



## Zbiór Orzeczeń

WYROK TRYBUNAŁU (czwarta izba)

z dnia 16 listopada 2017 r.\*

Odesłanie prejudycjalne – Dyrektywa 2004/39/WE – Rynki instrumentów finansowych – Artykuł 4 ust. 1 pkt 14 – Pojęcie „ryнку regulowanego” – Zakres stosowania – System, do którego należą brokerzy reprezentujący inwestorów oraz agenci otwartych funduszy inwestycyjnych mających obowiązek wykonać zlecenia związane z funduszami owych inwestorów

W sprawie C-658/15

mającej za przedmiot wnioszek o wydanie, na podstawie art. 267 TFUE, orzeczenia w trybie prejudycjalnym, złożony przez College van Beroep voor het Bedrijfsleven (sąd apelacyjny ds. postępowania administracyjnego w sprawach gospodarczych, Niderlandy) postanowieniem z dnia 2 grudnia 2015 r., które wpłynęło do Trybunału w dniu 7 grudnia 2015 r., w postępowaniu:

**Robeco Hollands Bezit i in.**

przeciwko

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

TRYBUNAŁ (czwarta izba),

w składzie: T. von Danwitz, prezes izby, C. Vajda (sprawozdawca), E. Juhász, K. Jürimäe i C. Lycourgos, sędziowie,

rzecznik generalny: M. Campos Sánchez-Bordona,

sekretarz: M. Ferreira, główny administrator,

uwzględniając procedurę pisemną i po przeprowadzeniu rozprawy w dniu 1 lutego 2017 r.,

rozważywszy uwagi przedstawione:

- w imieniu Robeco Hollands Bezit NV i in. przez E. Pijnackera Hordijka oraz A.M. ter Haar, advocaten,
- w imieniu Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM) przez M.J. Blotwijk, advocaat i M. van Kwawegen, działającej w charakterze pełnomocnika,
- w imieniu rządu Zjednoczonego Królestwa przez D. Robertsona, B. Kennelly’ego oraz S. Simmons, działających w charakterze pełnomocników,

\* Język postępowania: niderlandzki.

– w imieniu Komisji Europejskiej przez I.V. Rogalskiego oraz F. Wilmana, działających w charakterze pełnomocników,

po zapoznaniu się z opinią rzecznika generalnego na posiedzeniu w dniu 26 kwietnia 2017 r.,

wydaje następujący

### Wyrok

- 1 Wniosek o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym dotyczy wykładni 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 dyrektywy Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylającej dyrektywę Rady 93/22/EWG (Dz.U. L 145, s. 1).
- 2 Wniosek ten został złożony w ramach sporu pomiędzy Robeco Hollands Bezit NV i dziesięcioma innymi spółkami a Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM) (organem nadzoru rynków finansowych, Niderlandy) w przedmiocie nałożenia na owe spółki opłat tytułem kosztów poniesionych przez AFM w ramach jego zadania nadzoru.

### Ramy prawne

#### *Prawo Unii*

#### *Dyrektywa 2004/39*

- 3 W motywach 2, 5 i 6 dyrektywy 2004/39 wskazano:
  - „(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 ustanowienie kompleksowego reżimu regulacyjnego rządzącego realizacją transakcji na instrumentach finansowych, bez względu na metody handlowe stosowane do zawierania tych transakcji, tak aby zapewnić wysoką jakość realizacji transakcji inwestorskich i podtrzymać integralność oraz ogólną efektywność systemu finansowego. Należy przewidzieć spójne i dostosowane do ryzyka ramy regulujące główne rozwiązania dotyczące realizacji zlecenia, obowiązujące obecnie na europejskim rynku finansowym [...].
  - (6) Należy wprowadzić i dostosować definicje »rynku regulowanego« i »MTF [(Multilateral Trading Facility)]«, 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« należy interpretować w szerokim zakresie, obejmującym zamówienia, notowania, jak i wskazania transakcji. 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) [...]”.

4 Artykuł 4 ust. 1 pkt 6, 7, 14, 15 i 17 tej dyrektywy stanowi:

„W rozumieniu niniejszej dyrektywy:

[...]

6) »transakcje na własny rachunek« oznaczają obrót kapitałem własnym skutkujący zawarciem transakcji dotyczącej jednego lub większej liczby instrumentów finansowych;

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;

[...]

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”.

[...]

17) »instrumenty finansowe« oznacza[ją] instrumenty określone w sekcji C załącznika I.

[...]”.

5 W owej sekcji C wskazano w pkt 3 „jednostki uczestnictwa w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania”.

### ***Prawo niderlandzkie***

- 6 Zgodnie z art. 1:40 ust. 1 Wet op het financieel toezicht (ustawy o nadzorze finansowym, zwanej dalej 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.
- 7 Zgodnie z art. 5, 6 i art. 8 ust. 1 lit. i) pkt 4 Besluit bekostiging financieel toezicht (rozporządzenia o finansowaniu nadzoru rynków finansowych) AFM może nakładać opłaty na emitentów wskazanych w art. 5:60 ust. 1 lit. a) Wft.
- 8 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) albo zamierza je wyemitować, podmiot, w oparciu o ofertę którego zawarto umowę dotyczącą niebędących papierami wartościowymi instrumentów finansowych w rozumieniu tego przepisu, oraz podmiot, 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 transakcji na instrumentach finansowych, których wartość jest ustalana w oparciu o wartość tychże jednostek uczestnictwa.
- 9 Zgodnie z art. 5:56 ust. 1 lit. a) Wft każdemu podmiotowi, który należy do kategorii osób wymienionych w ust. 2 tego artykułu, zabrania się wykorzystywania wiedzy uzyskanej wskutek zawarcia lub przeprowadzenia w Niderlandach, z Niderlandów albo z innego państwa niebędącego członkiem Unii Europejskiej transakcji na instrumentach finansowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym w oparciu o uzyskane zezwolenie w rozumieniu art. 5:26 ust. 1 względnie w ramach wielostronnej platformy sprzedaży w oparciu o uzyskane przez przedsiębiorstwo inwestycyjne zezwolenie w rozumieniu art. 2:96 owej ustawy, względnie w oparciu o zezwolenie, o którego wydanie wystąpiono.
- 10 Artykuł 1:1 Wft ma następujące brzmienie:

„rynek regulowany oznacza wielostronny system, który – w ramach owego systemu i zgodnie ze zobiektywizowanymi regułami – kojarzy lub ułatwia kojarzenie wielu ofert osób trzecich dotyczących kupna i 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”.

### **Postępowanie główne i pytanie prejudycjalne**

- 11 Skarżący w postępowaniu głównym są otwartymi funduszami inwestycyjnymi. Dla celów obrotu udziałami w swych funduszach korzystali oni z systemu „Euronext Fund Services” (zwanego dalej „systemem EFS”), będącego segmentem Euronext Amsterdam NV (zwanego dalej „Euronext”), który posiada zezwolenie na prowadzenie rynku regulowanego względnie zarządzanie rynkiem regulowanym na podstawie art. 5:26 ust. 1 Wft.
- 12 Z postanowienia odsyłającego wynika, że EFS stanowi szczególny system realizowania obrotu, w ramach którego przedmiotem obrotu są wyłącznie otwarte fundusze inwestycyjne. Do owego systemu należą agenci obsługujący fundusze i brokerzy. Zbierają oni zlecenia kupna i sprzedaży inwestorów i przekazują je agentowi obsługującemu odnośny fundusz. Transakcje są realizowane na

podstawie określenia przyszłych cen, w ten sposób, że gdy broker złoży zlecenie u agenta obsługującego fundusz do godziny 16.00, agent ów wykonuje je następnego dnia o godzinie 10.00 na podstawie wartości aktywów funduszu netto skorygowanej celem uwzględnienia kosztów transakcji.

- 13 Na mocy szeregu decyzji potwierdzonych decyzją z dnia 13 grudnia 2012 r. AFM nałożył na skarżących w postępowaniu głównym opłaty za lata 2009–2012 na podstawie art. 1:40 Wft. Organ ten stwierdził, że owe opłaty były należne, ponieważ system EFS jest „rynkem regulowanym” w rozumieniu art. 4 ust. 1 pkt 14 dyrektywy 2004/39, która została transponowana do prawa niderlandzkiego na mocy art. 1:1 Wft, co oznacza, że art. 5:60 Wft ma zastosowanie do członków zarządu i rady nadzorczej skarżących.
- 14 Rechtbank Rotterdam (sąd w Rotterdamie, Niderlandy) oddalił skargę na ową decyzję potwierdzającą, w związku z czym skarżący w postępowaniu głównym odwołali się do sądu odsyłającego, który rozważa, czy system EFS jest objęty definicją „rynku regulowanego” zawartą we wskazanym przepisie dyrektywy 2004/39.
- 15 Wedle sądu odsyłającego wiele czynników wskazuje na to, że system EFS nie jest wielostronny i w konsekwencji nie stanowi rynku regulowanego w rozumieniu tego przepisu.
- 16 Po pierwsze, sąd odsyłający uważa, że system EFS przypomina raczej system dwustronny, w ramach którego, jak wynika w szczególności z motywu 6 dyrektywy 2004/39, transakcje są realizowane wyłącznie pomiędzy przedsiębiorstwem inwestycyjnym i inwestorem. W tym względzie sąd ów wskazał, że w ramach systemu EFS agent obsługujący fundusze i broker reprezentują, odpowiednio, przedsiębiorstwo inwestycyjne i inwestora i że pierwsze z nich zawsze wykonuje zlecenia drugiego z nich.
- 17 Po drugie, sąd odsyłający stwierdza, że brak jest obowiązku zgłaszania transakcji zawieranych w ramach systemu EFS. Według niego, w zakresie, w jakim wskazany motyw 6 wskazuje reguły rynku regulowanego dotyczące w szczególności zgłaszania transakcji, można wnioskować, że systemu, w ramach którego realizowane są jedynie transakcje niepodlegające obowiązkowi sprawozdawczemu, nie można uznać za „rynek regulowany”.
- 18 W tym kontekście sąd odsyłający jest zdania, że z rozporządzenia Komisji (WE) nr 1287/2006 z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzającego środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39 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) wynika, że transakcje realizowane na rynku pierwotnym nie podlegają obowiązkowi sprawozdawczemu, w związku z czym system tego rodzaju, jak system EFS, w ramach którego realizowane są wyłącznie transakcje na rynku pierwotnym, nie może zostać uznany za „rynek regulowany”.
- 19 Po trzecie, sąd odsyłający przypomina, że cena jednostek uczestnictwa w systemie EFS ustalana jest w oparciu o wartość aktywów netto, podczas gdy wedle skarżących w postępowaniu głównym cena instrumentów finansowych będących przedmiotem obrotu na rynkach regulowanych wynika z działania podaży i popytu.
- 20 Po czwarte, sąd odsyłający uważa, że w zakresie, w jakim ryzyko manipulacji rynku lub obrotu na podstawie informacji poufnych jest w ramach systemu EFS bardzo małe, interpretacja, wedle której nie stanowi on rynku regulowanego, nie jest sprzeczna z celami dyrektywy 2004/39.
- 21 Jednakże sąd odsyłający nie wyklucza tezy przeciwnej, wedle której system EFS stanowi rynek regulowany w rozumieniu art. 4 ust. 1 pkt 14 dyrektywy 2004/39. Wskazał on, że ów system jest prowadzony w sposób samodzielny przez Euronext, który uzyskał zezwolenie na tę działalność. Sąd ów uważa, że system EFS może zostać zakwalifikowany jako system wielostronny, ponieważ należą do

nego liczni brokerzy i agenci obsługujący fundusze, w jego ramach ma miejsce obrót jednostkami uczestnictwa wielu przedsiębiorstw inwestycyjnych, a zleceń udzielają liczni klienci. Wedle sądu odsyłającego użyte we wskazanym przepisie pojęcie „osoby trzeciej”, interpretowane zgodnie z jego powszechnym rozumieniem, obejmuje każdy podmiot korzystający z systemu. Ponadto interesy kupujących i sprzedających są kojarzone w systemie EFS, co prowadzi do zawarcia umów i jego funkcjonowanie jest poddane zobiektywizowanym regułom zawartym w dwóch dokumentach zatytułowanych „EFS Trading Manual” (wytyczne obrotu systemu EFS) i „TCS-web user Guide to the EFS” (instrukcja używania TCS-web systemu EFS).

- 22 Sąd odsyłający uważa również, że z motywu 6 i art. 4 ust. 1 pkt 14 dyrektywy 2004/39 nie można bezpośrednio wywieść wniosku, że brak wymogu zgłaszania oraz kształtowania cen na podstawie podaży i popytu wyklucza kwalifikację systemu EFS jako „rynku regulowanego”.
- 23 W tych okolicznościach College van Beroep voor het Bedrijfsleven (sąd apelacyjny ds. postępowania administracyjnego w sprawach gospodarczych, Niderlandy) postanowił zawiesić postępowanie i zwrócić się do Trybunału z następującym pytaniem prejudycjalnym:

„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 wywiązywanie 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 2004/39], a jeśli tak, to jakie jego cechy są decydujące dla takiej kwalifikacji?”.

#### **W przedmiocie pytania prejudycjalnego**

- 24 Poprzez swe pytanie sąd odsyłający zmierza zasadniczo do ustalenia, czy art. 4 ust. 1 pkt 14 dyrektywy 2004/39 należy interpretować w ten sposób, że pojęcie „rynku regulowanego” w rozumieniu tego przepisu obejmuje system obrotu, w ramach którego wielu agentów obsługujących fundusze i brokerów reprezentuje, odpowiednio, otwarte fundusze inwestycyjne i inwestorów, i którego jedynym celem jest wspieranie tych funduszy inwestycyjnych w wywiązywaniu się z ich zobowiązań do wykonania zleceń udzielonych im przez inwestorów w zakresie kupna i sprzedaży jednostek uczestnictwa.
- 25 Jakkolwiek jedynie sąd odsyłający może wypowiedzieć się na podstawie konkretnych okoliczności sprawy w postępowaniu głównym w przedmiocie kwalifikacji systemu EFS, to Trybunał wciąż pozostaje właściwy do wyłonienia z przepisów dyrektywy 2004/39, w tym wypadku z art. 4 ust. 1 pkt 14, kryteriów, które sąd ten może lub musi zastosować w tym celu (zob. podobnie wyrok z dnia 3 grudnia 2015 r., Banif Plus Bank, C-312/14, EU:C:2015:794, pkt 51 i przytoczone tam orzecznictwo).
- 26 Artykuł 4 ust. 1 pkt 14 dyrektywy 2004/39 definiuje rynek regulowany jako wielostronny system realizowany lub zarządzany przez operatora rynku, który kojarzy lub ułatwia kojarzenie wielu deklaracji gotowości zakupu lub sprzedaży osób trzecich – w ramach tego systemu i zgodnie ze zobiektywizowanymi regułami – w sposób skutkujący zawarciem umowy dotyczącej instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu na podstawie obowiązujących na nim reguł lub systemów i który uzyskał zezwolenie i funkcjonuje w sposób systematyczny zgodnie z przepisami tytułu III tej dyrektywy.
- 27 W tym względzie z postanowienia odsyłającego wynika, że pewne cechy rynku regulowanego sprecyzowane w tej definicji są rzeczywiście obecne w systemie EFS. Tak więc wedle sądu odsyłającego system ów jest prowadzony przez Euronext i podlega zobiektywizowanym regułom, a mianowicie regułom zawartym w dwóch dokumentach wydanych przez Euronext, zatytułowanych „EFS Trading

Manual” i „TCS-web user Guide to the EFS”. Zlecenia składane w ramach systemu EFS przez brokerów agentom obsługującym fundusze inwestycyjne prowadzą do zawarcia umów w przedmiocie jednostek uczestnictwa w tych funduszach. Ponadto Euronext uzyskał zezwolenie na prowadzenie systemu EFS i brak jest podstaw do przyjęcia, że system ów nie jest zgodny z przepisami tytułu III dyrektywy 2004/39, co podlega weryfikacji przez sąd odsyłający.

- 28 Należy również stwierdzić, że owe jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych stanowią „instrumenty finansowe” w rozumieniu art. 4 ust. 1 pkt 17 dyrektywy 2004/39 w związku z załącznikiem I do owej dyrektywy, sekcja C pkt 3.
- 29 Celem udzielenia odpowiedzi na pytanie sądu odsyłającego pozostaje więc zbadać, czy tego rodzaju system obrotu należy uznać za system wielostronny, który kojarzy lub ułatwia kojarzenie wielu deklaracji gotowości zakupu lub sprzedaży osób trzecich w rozumieniu art. 4 ust. 1 pkt 14 dyrektywy 2004/39.
- 30 Jakkolwiek pojęcie systemu wielostronnego jako takie nie zostało zdefiniowane w tej dyrektywie, to w motywie 6 owej dyrektywy wskazano, że z definicji „rynku regulowanego” i „wielostronnych platform obrotu (MTF)”, które stanowią dwa rodzaje systemu wielostronnego wskazane w tej dyrektywie, należy wyłączyć systemy dwustronne, w ramach których przedsiębiorstwo inwestycyjne wchodzi w transakcje na własny rachunek, a nie jako wolny od ryzyka kontrahent pośredniczący między kupującym a sprzedającym. Zgodnie z art. 4 ust. 1 pkt 6 dyrektywy 2004/39 dokonywanie transakcji na własny rachunek oznacza obrót kapitałem własnym w celu zawarcia transakcji dotyczących instrumentów finansowych.
- 31 Z jasnego rozróżnienia między systemem wielostronnym i systemem dwustronnym należy wywieść, że operator rynku lub przedsiębiorstwo inwestycyjne, które prowadzi system wielostronny, działa bez podejmowania ryzyka i nie obraca własnym kapitałem przy zawieraniu transakcji dokonywanych w ramach tego systemu. Zgodnie z definicją zawartą w art. 4 ust. 1 pkt 14 dyrektywy 2004/39 owo pośrednictwo dotyczy wielu deklaracji gotowości zakupu lub sprzedaży wyrażonych przez osoby trzecie, które należy rozumieć jako osoby fizyczne lub prawne różne i niezależne od systemu obrotu i jego operatora.
- 32 Wyjaśnienia przedstawione przez sąd odsyłający wskazują na to, że system EFS posiada te cechy i w konsekwencji powinien być uznany za „rynek regulowany” w rozumieniu art. 4 ust. 1 pkt 14 dyrektywy 2004/39.
- 33 Należy bowiem stwierdzić, po pierwsze, że transakcje kupna i sprzedaży jednostek uczestnictwa otwartych funduszy inwestycyjnych pomiędzy brokerami reprezentującymi inwestorów i agentami obsługującymi owe fundusze inwestycyjne są wykonywane w ramach systemu EFS, który nie podejmuje ryzyka ani nie obraca własnym kapitałem w zakresie tych transakcji.
- 34 W tym kontekście nie jest zasadna teza, wedle której system EFS przypomina raczej system dwustronny, pomimo że w rzeczywistości to zawsze przedsiębiorstwo inwestycyjne wykonuje we własnych ramach zlecenie inwestora. Jak wskazał rzecznik generalny w pkt 92 opinii, tego rodzaju teza nie uwzględnia działań Euronext prowadzącego system EFS jako niezależny operator w ramach owych transakcji, które to działania nie mają miejsca w obrocie dwustronnym.
- 35 W tym względzie, jak wskazał rząd Zjednoczonego Królestwa, okoliczność, że w systemie tego rodzaju co system EFS nie następuje obrót między różnymi brokerami lub między różnymi agentami obsługującymi fundusze inwestycyjne, jest bez znaczenia, ponieważ w ramach owego systemu owi agenci mogą zawierać transakcje z wieloma brokerami i vice versa.

- 36 Po drugie, należy stwierdzić, że kojarzenie wielu deklaracji gotowości zakupu lub sprzedaży osób trzecich powstaje w związku z działaniem, w ramach systemu EFS, brokerów reprezentujących inwestorów oraz agentów obsługujących fundusze inwestycyjne.
- 37 Z jednej strony owi brokerzy i agenci są osobami trzecimi względem owego systemu, ponieważ są od niego odrębni i niezależni.
- 38 Z drugiej strony wskazana przez sąd odsyłający oraz przez skarżących w postępowaniu głównym okoliczność, że agenci i ich fundusze inwestycyjne wykonują jedynie obowiązkowo zlecenia emisji i kupna jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych, które uzyskują za pośrednictwem systemu EFS, nie wyklucza, że w związku z obecnością tych agentów oraz brokerów w owym systemie dochodzi do kojarzenia wielu deklaracji gotowości zakupu lub sprzedaży. Mając bowiem na uwadze w szczególności szerokie rozumienie wyrażenia „deklaracja gotowości zakupu lub sprzedaży” zawartego w motywie 6 dyrektywy 2004/39, nie można go interpretować jako wykluczającego obecność uczestnika w systemie obrotu z tego tylko względu, że wynika ona z obowiązku zakupu lub emisji tego rodzaju jednostek uczestnictwa.
- 39 Po trzecie, sąd odsyłający oraz skarżący w postępowaniu głównym wskazują na pewne cechy systemu EFS w zakresie braku obowiązku zgłaszania transakcji dokonanych w ramach tego systemu, ich pierwotnego charakteru, okoliczności, że ceny nie wynikają bezpośrednio z działania podaży i popytu, lecz z wartości netto jednostek zakupionych lub sprzedanych określonej następnego dnia po wydaniu zlecenia, oraz małego ryzyka manipulacji rynku lub obrotu na podstawie informacji poufnych. Uważają oni, że owe cechy przemawiają przeciwko zakwalifikowaniu owego systemu jako regulowanego.
- 40 Tymczasem żadna z tych cech, przy założeniu, że występują, nie może być uznana za niezgodną z pojęciem „rynku regulowanego”, tak jak został on zdefiniowany w art. 4 ust. 1 pkt 14 dyrektywy 2004/39.
- 41 Jak bowiem wskazują AFM, rząd Zjednoczonego Królestwa i Komisja Europejska w swych uwagach pisemnych, ów przepis nie zawiera żadnego sprecyzowania lub ograniczenia dotyczącego funkcjonowania rynku regulowanego w zakresie dotyczącym zgłaszania lub braku zgłaszania transakcji, ich pierwotnego lub wtórnego charakteru czy też kształtowania cen tych transakcji.
- 42 Bardziej szczegółowo w kwestii zgłaszania transakcji należy stwierdzić, że wskazanie w motywie 6 dyrektywy 2004/39 na okoliczność, że rynek utworzony wyłącznie w oparciu o zestaw reguł dotyczących między innymi sprawozdawczości stanowi rynek regulowany lub MTF, oznacza jedynie, że dla celów kwalifikacji jako rynku regulowanego lub MTF wystarcza, by rynek odznaczał się tymi cechami. Nie można z tego wnioskować, że zgłaszanie transakcji stanowi warunek konieczny dla tego rodzaju kwalifikacji.
- 43 Bezzasadny jest argument dotyczący zasadniczo braku konieczności zakwalifikowania systemu EFS jako „rynku regulowanego” w związku z małym ryzykiem nadużyć przy wykonywaniu transakcji. Jak bowiem wskazała Komisja w uwagach pisemnych, cel przepisów dyrektywy 2004/39 dotyczących rynków regulowanych nie ogranicza się do zapobiegania nadużyciom. Jak wynika w szczególności z motywów 2 i 5 tej dyrektywy, owe przepisy mają na celu w szerszym zakresie ujednoczenie niezbędne do zaoferowania inwestorom wyższego poziomu ochrony poprzez ustanowienie kompleksowego reżimu regulacyjnego rządzącego realizacją transakcji na instrumentach finansowych, tak aby zapewnić wysoką jakość realizacji transakcji inwestorskich i podtrzymać integralność oraz ogólną efektywność systemu finansowego.
- 44 Mając na uwadze całość powyższych rozważań, na przedstawione pytanie należy udzielić odpowiedzi, że art. 4 ust. 1 pkt 14 dyrektywy 2004/39 należy interpretować w ten sposób, iż pojęcie „rynku regulowanego” w rozumieniu tego przepisu obejmuje system obrotu, w ramach którego wielu agentów obsługujących fundusze i brokerów reprezentuje, odpowiednio, otwarte fundusze inwestycyjne



i inwestorów i którego jedynym celem jest wspieranie tych funduszy inwestycyjnych w wywiązywaniu się z ich zobowiązań do wykonania zleceń udzielonych im przez inwestorów w zakresie kupna i sprzedaży jednostek uczestnictwa.

### **W przedmiocie kosztów**

- <sup>45</sup> Dla stron w postępowaniu głównym niniejsze postępowanie ma charakter incydentalny, dotyczy bowiem kwestii podniesionej przed sądem odsyłającym, do niego zatem należy rozstrzygnięcie o kosztach. Koszty poniesione w związku z przedstawieniem uwag Trybunałowi, inne niż koszty stron w postępowaniu głównym, nie podlegają zwrotowi.

Z powyższych względów Trybunał (czwarta izba) orzeka, co następuje:

**Artykuł 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, należy interpretować w ten sposób, że pojęcie „ryнку regulowanego” w rozumieniu tego przepisu obejmuje system obrotu, w ramach którego wielu agentów obsługujących fundusze i brokerów reprezentuje, odpowiednio, otwarte fundusze inwestycyjne i inwestorów i którego jedynym celem jest wspieranie tych funduszy inwestycyjnych w wywiązywaniu się z ich zobowiązań do wykonania zleceń udzielonych im przez inwestorów w zakresie kupna i sprzedaży jednostek uczestnictwa.**

Podpisy