uregulowania systemów obrotu instrumentami finansowymi ustanowionego przez dyrektywę MiFID I oraz zmian, jakie nastąpiły od jej wprowadzenia. Odniosę się również do zmian, jakie z dniem 3 stycznia 2018 r. wystąpią wskutek wejścia w życie zbioru przepisów MiFID II, mimo że nie mają one w sporze zastosowania *ratione temporis*.

A. Uwagi wstępne w przedmiocie systemów obrotu instrumentami finansowymi

41. Dyrektywa MiFID I i przepisy wykonawcze do niej w dużym stopniu zmieniły reżim prawny systemów obrotu instrumentami finansowymi¹⁰. W celu silniejszej integracji tych rynków w Unii, zwiększenia ich konkurencyjności i efektywności zniesiono monopol na prowadzenie obrotu, istniejący w niektórych państwach członkowskich mających tradycyjne giełdy papierów wartościowych, i otwarto konkurencję pomiędzy tradycyjnymi platformami i nowymi alternatywnymi systemami obrotu, które pojawiały się dzięki rozwojowi technicznemu, lecz pozostawały na marginesie regulacji.

42. Zamiarem prawodawcy Unii było, jak już wspominałem, zwiększenie przejrzystości, polepszenie ochrony inwestorów, wzmocnienie zaufania, włączenie dotychczas nieobjętych dziedzin i zagwarantowanie, że organy nadzoru będą dysponować uprawnieniami niezbędnymi do wypełnienia ich funkcji¹¹.

10 Owe systemy obrotu „are multilateral systems or networks, which provide trading, clearing, settlement, and reporting services in relation to securities and derivative transactions. They support financial markets by providing essential services, connecting counterparties, reducing transaction costs through economies of scale, managing systemic and counterparty risks, and fostering transparency” (G. Ferrarini, P. Saguato, Regulating Financial Market Infrastructures, *ECGI Working Paper* No 259/2014, June 2014, s. 7).

11 Zgodnie z badaniami sfinansowanymi przez Komisję wynikiem był wzrost konkurencji pomiędzy różnymi centrami obrotu instrumentami finansowymi wraz ze zwiększonymi możliwościami wyboru usługodawców i dostępnych instrumentów finansowych przez inwestorów, co wzmocniły zmiany technologiczne. Ogólnie rzecz ujmując, według badania Oxera, *Monitoring Prices, Costs and Volumes of Trading and Post-trading Services*, 2011, koszty transakcji uległy zmniejszeniu, a integracja wzrosła. Zobacz także dokument COM(2011) 652 final, s. 2.

43. W dyrektywie MiFID I zajęto się trzema rodzajami systemów obrotu instrumentami finansowymi, a mianowicie dwoma wielostronnymi (rynkami regulowane i MTF)¹² i jednym dwustronnym (podmioty systematycznie internalizujące transakcje). Oprócz tych systemów, które odpowiadają modelowi zorganizowanego obrotu, przepisy MiFID I przewidują możliwość obrotu niezorganizowanego (*over-the-counter*, zwanego dalej „OTC”) instrumentami finansowymi.

44. Rynek regulowany jest pierwszą i najbardziej tradycyjną kategorią systemu obrotu instrumentami finansowymi, wykorzystywaną w zbiorach przepisów MiFID I i II i w innych przepisach prawa Unii. Jakkolwiek w dalszej części wyводу dokonam bardziej szczegółowej analizy elementów cechujących rynki regulowane, to na tym etapie należy wskazać, że zgodnie z definicją zawartą w art. 4 ust. 1 pkt 14 dyrektywy MiFID I rynki te oznaczają wielostronne systemy obrotu instrumentami finansowymi kontrolowane przez podmiot gospodarczy stosujący zobiektywizowane reguły, w których skupiają się deklaracje osób trzecich dotyczące gotowości zakupu i sprzedaży instrumentów finansowych, co skutkuje zawieraniem umów. Owe rynki są podobne do klasycznych giełd papierów wartościowych, przy czym zgodnie z bazą danych Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (zwanego dalej „ESMA”) ¹³ obecnie istnieją w Unii 102 rynki regulowane (z tego cztery w Niderlandach, a jednym z nich jest Euronext Amsterdam).

45. Druga kategoria, która odpowiada wielostronnym systemom obrotu (MTF), została wprowadzona przez dyrektywę MiFID I w celu objęcia alternatywnych mechanizmów obrotu, które pojawiły się w praktyce wraz z rozwojem technologicznym. Również MTF są wielostronnymi systemami obrotu, w których skupiają się deklaracje osób trzecich dotyczące gotowości zakupu i sprzedaży instrumentów finansowych, co skutkuje zawarciem umowy, działającymi pod zobiektywizowanym zarządzeniem operatora lub spółki inwestycyjnej i wymagającymi zezwolenia administracyjnego. Jakkolwiek ich reżim jest podobny do reżimu rynków regulowanych, to różni się tym, iż rodzaje instrumentów finansowych, które mogą być przedmiotem transakcji, nie podlegają wcześniejszej kontroli.

46. Według bazy danych ESMA ¹⁴ w Unii jest obecnie 55 MTF, wśród których wyróżniają się, ze względu na wielkość platformy, takie jak BATS Trading Ltd (Zjednoczone Królestwo) oraz Tom MTF Derivatives Markets i Tom MTF Cash Markets (oba działające w Niderlandach).

47. Trzecia kategoria wprowadzona przez dyrektywę MiFID I odpowiada „podmiotom giełdowym prowadzącym regularną działalność w oparciu o ustalone zasady [podmiotom systematycznie internalizującym transakcje]”. W odróżnieniu od poprzednich dwóch kategorii nie mają one formy wielostronnych centrów obrotu zarządzanych przez podmiot trzeci, w ramach którego skupiają się inwestorzy w celu kupna i sprzedaży instrumentów finansowych, lecz formę dwustronnych systemów obrotu. Zgodnie z art. 4 ust. 1 pkt 7 dyrektywy MiFID I są to przedsiębiorstwa inwestycyjne, które w sposób zorganizowany, częsty i systematyczny na własny rachunek realizują zlecenia klientów. Ten system obrotu nie jest zdefiniowany jako taki, lecz w odniesieniu do podmiotu, który go realizuje.

12 Wielostronne systemy mogą również nosić nazwę „platform obrotu”, która oznacza „system użytkowany przez przedsiębiorstwo inwestycyjne lub podmiot gospodarczy w rozumieniu art. 4 ust. 1 pkt 1 i art. 4 ust. 1 pkt 13 dyrektywy 2004/39/WE inny niż podmiot giełdowy prowadzący regularną działalność w oparciu o ustalone zasady w rozumieniu art. 4 ust. 1 pkt 7 tej dyrektywy, w którym skupiają się interesy związane z nabywaniem lub zbywaniem [deklaracje gotowości zakupu i sprzedaży] instrumentów finansowych w tym systemie, w sposób skutkujący kontraktem zgodnym z tytułem II lub III tej dyrektywy”, zgodnie z brzmieniem art. 2 pkt 4 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (Dz.U. 2012, L 201, s. 1).

13 Dane dostępne pod adresem internetowym: https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_rma.

14 Dane dostępne pod poniższym adresem internetowym:
https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_mtf.

48. Jakkolwiek podmioty systematycznie internalizujące transakcje nie potrzebują zezwolenia administracyjnego krajowego organu nadzoru, to są to przedsiębiorstwa o rozmiarach wystarczających, aby kojarzyć wewnętrznie zlecenia kupna i sprzedaży inwestorów, z uwagi na co podlegają licznym obowiązkom w zakresie przejrzystości. Reżim podmiotów systematycznie internalizujących transakcje nie okazał się najwyraźniej zbyt atrakcyjny, albowiem według danych ESMA¹⁵ w całej Unii zarejestrowanych jest jedynie 11 przedsiębiorstw w tej formie, przy czym żadne z nich w Niderlandach.

49. Obok obrotu instrumentami finansowymi w ramach zorganizowanych systemów obrotu dyrektywa MiFID I, jak już wspomniano, przewiduje czwarty tryb wykonywania zleceń dotyczących instrumentów finansowych, a mianowicie OTC. Wynika to z jej motywu 53¹⁶, zgodnie z którym nie wymaga się „stosowania reguł przejrzystości dotyczących instrumentów finansowych przed ich wprowadzeniem do obrotu w odniesieniu do transakcji zawieranych w oparciu o pozagiełdowe instrumenty pochodne (OTC), których właściwości wykazują, iż transakcje te mają charakter ad hoc i nieregularny oraz zawiera się je z kontrahentami hurtowymi, a ponadto stanowią one część powiązań handlowych charakteryzujących się transakcjami przekraczającymi wielkość rynku, zawieranych poza systemami zazwyczaj stosowanymi przez dane przedsiębiorstwo do prowadzenia działalności w charakterze podmiotu prowadzącego regularną działalność giełdową w oparciu o ustalone zasady [podmiotu systematycznie internalizującego transakcje]”.

50. Być może ze względu na wymogi nałożone na podmioty systematycznie internalizujące transakcje (prowadzenie transakcji w sposób zorganizowany, częsty i systematyczny, o czym mowa jest w art. 21 ust. 3 rozporządzenia nr 1287/2006) lub ze względu na jeszcze bardziej restrykcyjne ukształtowanie rynków regulowanych i MTF dyrektywa MiFID I pozostawiła poza swym zakresem inne rodzaje obrotu OTC, które stanowią istotną część obrotu instrumentami finansowymi. Jest to przypadek *broker crossing systems*, *broker-dealer crossing networks* lub *dark pools*, lub platform obrotu elektronicznego¹⁷.

51. Po kryzysie finansowym z 2008 r. i w świetle rozwoju platform obrotu¹⁸ nieobowiązująca jeszcze dyrektywa MiFID II utrzymała tę samą typologię systemów obrotu, uzupełniając ją jednak dodatkową kategorią o nazwie „zorganizowana platforma obrotu” (zwaną dalej „OTF”).

52. Definicja OTF jest bardzo szeroka, ponieważ ów nowy sposób wielostronnego obrotu obejmuje systemy obrotu OTC, które *wymknęły się* uregulowaniu w dyrektywie MiFID I¹⁹. Główną cechą odróżniającą OTF od rynków regulowanych i MTF jest to, że operatorzy OTF mogą wykonywać zlecenia w sposób uznaniowy, uzależniony w jego wypadku od wymogów przejrzystości przedtransakcyjnej i obowiązku zapewnienia możliwie najlepszej realizacji.

15 Dane dostępne pod poniższym adresem internetowym
https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_sys.

16 Zobacz komentarze P. Gombera, A. Pierrona, MiFID: Spirit and Reality of a European Financial Market Directive, *Celent Paper*, November 2010, s. 12.

17 Zobacz szczegółową analizę A. Onofrei, *La négociation des instruments financiers au regard de la directive MIF*, Bruxelles, Larcier, 2012, s. 360–363.

18 Motyw 4 dyrektywy MiFID II uzasadnia to następująco: „Kryzys finansowy ujawnił słabości w funkcjonowaniu i przejrzystości rynków finansowych. Rozwój rynków finansowych uwypuklił potrzebę wzmocnienia ram regulujących rynki instrumentów finansowych, w tym również w przypadku gdy obrót ma miejsce poza rynkiem regulowanym, w celu zwiększenia poziomu przejrzystości, zapewnienia lepszej ochrony inwestorów, podniesienia poziomu zaufania, rozwiązania problemu obszarów nieregulowanych oraz zapewnienia przyznania organom nadzoru odpowiednich uprawnień do wykonywania ich zadań”.

19 Artykuł 4 ust. 1 pkt 23 dyrektywy MiFID II definiuje zorganizowaną platformę obrotu (OTF) jako „system wielostronny niebędący rynkiem regulowanym ani MTF, w ramach którego umożliwia się interakcję wielu deklaracji gotowości zakupu i sprzedaży obligacji, strukturyzowanych produktów finansowych, uprawnień do emisji lub instrumentów pochodnych, składanych przez osoby trzecie w sposób skutkujący zawarciem kontraktu, zgodnie z tytułem II niniejszej dyrektywy [...]”.

53. Opisane powyżej zmiany uwydatniają fakt, że prawodawca Unii pragnie uregulować różne będące w trakcie rozwoju systemy obrotu instrumentami finansowymi, z wyjątkiem jedynie dwustronnego i sporadycznego obrotu tymi instrumentami²⁰. Celem jest bowiem, aby cały zorganizowany obrót instrumentami finansowymi odbywał się poprzez któryś z wielostronnych lub dwustronnych kanałów przewidzianych w dyrektywie MiFID II²¹. W ten sposób wspierana jest bardziej odpowiednia konkurencja pomiędzy różnymi systemami obrotu, bez ryzyka, że podmioty pragnące uniknąć kontroli organów nadzoru wypracują alternatywne mechanizmy.

B. Pojęcie rynku regulowanego i jego stosowanie w ramach platformy obrotu takiej jak system EFS

54. Sąd odsyłający wnosi do Trybunału o wyjaśnienie, czy platforma obrotu taka jak system EFS jest objęta zakresem definicji rynku regulowanego ustanowionej w dyrektywie MiFID I. Zanim przedstawię moje stanowisko w tym względzie, pragnę wyjaśnić trzy kwestie.

55. Po pierwsze, to do sądu krajowego, który ma bezpośrednią i pełną znajomość sposobu funkcjonowania EFS, należy wyjaśnienie, czy platforma ta spełnia wymogi dla zakwalifikowania jej jako rynku regulowanego. Trybunał może oczywiście udzielić temu sądowi wskazówek w celu interpretacji dyrektywy MiFID I poprzez ustalenie na jej podstawie, jakie warunki musi spełniać system obrotu, aby mieścił się w tej kategorii. W celu udzielenia użytecznej odpowiedzi konieczne będzie zwrócenie przez Sąd szczególnej uwagi na warunki będące przedmiotem sporu w niniejszej sprawie²².

56. Po drugie, należy zaznaczyć, że informacje pochodzące od sądu krajowego i informacje dostarczone przez strony wydają się potwierdzać, iż EFS funkcjonuje pod „egidą” zezwolenia administracyjnego udzielonego Euronextowi przez AFM na działanie jako rynek regulowany.

57. Nie oznacza to jednak, że sam segment EFS stanowi rynek regulowany. EFS nie występuje w gronie niderlandzkich rynków regulowanych znajdujących się w bazie danych ESMA²³ ani też nie jest on definiowany konkretnie jako taki, w odróżnieniu od innych analogicznych rynków²⁴.

20 Zobacz w tym kontekście art. 1 ust. 7 dyrektywy MiFID II, który stanowi: „Wszystkie wielostronne systemy obrotu instrumentami finansowymi muszą funkcjonować zgodnie z przepisami tytułu II dotyczącymi MTF lub OTF albo z przepisami tytułu III dotyczącymi rynków regulowanych. Wszelkie firmy inwestycyjne, które w sposób zorganizowany, częsty, systematycznie i w znacznych wielkościach zawierają transakcje na własny rachunek wykonując zlecenia klientów poza rynkiem regulowanym, MTF lub OTF, muszą prowadzić działalność zgodnie z tytułem III rozporządzenia (UE) nr 600/2014. Bez uszczerbku dla art. 23 i 28 rozporządzenia (UE) nr 600/2014, wszystkie transakcje na instrumentach finansowych, o których mowa w akapicie pierwszym i drugim, których to transakcji nie zawiera się w systemach wielostronnych lub w ramach podmiotów systematycznie internalizujących transakcje, muszą być zgodne z odpowiednimi przepisami tytułu III rozporządzenia (UE) nr 600/2014”.

21 Według N. Moloneya, *MiFID II/MiFIR is designed to repatriate trading on to organized trading venues and away from OTC markets* (w: idem, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3rd ed., Oxford, Oxford University Press, 2014, s. 434). Zobacz również N.J. Clause, K.E. Sorensen, *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, s. 285.

22 Trybunał przyjął takie podejście w wyrokach: z dnia 3 grudnia 2015 r., *Banif Plus Bank* (C-312/14, EU:C:2015:794, pkt 51); z dnia 30 maja 2013 r., *Genil 48 i Comercial Hosteleria de Grandes Vinos* (C-604/11, EU:C:2013:344, pkt 43).

23 Zgodnie z art. 47 dyrektywy MiFID I, zatytułowanym „Wykaz rynków regulowanych”: „Każde państwo członkowskie opracowuje wykaz rynków regulowanych, dla których jest rodzimym państwem członkowskim, i przesyła ten wykaz do innych państw członkowskich i Komisji. Przekazywanie podobnych informacji ma miejsce w odniesieniu do każdej zmiany w tym wykazie. Komisja podaje do publicznej wiadomości wykaz wszystkich rynków regulowanych w *Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej* i uaktualnia go przynajmniej raz w roku. Komisja podaje również do publicznej wiadomości i uaktualnia wykaz witryn internetowych za każdym razem, gdy państwa członkowskie przekazują zmiany wprowadzane do takich wykazów”.

24 W ten sposób definiuje się ETFplus market [the open-ended collective investment undertaking (CIUs) segment] włoskiej giełdy papierów wartościowych. Zobacz w tym względzie: <http://www.borsaitaliana.it/fondi/formazione/formazione.htm>. Na owym rynku prowadzony jest obrót instrumentami finansowymi otwartych funduszy inwestycyjnych, ujęty w wykazie rynków regulowanych ESMA we Włoszech oraz wprost ukształtowany i opisany w ten sposób. W bazie danych ESMA figuruje on jako ELECTRONIC OPEN-END FUNDS AND ETC MARKET pod następującym adresem: https://registers.esma.europa.eu/publication/details?core=esma_registers_mifid_rma&docId=mifid731rma.

58. Okoliczność, że system EFS nie jest włączony do tego wykazu rynków regulowanych, nie stoi jednak na przeszkodzie temu, aby miał on taki charakter. W wyroku *Nilas i in.*²⁵ Trybunał orzekł, że sama okoliczność, iż rynek nie znajduje się w wykazie, nie jest wystarczająca do uznania, że nie jest on rynkiem regulowanym²⁶.

59. Euronext mógłby działać równocześnie jako operator rynku regulowanego Euronext Amsterdam, jak też jako platforma obrotu EFS. W wyroku *Nilas i in.* Trybunał stwierdził, że dyrektywa 2004/39 wyraźnie przewiduje sytuacje, w których operator rynku regulowanego prowadzi również inny system obrotu, przez co jednak system ten nie staje się rynkiem regulowanym²⁷. Trybunał stwierdził, że klasyfikacja systemu obrotu papierami wartościowymi jako rynku regulowanego wymaga, żeby miał on zezwolenie rynku regulowanego, a jego funkcjonowanie było zgodne z wymogami tytułu III dyrektywy MiFID I²⁸.

60. Zadaniem sądu odsyłającego jest wyjaśnienie, jako okoliczności faktycznej podlegającej jego swobodnej ocenie, czy system EFS jest naprawdę segmentem rynku regulowanego Euronext Amsterdam, który działa w jego ramach, czy też sam stanowi on odrębną platformę lub system obrotu, mimo że prowadzi go ten sam operator, co Euronext Amsterdam.

61. Trzecia kwestia dotyczy cech skarżących przedsiębiorstw. Fundusze Robeco są przedsiębiorstwami zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), do których ma zastosowanie dyrektywa 2009/65/WE²⁹. Zgodnie z jej art. 1 ust. 2 UCITS oznaczają przedsiębiorstwa:

- a) których jedynym celem jest zbiorowe inwestowanie w zbywalne papiery wartościowe lub w inne płynne aktywa finansowe, określone w art. 50 ust. 1, kapitału pochodzącego od obywateli i które działają na zasadzie dywersyfikacji ryzyka; oraz
- b) których jednostki uczestnictwa są, na żądanie ich posiadaczy, odkupywane lub umarżane bezpośrednio lub pośrednio z aktywów tych przedsiębiorstw.

62. Ściślej rzecz ujmując, fundusze Robeco są publicznymi i otwartymi UCITS, utworzonymi zgodnie z prawem zobowiązań (wspólnymi funduszami zarządzanymi przez spółki zarządzające) w rozumieniu art. 1 ust. 3 dyrektywy 2009/65. Działalność otwartych funduszy inwestycyjnych „polega na publicznym pozyskiwaniu funduszy, ich inwestowaniu i zarządzaniu nimi, podziale ryzyka i zysków z tych inwestycji oraz na oferowaniu wynagrodzenia przez UCITS swym udziałowcom i wspólnikom”³⁰.

63. Fundusze Robeco w ramach korzystania z systemu EFS prowadzonego przez Euronext zajmują się pozyskiwaniem w sposób zorganizowany, częsty i systematyczny pieniędzy inwestorów, i z tego względu EFS zasadniczo posiada status systemu obrotu. Zgodnie z art. 2 pkt 8 rozporządzenia nr 1287/2006 „platforma [system] obrotu” oznacza „rynek regulowany, MTF lub podmiot systematycznie internalizujący transakcje (gdy działa w takim właśnie charakterze) oraz odpowiednio system zlokalizowany poza Wspólnotą spełniający podobne funkcje co rynek regulowany lub MTF”.

25 Wyrok z dnia 22 marca 2012 r. (C-248/11, EU:C:2012:166, pkt 54).

26 Wpis do wykazu opracowanego przez państwo członkowskie, który to wpis nie spełnia definicji przewidzianej w art. 4 ust. 1 pkt 14 dyrektywy MiFID I, jeśli był elementem pojęcia „rynku regulowanego” zgodnie z art. 1 pkt 13 dyrektywy Rady 93/22/EWG z dnia 10 maja 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych (Dz.U. 1993, L 141, s. 27), uchylonej dyrektywą MiFID I z dniem 1 listopada 2007 r.

27 Wyrok z dnia 22 marca 2012 r., *Nilas i in.* (C-248/11, EU:C:2012:166, pkt 44–46).

28 *Ibidem*, pkt 42, 43.

29 Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (Dz.U. 2009, L 302, s. 32).

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

64. Przy uwzględnieniu cech systemu EFS przedstawionych w postanowieniu odsyłającym wydaje się, że jego działalność oraz działalność funduszy Robeco w jego ramach stanowią obrót instrumentami finansowymi realizowany w sposób zorganizowany, częsty i systematyczny.

65. Jeżeli tak, to EFS powinien zasadniczo stanowić jeden z systemów obrotu, których dotyczy dyrektywa MiFID I, a mianowicie rynek regulowany, MTF lub podmiot systematycznie internalizujący transakcje (chyba że chodzi o platformę obrotu OTC, która znalazła się poza tymi trzema kategoriami i którą zgodnie z dyrektywą MiFID II należy zaliczać do nowego rodzaju systemów obrotu, czyli OTF).

66. Mimo że sąd krajowy stara się jedynie ustalić, czy system EFS jest rynkiem regulowanym, uważam za konieczne, aby Trybunał udzielił temu sądowi wyjaśnień w przedmiocie innych rodzajów systemów obrotu przewidzianych w dyrektywie MiFID I, po to, aby ocenił on, czy EFS może bezpośrednio lub pomocniczo odpowiadać któremuś z nich.

67. Analiza ta ma znaczenie, ponieważ gdyby EFS nie był rynkiem regulowanym, sąd odsyłający mógłby ewentualnie zastanawiać się, czy jest on MTF lub podmiotem systematycznie internalizującym transakcje, a także ustalić, czy obowiązki sprawozdawczości przewidziane przez niderlandzkie przepisy (w związku z przepisami dotyczącymi kontroli nadużyć na rynku) mają zastosowanie również do tych trzech rodzajów platform obrotu, z uwagi na co uzasadniają pobieranie spornych opłat przez AFM.

1. Ogólne wymagania względem systemów regulowanych

68. Z definicji zawartej w art. 4 ust. 1 pkt 14 dyrektywy MiFID I wynika, że aby system obrotu instrumentami finansowymi można było uznać za rynek regulowany, spełnione muszą być następujące warunki:

- musi to być wielostronny, a nie dwustronny system obrotu, prowadzony przez operatora rynku działającego jako podmiot trzeci niezależny od kupujących i sprzedających;
- w jego ramach musi dochodzić do kojarzenia lub ułatwiania kojarzenia wielu deklaracji osób trzecich dotyczących gotowości zakupu i sprzedaży instrumentów finansowych;
- transakcje dotyczące instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu na podstawie reguł lub systemów muszą skutkować zawarciem umów;
- system ten musi działać w oparciu o zobiektywizowane reguły oraz
- musi on posiadać zezwolenie administracyjne, które krajowe organy nadzoru finansowego przyznają, jeśli platforma działa w sposób systematyczny zgodnie z przepisami tytułu III dyrektywy MiFID I³¹.

69. W postępowaniu przed sądem odsyłającym bezsporne jest, że system EFS spełnia niektóre z tych warunków:

- system EFS jest prowadzony przez operatora rynku, mianowicie Euronext, i działa jako platforma na podstawie zobiektywizowanych reguł (konkretnie: reguł zebranych w Euronext Fund Service Trading Manual, a następnie w Trading Manual for the NAV Trading Facility);

³¹ Zezwolenie dla rynku regulowanego może zostać wydane, zgodnie z art. 36 ust. 1 akapit pierwszy dyrektywy MiFID I, tylko dla systemu obrotu działającego zgodnie z przepisami tytułu III tej dyrektywy. Trybunał orzekł, że „[p]onieważ umieszczenie w wykazie, o którym mowa w art. 47 tej dyrektywy, następuje po wydaniu owego zezwolenia, w sposób logiczny nie może ono stanowić warunku jego wydania”. (wyrok z dnia 22 marca 2012 r., Nilas i in., C-248/11, EU:C:2012:166, pkt 53).

- transakcje realizowane w ramach systemu EFS pomiędzy inwestorami i funduszami inwestycyjnymi skutkują zawieraniem między nimi umów, przy czym bez różnicy jest, czy dochodzi do niego w ramach systemu czy poza nim;
- wreszcie, system EFS od utworzenia go w 2007 r. działa w sposób systematyczny w ramach rynku regulowanego Euronext Amsterdam, z Euronextem jako operatorem rynku, na podstawie przepisów tytułu III dyrektywy MiFID I. Jakkolwiek okoliczność ta, jak już wspomniano, wymaga sprawdzenia przez sąd krajowy, wydaje się, że informacje zawarte w postanowieniu odsyłającym oraz informacje przedstawione przez większość stron³² potwierdzają, iż system EFS działa na podstawie zezwolenia administracyjnego udzielonego Euronext przez AFM na funkcjonowanie w charakterze rynku regulowanego³³.

70. Spór dotyczy zatem pozostałych wymogów jakie muszą być spełnione, czyli wielostronności systemu i możliwości kojarzenia deklaracji osób trzecich dotyczących gotowości zakupu i sprzedaży dopuszczonych do obrotu instrumentów finansowych. Sąd odsyłający i fundusze Robeco wspominają ponadto o innych elementach pojęcia rynku regulowanego nieprzewidzianych w dyrektywie MiFID I, które również poddam analizie.

2. Warunek wielostronności na rynkach regulowanych

71. W motywie 6 dyrektywy MiFID I podkreślony jest zamiar rozróżnienia przez prawodawcę Unii pomiędzy wielostronnymi i dwustronnymi systemami obrotu instrumentami finansowymi. W motywie 6 stwierdza się, że „z definicji należy wyłączyć systemy dwustronne, jeżeli przedsiębiorstwo inwestycyjne wchodzi w transakcje na własny rachunek, a nie jako wolny od ryzyka kontrahent pośredniczący między kupującym a sprzedającym”.

72. Jakkolwiek dyrektywa MiFID I nie definiuje systemów wielostronnych, celowe wydaje mi się odwołanie do dyrektywy MiFID II, której art. 4 ust. 1 pkt 19 zawiera ich definicję: „system wielostronny oznacza każdy system lub platformę, w ramach których umożliwia się interakcję w systemie wielu deklaracji gotowości zakupu i sprzedaży instrumentów finansowych przez osoby trzecie”.

73. Mając na uwadze obydwa akty, uważam, że system obrotu instrumentami finansowymi jest wielostronny, gdy w jego ramach liczni inwestorzy wchodzi w interakcje w celu zakupu i sprzedaży instrumentów finansowych oraz gdy istnieje wolny od ryzyka kontrahent (operator platformy), który pośredniczy między tymi inwestorami, aby zapewnić lepsze funkcjonowanie systemu.

74. Chociaż również w dyrektywie MiFID I brak jest ustawowej definicji dwustronnych systemów obrotu, w jej motywie 6 stwierdza się, że są to te systemy, „w których przedsiębiorstwo inwestycyjne wchodzi w transakcje na własny rachunek, a nie jako wolny od ryzyka kontrahent pośredniczący między kupującym a sprzedającym”. Artykuł 4 ust. 1 pkt 6 dyrektywy MiFID I uściśla, że „transakcje na własny rachunek” oznaczają „obrotu kapitałem własnym skutkujący zawarciem transakcji dotyczącej

32 AFM stwierdza, że Euronext Amsterdam N.V. przekazał sądowi odsyłającemu pismo zaświadczone, że EFS ma status rynku regulowanego i że wszystkie organy nadzoru państw, w których Euronext prowadzi rynki regulowane (oprócz Niderlandów – Francja, Zjednoczone Królestwo, Belgia i Portugalia), były tego samego zdania.

33 Fundusze Robeco wyjaśniły na rozprawie, że sytuacja ta istnieje zaledwie od 2012 r., kiedy to AFM zaczął zaliczać system EFS do rynków regulowanych i wymagać od niego regulowania spornych opłat.

jednego lub większej liczby instrumentów finansowych”. W konsekwencji cechą dwustronnych systemów obrotu³⁴ jest to, że w ich ramach inwestorzy prowadzą obrót bezpośrednio z przedsiębiorstwem inwestycyjnym, które działa na własny rachunek i ryzykuje swój własny kapitał bez pośrednictwa podmiotu trzeciego.

75. Warunki pozwalające rozpoznać wielostronny charakter platformy obrotu instrumentami finansowymi są następujące: a) uczestnictwo licznych inwestorów w celu kupna i sprzedaży instrumentów finansowych i b) istnienie kontrahenta wolnego od ryzyka (operatora), pośredniczącego pomiędzy różnymi inwestorami w celu zapewnienia właściwego działania platformy.

76. Na tym etapie należy zbadać, z zachowaniem zastrzeżeń, o których mowa w pkt 55–67 powyżej, czy podmiot taki jak EFS spełnia te warunki.

77. W swych uwagach fundusze Robeco argumentują, że system EFS ma charakter dwustronny. Ich zdaniem stanowi on kanał dystrybucji jednostek uczestnictwa w otwartych funduszach inwestycyjnych. Inwestorzy mogą skontaktować się z tymi funduszami bezpośrednio lub za pośrednictwem systemu EFS. W tym drugim przypadku brokerzy lub pośrednicy przyjmują zlecenia kupna i sprzedaży i przekazują je do agentów obsługujących fundusze inwestycyjne, które działają w ramach systemu EFS. Zaletę korzystania z systemu EFS dla inwestorów stanowi fakt, że system ten zapewnia dostęp do dużej liczby funduszy inwestycyjnych i że przekazywanie zleceń jest bardziej wydajne. Zgodnie z twierdzeniami Robeco na rozprawie system EFS jest kanałem wykorzystywanym najczęściej przez niewielkich inwestorów w celu nabycia jednostek uczestnictwa w otwartych funduszach inwestycyjnych, podczas gdy wielcy inwestorzy wykorzystują raczej bezpośredni obrót.

78. EFS jest więc dwustronnym systemem przekazywania zleceń kupna i sprzedaży jednostek uczestnictwa w otwartych funduszach inwestycyjnych, w którym brokerzy nie wchodzą we wzajemne interakcje, a jedynie w stosunki z agentami obsługującymi fundusze. Każdy agent działa na rachunek swego własnego funduszu i nie kojarzy zleceń kupna i sprzedaży jednostek uczestnictwa, a jedynie je kompensuje. W systemie umieszczane są jedynie zlecenia, które skutkują transakcjami na rynku pierwotnym.

79. Nie uważam jednak, że argumenty te wystarczają do podważenia wielostronnego charakteru systemu EFS.

80. Jak podkreślają AFM i Komisja, w systemie EFS występuje operator (Euronext Amsterdam N.V.), który przekazuje złożone przez brokerów zlecenia kupna i sprzedaży agentom obsługującym fundusze. W ramach transakcji pomiędzy jednymi (brokerami) i drugimi (agentami) Euronext jako operator systemu EFS działa jako podmiot trzeci. Prowadzenie przez niego platformy obrotu odbywa się w sposób zbiektywizowany zgodnie z Euronext Fund Service Trading Manual.

81. Brokerzy i agenci obsługujący fundusze mogą niewątpliwie realizować swe transakcje w sposób dwustronny, co nie przeszkadza temu, aby uznać EFS za system dwustronny, w sytuacji gdy podmiot trzeci (Euronext) występuje jako operator rynku, który zapewnia bezpieczeństwo obrotu, jego przejrzystość i większą ochronę inwestorów. Okoliczność ta wyjaśnia, dlaczego niewielcy inwestorzy otwartych funduszy inwestycyjnych są głównymi użytkownikami systemu EFS. Wielcy inwestorzy mają wystarczające umiejętności, aby samemu zapewnić ochronę swych interesów.

34 Komitet Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych (CESR) zaznaczył, że wyrażenie „systemy wielostronne” wyklucza systemy dwustronne i że tymi drugimi są „systemy, w których jednostka uczestniczy we wszystkich transakcjach na własny rachunek, a nie jako kontrahent wolny od ryzyka, który pośredniczy pomiędzy kupującym i sprzedającym. Natomiast system, w którym liczni uczestnicy (przykładowo animatorzy rynku) działają jako strony zleceń wprowadzonych do systemu, należy uważać za system wielostronny (pkt 13 dokumentu CESR Standards for Alternative Trading Systems, CESR/02-086b, lipiec 2002 r., http://www.esma.europa.eu/system/files/1-02_086b.pdf).

82. Interwencja Euronextu pozwala funduszom pozyskiwać inwestorów z większą łatwością, niż gdyby korzystali jedynie z obrotu dwustronnego. Ścisłej rzecz biorąc, Euronext Amsterdam utworzył system EFS w 2007 r.³⁵ w ścisłej współpracy z AFM i z uczestnictwem przedstawicieli niderlandzkich funduszy inwestycyjnych. Euronext stwierdził, że główną zaletą nowego modelu EFS z punktu widzenia inwestorów było funkcjonowanie w ramach „a clearly regulated market”³⁶.

83. Gdyby inwestorzy lub ich brokerzy kupowali jednostki uczestnictwa bezpośrednio od agentów obsługujących otwarte fundusze inwestycyjne poza systemem EFS i sprzedawali im je, byłby to dwustronny system obrotu, mający postać podmiotu systematycznie internalizującego transakcje (jeżeli odbywa się w sposób organizowany, częsty i systematyczny), lub OTC niepodlegający dyrektywie MiFID I (jeżeli odbywa się jedynie sporadycznie). Nie wydaje się, aby było tak w niniejszej sprawie.

84. Wielostronny charakter systemu EFS jest ponadto oczywisty ze względu na okoliczność, iż Euronext występuje w systemie jako operator nie działający na własny rachunek ani też nie ryzykuje własnym kapitałem. Co więcej, Euronext ma zakaz kupna i sprzedaży jednostek uczestnictwa w funduszach lub kojarzenia dotyczących ich deklaracji gotowości, po to, aby utrzymać niezależność i bezstronność umożliwiającą mu przekazywanie AFM informacji na etapie przedtransakcyjnym i potransakcyjnym w odniesieniu do transakcji dokonanych w systemie EFS, zgodnie z przepisami dyrektywy MiFID I.

3. Wymóg skupiania deklaracji wielu osób trzecich, które to deklaracje dotyczą gotowości zakupu i sprzedaży instrumentów finansowych na rynkach regulowanych

85. Kolejnym elementem definicji rynku regulowanego, który następczo trudności sądowi odsyłającemu, jest wymóg skupiania deklaracji wielu osób trzecich dotyczących gotowości zakupu i sprzedaży instrumentów finansowych.

86. Fundusze Robeco podnoszą, że w ramach EFS występują jedynie dwustronne stosunki pomiędzy brokerem i agentem obsługującym fundusz, na których podstawie następuje kupno lub sprzedaż jednostek uczestnictwa. Nie dochodzi więc do interakcji pomiędzy samymi agentami obsługującymi fundusze i samymi brokerami.

87. Także ten argument jest nieprzekonujący. Jak zauważa rząd Zjednoczonego Królestwa, w systemie EFS agenci obsługujący różne fundusze spotykają się z licznymi brokerami reprezentującymi inwestorów. Brokerzy mogą wybrać, które transakcje realizują z agentami tych lub innych funduszy, a rzeczeni agenci mogą z kolei zawierać transakcje z brokerami wielu inwestorów. W konsekwencji dochodzi do skupiania lub interakcji deklaracji wielu osób trzecich dotyczących gotowości zakupu i sprzedaży instrumentów finansowych, co stanowi cechę właściwą rynku regulowanego lub jakiegokolwiek wielostronnej platformy obrotu instrumentami finansowymi.

88. System EFS nie jest tylko *kanałem informatycznym* przekazywania danych. Jest on systemem, w którym odbywa się obrót instrumentami finansowymi (jednostkami uczestnictwa w otwartych funduszach) i którego działalność przebiega zgodnie z regułami określonymi przez operatora systemu, mianowicie Euronext, w podręczniku obrotu³⁷.

³⁵ Euronext planuje rozszerzyć swój system na Francję poprzez rozwijanie wielostronnej platformy dla otwartych funduszy inwestycyjnych, które funkcjonowały na paryskim rynku giełdowym, również pod nazwą Euronext Fund Services, którą prowadzić będzie Euronext Paris. Zobacz informacje w: Euronext, *Expansion of Euronext Fund Services to include open-end funds on Euronext Paris*, Info-Flash, 24 lipca 2015 r.

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

³⁷ Mianowicie we wspomnianym wyżej *Euronext Investment Fund Services Trading Manual*, zastąpionym następnie przez *Trading Manual for the NAV Trading Facility*.

89. Takie interakcje nie są dozwolone w dwustronnych systemach obrotu (takich jak podmiot systematycznie internalizujący transakcje). Z tego względu motyw 17 dyrektywy MiFID II, który – mimo że owa dyrektywa jeszcze nie obowiązuje – można wykorzystać jako element wykładni, przewiduje że „[c]hociaż systemy obrotu to platformy, w których dochodzi do interakcji między zleceniami [deklaracjami gotowości] kupna i sprzedaży wielu osób trzecich, to podmiotowi systematycznie internalizującemu transakcje nie należy jednak zezwalać na zestawianie zleceń [deklaracji gotowości] kupna i sprzedaży osób trzecich pod względem funkcjonalnym w taki sam sposób, jak w systemie obrotu”.

90. Należy mieć na uwadze, że otwarty fundusz inwestycyjny jest UCITS, którego funkcja, jak już wskazano, polega na publicznym pozyskiwaniu funduszy w celu ich wspólnego inwestowania i zarządzania nimi, co umożliwia podział ryzyka i zysków z tych inwestycji między udziałowców funduszu, którzy w ten sposób mogą uzyskać dochód ze swych inwestycji przy mniejszym narażeniu na ryzyko.

91. Dla otwartego funduszu inwestycyjnego kluczowe znaczenie ma pozyskiwanie kapitału udziałowców. To do tego celu dążyły niderlandzkie fundusze poprzez utworzenie systemu zorganizowanego obrotu takiego jak EFS. Chodzi w nim o wspomaganie skupiania deklaracji funduszy w zakresie gotowości zakupu i sprzedaży, reprezentowanych przez ich agentów oraz inwestorów zainteresowanych nabyciem lub sprzedażą jednostek uczestnictwa w tychże funduszach i którzy działają w ramach EFS reprezentowani przez swych brokerów. W przeciwieństwie do systemów obrotu OTC i podmiotów systematycznie internalizujących transakcje, system EFS zapewnia niewątpliwą zaletę, polegającą na wspomaganie skupiania deklaracji gotowości zakupu i sprzedaży w odniesieniu do jednostek udziału w otwartych funduszach inwestycyjnych.

92. Ponadto, jakkolwiek fundusze Robeco nadal sprzedają swe jednostki uczestnictwa w trybie dwustronnego obrotu, zgodnie z oświadczeniem złożonym przez ich obrońcę na rozprawie, nie jestem w stanie pojąć, w jaki sposób można byłoby zakwalifikować system obrotu, w którym występuje Euronext, również jako dwustronny. Działanie podmiotu trzeciego jako niezależnego operatora, w przeciwieństwie do obrotu dwustronnego, w oczywisty sposób świadczy według mnie o tym, że EFS jest systemem wielostronnym, którego celem jest wspomaganie interakcji deklaracji wielu osób trzecich, które to deklaracje dotyczą gotowości zakupu i sprzedaży w celu obrotu jednostkami uczestnictwa w otwartych funduszach inwestycyjnych.

4. Inne możliwe elementy pojęcia rynku regulowanego

93. Sąd odsyłający i fundusze Robeco przedstawili inne elementy, które ich zdaniem cechują rynki regulowane. Konkretnie rzecz ujmując: a) mechanizm kształtowania cen stosowany w systemie obrotu; b) pierwotny charakter systemu; c) istnienie lub brak istnienia ryzyka nadużyć na rynku. Uważają oni, że stosowanie tych elementów do systemu EFS potwierdza, że chodzi o system dwustronny, a nie o wielostronną platformę obrotu instrumentami finansowymi.

94. Pragnę od razu zaznaczyć, że żaden z tych elementów nie jest obecny w definicji rynku regulowanego zawartej w art. 4 ust. 1 pkt 14 dyrektywy MiFID I, i nie wydaje mi się, aby można było je dorozumiewać, z uwagi na co nie należy brać ich pod uwagę przy ustalaniu, czy platforma taka jak EFS jest rynkiem regulowanym.

95. Jeżeli chodzi o pierwszy czynnik, sąd odsyłający wyjaśnia, że w ramach systemu EFS realizowane są transakcje na podstawie ustalania przyszłych cen, czyli na podstawie wartości aktywów wycieczonej w oparciu o wysokość kursu po cut-off time³⁸. Według funduszy Robeco taki sposób ustalania ceny transakcji w ramach systemu EFS nie rządzi się prawem podaży i popytu na instrumenty finansowe będące przedmiotem obrotu na platformie, które to prawo powinno zawsze obowiązywać na rynku regulowanym.

96. Dyrektywa MiFID I nie przyjęła jednak żadnego z wielu sposobów kształtowania cen jako czynnika różnicującego rynki regulowane. Czynnik ten nie ma w konsekwencji znaczenia dla ustalenia, czy zgodnie z tą dyrektywą system EFS jest rynkiem regulowanym.

97. Potwierdzają to art. 29 ust. 2 i art. 44 ust. 2 dyrektywy MiFID I, rozwinięte przez art. 18 rozporządzenia nr 1287/2006, który przewiduje możliwość wprowadzenia wyjątków od obowiązku przejrzystości przedtransakcyjnej w wypadku MTF i rynków regulowanych, w których ceny ustalane są za pomocą mechanizmów innych niż podaż i popyt na instrumenty finansowe będące przedmiotem obrotu na platformie. Jeśli dopuszcza się taki wyjątek, to – logicznie – ze względu na to, że mogą istnieć rynki regulowane o mechanizmach kształtowania cen o różnym charakterze.

98. Ponadto, zgodnie z informacjami przekazanymi przez AFM na rozprawie, w ramach kształtowania cen w systemie EFS podaż i popyt na jednostki uczestnictwa odgrywają pewną rolę. Gdy popyt i podaż na jednostki uczestnictwa funduszu spotykają się, agent kompensuje je, lecz gdy popyt przewyższa podaż, inwestorzy płacą dodatkowy procent od jednostek uczestnictwa, zaś w przeciwnym wypadku otrzymują obniżkę. Wzrost podaży lub popytu na jednostki uczestnictwa otwartego funduszu inwestycyjnego zależy od wyników jego inwestycji na rynkach instrumentów finansowych.

99. Drugi czynnik podnoszony przez sąd odsyłający i fundusze Robeco dotyczy pierwotnego charakteru rynku, na którym emitowane są i subskrybowane jednostki uczestnictwa w otwartych funduszach inwestycyjnych, lecz na którym nie odbywa się wtórny obrót tymi instrumentami finansowymi.

100. Niemniej jednak definicja rynku regulowanego znajdująca się w dyrektywie MiFID I nie zawiera żadnego odniesienia do tego czynnika (podobnie jak i definicja MTF). Ponadto, jak twierdzi Komisja, na rynku regulowanym możliwe jest zarówno początkowe (pierwotne) plasowanie instrumentów finansowych, jak też późniejszy nimi obrót³⁹. Z tego względu okoliczność, że emisja i subskrypcja jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych nie są przedmiotem późniejszego obrotu, nie stanowi przeszkody, aby EFS był rynkiem regulowanym.

101. Ponadto, jak zaznacza rząd Zjednoczonego Królestwa, rozporządzenie (UE) nr 1031/2010⁴⁰ zajmuje się aukcjami uprawnień do emisji gazów cieplarnianych, które stanowią obrót pierwotny instrumentem finansowym. Zgodnie z art. 35 ust. 1 „[a]ukcje są przeprowadzane wyłącznie na platformie aukcyjnej zatwierdzonej jako rynek regulowany na podstawie ust. 5 przez właściwe organy krajowe, o których mowa w ust. 4 akapit drugi”. Przepis ten potwierdza więc wprost, że na rynku regulowanym zgodnie z warunkami dyrektywy MiFID I realizowane są transakcje właściwe dla rynków pierwotnych.

38 Zobacz bardziej szczegółowe wytłumaczenie mechanizmu w pkt 31 niniejszej opinii.

39 Według N. Moloneya pojęcie rynku regulowanego „is therefore »opting in« in design and captures the distinct primary market capital-rising and secondary market trading functionalities” (N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3rd ed., Oxford, Oxford University Press, 2014, s. 463).

40 Rozporządzenie Komisji z dnia 12 listopada 2010 r. w sprawie harmonogramu, kwestii administracyjnych oraz pozostałych aspektów sprzedaży na aukcji uprawnień do emisji gazów cieplarnianych na mocy dyrektywy 2003/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady ustanawiającej system handlu przydziałami emisji gazów cieplarnianych we Wspólnocie (Dz.U. 2010, L 302, s. 1).

102. Wreszcie, fundusze Robeco, a w ślad za nimi sąd odsyłający podnoszą, że w systemie EFS niemalże nie występuje ryzyko nadużyć na rynku i że w konsekwencji uznanie go za rynek regulowany (i w konsekwencji obowiązek przekazywania informacji o działalności operatorów funduszy inwestycyjnych) nie wniosłoby niczego do ochrony inwestorów.

103. Uważam jednak, że również tego argumentu nie można uwzględnić. Po pierwsze, wśród elementów definicji rynku regulowanego w dyrektywie MiFID I brak jest większej lub mniejszej możliwości wystąpienia manipulacji na rynku. Po drugie, AFM zaprzeczył (w moim odczuciu zasadnie) tezie Robeco potwierdzającej ewentualność nadużyć na rynku lub przepływu informacji poufnych w systemach takich jak EFS.

104. Ściśle rzecz biorąc, AFM przedstawił przykłady, w których te bezprawne zachowania wystąpiły w ramach obrotu jednostkami uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych. W wypadkach takich jak opuszczenie przez znaczącego operatora funduszu inwestycyjnego informacje poufne mogą istnieć i powodować na rynku nadużycia wpływające na wartość jednostek uczestnictwa⁴¹, która to okoliczność może wystąpić również w wypadku decyzji takich jak przekształcenie otwartego funduszu inwestycyjnego w zamknięty UCITS.

105. Artykuł 9 dyrektywy 2003/6, mający zastosowanie *ratione temporis* w sporze w postępowaniu głównym, przewidywał jedynie obowiązek przekazywania informacji dotyczących operatorów spółek z instrumentami finansowymi dopuszczonymi do obrotu na rynku regulowanym, ponieważ był to jedyny istniejący w momencie przyjęcia owej dyrektywy rodzaj zorganizowanego systemu obrotu. Następnie, jak już wyjaśniono, dyrektywa MiFID I utworzyła MTF, a dyrektywa MiFID II przewidziała ustanowienie OTF jako nowych wielostronnych systemów zorganizowanego obrotu. Wykładnia systemowa tych przepisów pozwala stwierdzić, że obowiązki przekazywania organom nadzoru informacji w celu uniemożliwienia bezprawnego zachowania polegającego na nadużywaniu informacji poufnych (art. 6 dyrektywy 2003/6) powinny mieć zastosowanie również do podmiotów kierujących nowymi zorganizowanymi systemami obrotu instrumentami finansowymi przewidzianymi w przepisach prawa Unii dotyczących okresu po 2003 r. Interpretację tę w pełni potwierdza nowe rozporządzenie (UE) nr 596/2014⁴².

106. Proponowana przeze mnie interpretacja, zgodnie z którą system obrotu taki jak EFS należy uważać za rynek regulowany w rozumieniu dyrektywy MiFID I, jest zgodna z celem realizowanym przez ten akt normatywny.

41 Opuszczenie przez operatora funduszy Pimco we wrześniu 2014 spowodowało wycofanie 3,7 mld EUR (<https://www.ft.com/content/56aa4284-4fc1-11e4-a0a4-00144feab7de>). Istotny wpływ miało również przejście pod koniec 2014 r. operatora Ignis Asset Management do Old Mutual Global Investors i opuszczenie przez operatora funduszy Bestinver Asset Management (<http://www.expansion.com/2014/09/23/mercados/fondos/1411459605.html>).

42 Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz.U. 2014, L 173, s. 1). Motyw 8 tego rozporządzenia ma następujące brzmienie: „Zakres dyrektywy 2003/6/WE koncentruje się na instrumentach finansowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym lub instrumentach finansowych będących przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym. W ostatnich latach jednak w coraz większym stopniu prowadzi się obrót instrumentami finansowymi na wielostronnych platformach obrotu (MTF). Istnieją również instrumenty finansowe będące przedmiotem obrotu jedynie na innych rodzajach zorganizowanych platform obrotu (OTF) oraz jedynie poza rynkiem regulowanym (OTC). Zakres niniejszego rozporządzenia powinien zatem obejmować wszelkie instrumenty finansowe będące w obrocie na rynku regulowanym, MTF lub OTF oraz wszelkie inne zachowania lub działania, które mogą mieć wpływ na taki instrument finansowy, niezależnie od tego, czy mają one miejsce w systemie obrotu [...]. Powinno to poprawić ochronę inwestorów, zabezpieczyć integralność rynków oraz zapewnić, by nadużycia na rynku związane z tymi instrumentami były bezwzględnie zakazane”.

107. Celem zbioru przepisów MiFID I, przejętym następnie przez MiFID II, było bowiem poddanie regulacji i kontroli różnych stopniowo pojawiających się systemów obrotu, przy pozostawieniu poza ich zakresem jedynie dwustronnego i sporadycznego obrotu instrumentami finansowymi⁴³. Każda forma zorganizowanego obrotu musi zatem mieścić się w jednym z wielostronnych lub dwustronnych systemów przewidzianych przez przepisy MiFID I, a po dniu 3 stycznia 2013 r. – przez MiFID II⁴⁴. W ten sposób wspierana jest bardziej odpowiednia konkurencja pomiędzy różnymi systemami obrotu, bez ryzyka, że operatorzy pragnący uniknąć kontroli organów nadzoru wypracują mechanizmy obrotu OTC. Gdyby pojęcie rynku regulowanego w dyrektywie MiFID I interpretować w taki sposób, że wykluczone są z niego platformy obrotu takie jak system EFS, w których dochodzi do interakcji pomiędzy inwestorami i otwartymi funduszami inwestycyjnymi, doszłoby do zniekształcenia celów realizowanych przez prawodawcę Unii w tym sektorze.

IV. Wnioski

108. W świetle powyższego proponuję Trybunałowi, aby na pytanie prejudycjalne zadane przez College van beroep voor het bedrijfsleven (administracyjny sąd apelacyjny do spraw gospodarczych, Niderlandy) odpowiedział następująco:

Zorganizowany system obrotu instrumentami finansowymi, mający charakter wielostronny i w którego ramach dochodzi do interakcji pomiędzy dotyczącymi gotowości zakupu i sprzedaży deklaracjami inwestorów składanymi za pośrednictwem brokerów oraz deklaracjami otwartych funduszy inwestycyjnych reprezentowanych przez swych agentów, działający pod kontrolą niezależnego operatora, należy kwalifikować jako rynek regulowany w rozumieniu art. 4 ust. 1 pkt 14 dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniającej dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylającej dyrektywę Rady 93/22/EWG.

43 W tym kontekście art. 1 ust. 7 dyrektywy MiFID II stanowi: „Wszystkie wielostronne systemy obrotu instrumentami finansowymi muszą funkcjonować zgodnie z przepisami tytułu II dotyczącymi MTF lub OTF albo z przepisami tytułu III dotyczącymi rynków regulowanych. Wszelkie firmy inwestycyjne, które w sposób zorganizowany, częsty, systematycznie i w znacznych wielkościach zawierają transakcje na własny rachunek wykonując zlecenia klientów poza rynkiem regulowanym, MTF lub OTF, muszą prowadzić działalność zgodnie z tytułem III rozporządzenia (UE) nr 600/2014. Bez uszczerbku dla art. 23 i 28 rozporządzenia (UE) nr 600/2014, wszystkie transakcje na instrumentach finansowych, o których mowa w akapicie pierwszym i drugim, których to transakcji nie zawiera się w systemach wielostronnych lub w ramach podmiotów systematycznie internalizujących transakcje, muszą być zgodne z odpowiednimi przepisami tytułu III rozporządzenia (UE) nr 600/2014”.

44 N.J. Clause, K.E. Sorensen, *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, s. 285.