



## Coletânea da Jurisprudência

CONCLUSÕES DO ADVOGADO-GERAL  
MANUEL CAMPOS SÁNCHEZ-BORDONA  
apresentadas em 26 de abril de 2017<sup>1</sup>

**Processo 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**

**contra**

**Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM)**

[pedido de decisão prejudicial apresentada pelo College van beroep voor het bedrijfsleven (Tribunal de Recurso do Contencioso Administrativo em matéria económica, Países Baixos)]

«Mercados de instrumentos financeiros — Sistemas multilaterais de negociação — Conceito de mercado regulamentado — Gestor de fundos de investimento — Fundos de investimento “abertos” — Abuso de mercado e abuso de informação privilegiada»

1. Os sistemas de negociação de instrumentos financeiros sofreram uma rápida evolução nos últimos anos, em consequência da diversificação dos produtos financeiros comercializados.
2. A necessidade de proporcionar aos investidores uma proteção adequada, de reduzir o risco e de aumentar a supervisão pública do funcionamento destes mercados a fim de garantir a estabilidade financeira implicou uma adaptação progressiva dos sistemas de negociação. Às tradicionais bolsas de valores juntaram-se novas plataformas, tanto de carácter multilateral como bilateral, que permitem operar com todo o tipo de instrumentos financeiros, dos mais simples aos mais sofisticados.
3. O legislador da União entrou plenamente na regulação deste setor. Com esse objetivo, e utilizando por vezes uma terminologia de difícil compreensão, desenvolveu como institutos com conteúdo próprio os «mercados regulamentados», os «sistemas multilaterais de financiamento», o «sistema de negociação organizado» e os «internalizadores sistemáticos» (a seguir «IS»).

<sup>1</sup> Língua original: espanhol.

4. Este processo permitirá ao Tribunal de Justiça ampliar a sua jurisprudência, ainda reduzida, relativa às características dos sistemas de negociação, em particular no que diz respeito aos mercados regulamentados. O tribunal de reenvio pretende saber se um sistema denominado Euronext Fund Service (a seguir «EFS»), operado pela Euronext Amsterdam N.V.<sup>2</sup>, constitui ou não um mercado regulamentado, tomando em consideração o facto de nele interagirem apenas investidores com organismos de investimento de tipo «aberto».

## I. Quadro jurídico

### A. Direito da União

5. As disposições mais relevantes para o litígio encontram-se previstas na Diretiva 2004/39/CE<sup>3</sup> (conhecida como «Diretiva MiFID I») e nas suas principais normas de aplicação, que são a Diretiva 2006/73/CE<sup>4</sup> e o Regulamento (CE) n.º 1287/2006<sup>5</sup> (a seguir «normas MiFID I» ou «conjunto normativo MiFID I»). Será também essencial tomar em consideração a Diretiva 2003/6/CE<sup>6</sup>.

6. O conjunto constituído pela Diretiva MiFID I e pelas suas regras de aplicação sofreu o impacto da crise financeira de 2008, que revelou algumas deficiências no funcionamento e na transparência dos mercados financeiros. Além disso, a evolução tecnológica impôs o reforço do quadro da regulamentação, especialmente dos sistemas de negociação a fim de aumentar a sua transparência, melhor proteger os investidores, reforçar a confiança, fazer face às áreas não regulamentadas e assegurar que as autoridades de supervisão dispõem dos poderes adequados para o desempenho das suas tarefas.

7. Consequentemente, o conjunto normativo MiFID I, que entrou em vigor em 2007, será substituído, a partir de 3 de janeiro de 2018, pelo denominado MiFID II, constituído, essencialmente, pela Diretiva 2014/65/UE<sup>7</sup> (a seguir «Diretiva MiFID II») e pelo Regulamento (UE) n.º 600/2014<sup>8</sup>. Embora a Diretiva MiFID II ainda não tenha entrado em vigor, não sendo, portanto, aplicável ao processo principal, contém algumas orientações úteis para a interpretação das normas MiFID I.

#### 1. Diretiva 2004/39

8. A Diretiva MiFID I prevê no seu artigo 1.º, n.º 1, que esta «aplica-se às empresas de investimento e aos mercados regulamentados».

2 A Euronext Amsterdam N.V apresenta-se como sucessora da histórica Bolsa de valores de Amesterdão e opera sob a forma de mercado regulamentado.

3 Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros, que altera as Diretivas 85/611/CEE e 93/6/CEE do Conselho e a Diretiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e que revoga a Diretiva 93/22/CEE do Conselho (JO 2004, L 145, p. 1).

4 Diretiva da Comissão, de 10 de agosto de 2006, que aplica a Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito aos requisitos em matéria de organização e às condições de exercício da atividade das empresas de investimento e aos conceitos definidos para efeitos da referida diretiva (JO 2006, L 241, p. 26).

5 Regulamento da Comissão, de 10 de agosto de 2006, que aplica a Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito às obrigações de manutenção de registos das empresas de investimento, à informação sobre transações, à transparência dos mercados, à admissão à negociação dos instrumentos financeiros e aos conceitos definidos para efeitos da referida diretiva (JO 2006, L 241, p. 1).

6 Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de janeiro de 2003, relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado) (JO 2003, L 96, p. 16).

7 Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros e que altera a Diretiva 2002/92/CE e a Diretiva 2011/61/UE (JO 2014, L 173, p. 349).

8 Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativo aos mercados de instrumentos financeiros e que altera o Regulamento (UE) n.º 648/2012 (JO 2014, L 173, p. 84).

9. Os seus considerandos 2, 5, 6, 44 e 49 têm a seguinte redação:

«(2) [...] é indispensável prever o grau de harmonização necessário para proporcionar aos investidores um elevado nível de proteção e permitir que as empresas de investimento prestem serviços em toda a [União], no quadro de um mercado único, com base na supervisão do país de origem [...]

[...]

(5) [...] Há que ter em consideração o surgimento de uma nova geração de sistemas de negociação organizados, em paralelo com os mercados regulamentados, que devem ser sujeitos a obrigações cujo objetivo consista em preservar a eficiência e o funcionamento ordenado dos mercados financeiros [...]

[...]

(6) Há que introduzir definições para os conceitos de mercado regulamentado e MTF <sup>[9]</sup> estreitamente alinhadas entre si, por forma a tornar patente que representam a mesma funcionalidade de negociação organizada. Essas definições devem excluir os sistemas bilaterais em que uma empresa de investimento participa em cada transação por conta própria e não como contraparte isenta de risco interposta entre o comprador e o vendedor. O termo “sistema” compreende todos os mercados compostos por um conjunto de regras e uma plataforma de negociação, bem como os que apenas funcionam com base num conjunto de regras. Os mercados regulamentados e os MTF não são obrigados a operar um sistema “técnico” de negociação. Um mercado composto apenas por um conjunto de regras que regem os aspetos relacionados com a qualidade de membro, a admissão de instrumentos à negociação, a negociação entre membros, as obrigações de informação e, sempre que aplicável, as obrigações de transparência, é um mercado regulamentado ou um MTF na aceção da presente diretiva e as operações celebradas ao abrigo dessas regras são consideradas como tendo sido celebradas ao abrigo dos sistemas de um mercado regulamentado ou de um MTF. A expressão “interesses de compra e venda” deve ser entendida em sentido lato, incluindo ordens, ofertas de preços e manifestações de interesse. O requisito relativo ao encontro de interesses no sistema através de regras não discricionárias estabelecidas pelo operador do sistema significa que aquele encontro deverá ocorrer segundo as regras do sistema ou através dos seus protocolos ou procedimentos operacionais internos (incluindo os procedimentos integrados em programas informáticos). A expressão “regras não discricionárias” significa que as regras não permitem à empresa de investimento que opera um MTF qualquer discricionarieidade quanto à forma como os diferentes interesses podem interagir. As definições exigem que haja um encontro de interesses que resulte num contrato, o que significa que a sua execução se processa no âmbito das regras do sistema ou através dos seus protocolos ou procedimentos operacionais internos.

[...]

(44) Para prosseguir o duplo objetivo de proteger os investidores e assegurar o funcionamento harmonioso dos mercados de valores mobiliários, é necessário garantir a transparência das transações e a aplicação das regras estabelecidas para esse efeito às empresas de investimento quando estas intervêm nos mercados. A fim de permitir que os investidores ou participantes no mercado avaliem, numa base permanente, as condições de uma transação sobre ações que tenham em perspetiva e verifiquem posteriormente os termos em que essa transação foi efetuada, há que prever normas comuns para a publicação de informações sobre as transações de ações concluídas e a divulgação de informações pormenorizadas sobre as oportunidades existentes de negociação em ações. Estas normas são necessárias para assegurar a integração

9 A sigla MTF é utilizada na Diretiva 2004/39 como abreviatura de *Multilateral Trading Facility* [(Sistema de Negociação Multilateral)].

efetiva dos mercados de ações dos Estados-Membros, para promover a eficiência do processo global de formação de preços dos instrumentos de capital e para assegurar o respeito efetivo das obrigações de “execução nas melhores condições”. Por estes motivos, é igualmente necessário um regime completo de transparência aplicável à totalidade das transações de ações, quer sejam efetuadas por uma empresa de investimento de forma bilateral quer através de mercados regulamentados ou MTF. As obrigações impostas às empresas de investimento no âmbito da presente diretiva de indicarem um preço de compra e venda e de executarem uma ordem ao preço indicado, não dispensam a empresa de investimento da obrigação de encaminhar uma ordem para outro local de execução, sempre que esta internalização possa impedir a empresa de respeitar as obrigações de “execução nas melhores condições”.

[...]

- (49) A autorização para operar um mercado regulamentado deve ser alargada a todas as atividades diretamente relacionadas com a afixação, processamento, execução, confirmação e comunicação das ordens, desde o momento em que essas ordens são recebidas pelo mercado regulamentado até ao momento em que são transmitidas para subsequente conclusão, bem como a todas as atividades relacionadas com a admissão de instrumentos financeiros à negociação. Deve incluir igualmente as transações concluídas por intermédio dos criadores de mercado designados pelo mercado regulamentado que sejam efetuadas no âmbito dos seus sistemas e de acordo com as regras que regem esses sistemas. Nem todas as transações concluídas por membros ou participantes dos mercados regulamentados ou MTF devem ser consideradas como concluídas dentro dos sistemas do mercado regulamentado ou MTF. As transações concluídas por membros ou participantes numa base bilateral e que não respeitem a totalidade das obrigações estabelecidas para os mercados regulamentados ou os MTF ao abrigo da presente diretiva devem ser consideradas como transações concluídas fora de um mercado regulamentado ou de um MTF para efeitos da definição de internalizador sistemático. Neste caso, a obrigação de as empresas de investimento tornarem públicas as ofertas de preços firmes deverá aplicar-se se as condições estabelecidas na presente diretiva forem preenchidas.»

10. O artigo 4.º, n.º 1, pontos 7, 13, 14 e 15 define os seguintes conceitos:

«7) “Internalizador sistemático”: uma empresa de investimento que, de modo organizado, frequente e sistemático, negocia por conta própria executando ordens de clientes fora de um mercado regulamentado ou de um MTF;

[...]

13) “Operador de mercado”: a pessoa ou pessoas que gerem e/ou operam as atividades de um mercado regulamentado. O operador de mercado pode ser o próprio mercado regulamentado;

14) “Mercado regulamentado”: um sistema multilateral, operado e/ou gerido por um operador de mercado, que permite o encontro ou facilita o encontro de múltiplos interesses de compra e venda de instrumentos financeiros manifestados por terceiros — dentro desse sistema e de acordo com as suas regras não discricionárias — por forma a que tal resulte num contrato relativo a instrumentos financeiros admitidos à negociação de acordo com as suas regras e/ou sistemas e que esteja autorizado e funcione de forma regular e em conformidade com o disposto no título III;

15) “Sistema de negociação multilateral” (*Multilateral Trading Facility* — MTF): um sistema multilateral, operado por uma empresa de investimento ou um operador de mercado, que permite o confronto de múltiplos interesses de compra e venda de instrumentos financeiros manifestados por terceiros — dentro desse sistema e de acordo com regras não discricionárias — por forma a que tal resulte num contrato em conformidade com o disposto no título II.»

## 2. Regulamento n.º 1287/2006

11. O artigo 2.º, ponto 12. 8, define «espaço ou organização de negociação» como «um mercado regulamentado, um MTF ou um internalizador sistemático que atue nessa qualidade e, quando aplicável, um sistema fora da [União] que tenha funções semelhantes às de um mercado regulamentado ou MTF».

13. O artigo 5.º deste regulamento especifica:

«Para efeitos do presente regulamento, qualquer referência a uma transação representa uma referência exclusivamente à compra ou à venda de um instrumento financeiro. Para efeitos do presente regulamento, com exclusão do capítulo II, a compra e venda de um instrumento financeiro não inclui nenhuma das seguintes operações:

[...]

c) Transações no mercado primário (tais como emissão, atribuição ou subscrição) de instrumentos financeiros abrangidos pelo n.º 1, alíneas a) e b) do ponto 18, do artigo 4.º da Diretiva 2004/39/CE.»

14. O artigo 21.º, n.º 1, enumera os critérios para determinar se uma empresa de investimento constitui um IS:

«Sempre que uma empresa de investimento negoceia por conta própria na execução de ordens de clientes fora de um mercado regulamentado ou de um MTF, será tratada como internalizador sistemático se respeitar os critérios apresentados seguidamente, indicativos do facto de desenvolver essa atividade de modo organizado, frequente e sistemático:

- a) A atividade tem um papel comercial relevante para a empresa e é realizada de acordo com procedimentos e regras não discricionários;
- b) A atividade é realizada por efetivos seus ou através de um sistema técnico automatizado, afetado para o efeito, independentemente de os efetivos ou esse sistema serem utilizados exclusivamente para esse objetivo;
- c) A atividade encontra-se à disposição dos clientes numa base regular ou contínua.»

## 3. Diretiva 2003/6

15. Segundo o seu artigo 1.º, ponto 1, entende-se por:

«“Informação privilegiada”: toda a informação com carácter preciso, que não tenha sido tornada pública e diga respeito, direta ou indiretamente, a um ou mais emitentes de instrumentos financeiros ou a um ou mais instrumentos financeiros e que, caso fosse tornada pública, seria suscetível de influenciar de maneira sensível o preço desses instrumentos financeiros ou dos instrumentos financeiros derivados com eles relacionados.»

16. Nos termos do seu artigo 6.º, n.º 4:

«As pessoas que exerçam responsabilidades dirigentes no seio de um emitente de instrumentos financeiros e, se for caso disso, as pessoas com elas estreitamente relacionadas, devem, pelo menos, notificar à autoridade competente a existência de todas as transações efetuadas por conta própria relativas às ações daquele emitente ou a instrumentos derivados ou outros instrumentos financeiros com elas relacionados. Os Estados-Membros devem assegurar que o acesso público a essas informações esteja disponível, numa base pelo menos individual, o mais rapidamente possível.»

### ***B. Direito nacional***

17. O artigo 1:1 da Wet op het financieel toezicht (Lei relativa à Supervisão Financeira; a seguir «Wft») descreve o conceito de mercado regulamentado nos seguintes termos:

«sistema multilateral que permite o encontro ou facilita o encontro de múltiplos interesses de compra e venda de instrumentos financeiros manifestados por terceiros — dentro desse sistema e de acordo com as suas regras não discricionárias — por forma a que tal resulte num contrato relativo a instrumentos financeiros admitidos à negociação de acordo com as suas regras e/ou sistemas, e que funciona de forma regular e em conformidade com as regras em vigor relativas à autorização e à supervisão contínua.»

18. Nos termos do artigo 5:60, n.º 1, alínea a), a pessoa

- que determine ou codetermine a política diária de um organismo emissor com sede nos Países Baixos que tenha emitido ou tencione emitir instrumentos financeiros na aceção do artigo 5:56, n.º 1, alínea a) [isto é, instrumentos financeiros admitidos à negociação num mercado regulamentado ou num sistema de negociação multilateral],
- ou sob cuja proposta tenha sido celebrado um contrato de compra relativo a um instrumento financeiro na aceção da referida alínea, diferente de um valor mobiliário,
- ou que proponha a celebração de um contrato de compra relativo a um instrumento financeiro na aceção da referida alínea, diferente de um valor mobiliário,

está obrigada a comunicar, no prazo de cinco dias úteis a contar da data da transação, as transações efetuadas ou executadas por conta própria em unidades de participação relacionadas com o organismo emissor referido nas alíneas a), b) ou c) (do artigo 5:60, n.º 1), ou em instrumentos financeiros cujo valor também seja determinado pelo valor destas unidades de participação.

19. Nos termos do artigo 5:56, n.º 1, alínea a), as pessoas contempladas na disposição anterior estão proibidas de fazer uso de informação privilegiada quando efetuem nos Países Baixos, ou a partir deste país ou de um Estado-Membro, uma transação em instrumentos financeiros admitidos à negociação num mercado regulamentado para o qual tenha sido emitida uma autorização prevista no artigo 5:26, n.º 1, ou num sistema de negociação multilateral para o qual a empresa de investimento possua a autorização prevista no artigo 2:96 ou para o qual tenha sido solicitada uma autorização para essa negociação.

20. Nos termos do artigo 1:40, n.º 1, a autoridade de supervisão imputa os custos das atividades que realiza no desempenho das suas funções às empresas para as quais essas atividades são realizadas, na medida em que estes custos não sejam suportados pelo orçamento de Estado.

21. Nos termos dos artigos 5.º, 6.º e 8.º, n.º 1, alínea i), ponto 4, da *Besluit bekostiging financieel toezicht* (Decisão relativa ao financiamento da supervisão financeira), a *Stichting Autoriteit Financiële Markten* (Autoridade de supervisão dos mercados financeiros, Países Baixos; a seguir «AFM») é competente para aplicar taxas aos organismos emissores na aceção do artigo 5:60, n.º 1, alínea a), da *Wft*.

## II. Litígio nacional e questão prejudicial

22. O processo *a quo* opõe a AFM à *Robeco Hollands Bezit N.V.* e a outras onze sociedades (organismos de investimento coletivo em valores mobiliários de tipo «aberto» ou fundos de investimento «abertos»; a seguir «Robeco» ou «fundos Robeco») que impugnaram a decisão dessa autoridade de lhes aplicar determinadas taxas.

23. O objeto da controvérsia consiste, concretamente, nas decisões da AFM de 30 de outubro de 2009, 31 de dezembro de 2010, 30 de setembro de 2011 e 28 de setembro de 2012 (a seguir «decisões iniciais»). Pelas decisões referidas, a AFM aplicou aos fundos Robeco as taxas relativas a 2009, 2010, 2011 e 2012, nos montantes de 110 euros, 350 euros, 630 euros e 180 euros, respetivamente, em aplicação dos artigos 1:40 e 5:60, n.º 1, prómio e alínea a), da *Wft* e da *Besluit bekostiging financieel toezicht* (Decisão relativa ao financiamento da supervisão financeira).

24. Segundo a AFM, a aplicação das referidas taxas eram devidas em consequência das funções de supervisão assumidas, relativamente aos fundos Robeco, pela referida autoridade, no âmbito da aplicação da Diretiva 2003/6, transposta nos Países Baixos pela *Wft*, que impõe aos organismos emissores de instrumentos financeiros comercializados em mercados regulamentados a obrigação de transmitir informações sobre as atividades dos seus gestores.

25. A AFM indeferiu as reclamações apresentadas pela Robeco, por decisão de 13 de dezembro de 2012.

26. A Robeco interpôs recurso dessa decisão no *Rechtbank Rotterdam* (Tribunal de Primeira Instância de Roterdão, Países Baixos), que o julgou improcedente por sentença de 24 de dezembro de 2013.

27. O referido órgão jurisdicional indeferiu os pedidos da Robeco e acolheu o entendimento da AMF. Declarou que o sistema EFS correspondia à definição de mercado regulamentado do artigo 1:1 da *Wft*. O artigo 5:60 da *Wft* era aplicável aos administradores e aos membros do conselho geral e de supervisão e as taxas aplicadas pela AFM seriam juridicamente válidas.

28. A Robeco recorreu da referida sentença para o *College van beroep voor het bedrijfsleven* (Tribunal de Recurso do Contencioso Administrativo em matéria económica, Países Baixos), a quem compete esclarecer em última instância se o sistema EFS se enquadra ou não no conceito de mercado regulamentado da Diretiva 2004/39.

29. O tribunal de reenvio dá como provados diversos elementos e circunstâncias do processo principal, que descreverei de forma sucinta.

30. Em primeiro lugar, afirma que a Euronext possui uma autorização para operar um mercado regulamentado, de acordo com o artigo 5:26, n.º 1, da *Wft*. O EFS constitui um segmento da Euronext, configurado como um sistema de negociação específico onde são exclusivamente negociadas unidades de participação em fundos de investimento «abertos». Os fundos Robeco são fundos de investimento «*open end*» («abertos») e devem executar ordens de compra ou de emissão de unidades de participação através do EFS.

31. Em segundo lugar, o tribunal de reenvio confirma que os membros do sistema EFS incluem agentes de fundos e corretores. Cada organismo de investimento ou grupo de organismos de investimento tem o seu próprio agente que comercializa por conta e risco desse (grupo de) organismo(s) de investimento. Um corretor ou intermediário reúne as ordens de compra e venda dos investidores e transmite-as ao agente de fundos do organismo de investimento respetivo.

32. Por último, a tribunal de reenvio explica que no sistema EFS as transações se realizam com base em preços futuros. Um corretor pode emitir uma ordem junto de um agente até às 16h00 (hora-limite), após o que o valor patrimonial líquido do organismo de investimento (e, portanto, o valor da unidade de participação a emitir ou a comprar) é calculado com base em cotações que são posteriores à hora-limite. O agente executa, às 10h00 da manhã seguinte, a ordem que lhe é apresentada com base no valor patrimonial líquido, com um pequeno acréscimo ou uma pequena dedução, decorrente das despesas de transação incorridas pelo organismo de investimento. Nem os agentes de fundos nem os corretores realizam entre si transações dentro do sistema EFS. As transações são feitas em conformidade com as regras do EFS Trading Manual e da TCS-web User Guide to the EFS.

33. Partindo destes elementos, o *College van beroep voor het bedrijfsleven* (Tribunal de Recurso do Contencioso Administrativo em matéria económica), divergindo da decisão do tribunal de primeira instância, inclina-se para considerar que o sistema EFS não é multilateral e que, portanto, não pode ser qualificado como mercado regulamentado na aceção do artigo 4.º, n.º 1, ponto 14, da Diretiva MiFID I.

34. Em sua opinião, o considerando 6 da Diretiva MiFID I distingue entre os sistemas bilaterais (regime do IS) e os sistemas multilaterais de negociação, nos quais se incluem os mercados regulamentados. O elemento diferenciador reside no facto de que, nos sistemas bilaterais, só se efetuam transações entre uma empresa de investimento e o investidor, enquanto nos multilaterais também é possível efetuar transações entre os próprios investidores. O EFS seria um sistema bilateral porque nele atuam um corretor (em representação do investidor) e um agente de fundos (em nome destes), sendo as transações executadas entre eles.

35. Segundo o tribunal de reenvio, o considerando 6 da Diretiva MiFID I sugere que um sistema no qual se realizam apenas transações não sujeitas à obrigação de notificação não pode ser qualificado como mercado regulamentado. Nos termos do artigo 5.º, proémio e alínea c), do Regulamento n.º 1287/2006, as transações do sistema EFS são transações no mercado primário e não transações que incluam a compra e venda de um instrumento financeiro. O capítulo III do referido regulamento não é aplicável a estas transações no mercado primário e, portanto, a obrigação de notificação nele prevista não abrange as transações do sistema EFS. O EFS não seria considerado um mercado regulamentado pelo facto de, através dele, se realizarem exclusivamente transações no mercado primário, não sujeitas, portanto, àquela obrigação.

36. Segundo o tribunal de reenvio, este entendimento é apoiado pelo facto de o valor das unidades de participação comercializadas através do sistema EFS ser determinado através do seu valor patrimonial líquido, da forma já referida. Pelo contrário, num mercado regulamentado, o preço não é determinado dessa forma, mas sim em função da oferta e da procura dos participantes.

37. Por último, o tribunal de reenvio argumenta que o EFS não é um mercado regulamentado porque não permite uma manipulação dos preços, e dificilmente se poderiam realizar transações com base em informação privilegiada.

38. Contudo, também lhe parece defensável a qualificação do EFS como um mercado regulamentado, na aceção do artigo 4.º, n.º 1, ponto 14, da Diretiva MiFID I. Reconhece que não resulta diretamente do teor deste artigo nem do considerando 6 da referida diretiva que uma plataforma de negociação onde só se realizam operações comerciais não sujeitas à obrigação de informação e onde o preço do



instrumento negociado não é determinado em função da oferta e da procura não possa ser um mercado regulamentado. É suficiente que exista um mercado composto por um conjunto de regras conforme descrito no considerando 6 e que se verifiquem os elementos da definição prevista no artigo 4.º, n.º 1, ponto 14, da Diretiva MiFID I.

39. Além disso, para o tribunal de reenvio, o sistema EFS poderia enquadrar-se no conceito de mercado regulamentado da Diretiva MiFID I, porque o EFS é uma plataforma de negociação autónoma operada, com a autorização exigida, pela Euronext; é um sistema multilateral que inclui entre os seus membros diversos corretores e agentes de fundos com capacidade para colocar ordens; os utilizadores do sistema EFS podem ser considerados terceiros relativamente à Euronext; e no sistema EFS é permitido o encontro de múltiplos interesses de compra e venda dos corretores e agentes de fundos por forma a que resultem na celebração de contratos.

40. Por ter dúvidas no que diz respeito à interpretação do conceito de «mercado regulamentado», o College van beroep voor het bedrijfsleven (Tribunal de Recurso do Contencioso Administrativo em matéria económica) submeteu ao Tribunal de Justiça a seguinte questão prejudicial:

«[U]m sistema, no qual participam vários agentes de fundos e corretores que representam, dentro desse sistema, respetivamente, organismos de investimento “abertos” e investidores em transações comerciais, e que, na prática, [se limita a facilitar] a estes organismos de investimento “abertos” o cumprimento da sua obrigação de execução das ordens de compra e venda de unidades de participação apresentadas pelos investidores, [deve] ser considerado um mercado regulamentado na aceção do artigo 4.º, n.º 1, ponto 14, da [Diretiva] MiFID [I]? Em caso afirmativo, quais são as características determinantes para esse efeito?»

### III. Análise da questão prejudicial

41. O tribunal de reenvio pretende que o Tribunal de Justiça esclareça se uma plataforma de negociação de instrumentos financeiros com as características do sistema EFS é ou não um mercado regulamentado na aceção da Diretiva MiFID I. Antes de abordar a resposta a esta questão, creio ser necessário expor as normas que regulam os sistemas de negociação de instrumentos financeiros prevista na Diretiva MiFID I e a evolução verificada desde a sua aplicação. Embora não sejam aplicáveis *ratione temporis* ao litígio, farei também referência às alterações que decorrem da entrada em vigor do conjunto normativo MiFID II, a partir de 3 de janeiro de 2018.

#### *A. Observações preliminares relativas aos sistemas de negociação de instrumentos financeiros*

42. A Diretiva MiFID I e as suas regras de aplicação alteraram profundamente o regime jurídico dos sistemas de negociação de instrumentos financeiros<sup>10</sup>. Com a finalidade de aumentar a integração, a competitividade e a eficiência destes mercados na União foi eliminado o monopólio de negociação existente em alguns Estados-Membros onde operavam as bolsas de valores tradicionais e abriu-se a concorrência entre as plataformas tradicionais e os novos sistemas de negociação alternativos que foram surgindo em resultado do desenvolvimento tecnológico mas se mantinham à margem da regulação.

<sup>10</sup> Estes sistemas de negociação «are multilateral systems or networks, which provide trading, clearing, settlement, and reporting services in relation to securities and derivative transactions. They support financial markets by providing essential services, connecting counterparties, reducing transaction costs through economies of scale, managing systemic and counterparty risks, and fostering transparency» (Ferrarini, G. e Saguato, P., «Regulating Financial Market Infrastructures», *ECGI Working Paper* n.º 259/2014, junho de 2014, p. 7).

43. O objetivo do legislador da União foi, tal como já referi, aumentar a transparência, melhorar a proteção dos investidores, reforçar a confiança e assegurar às autoridades de supervisão os poderes adequados para o desempenho das suas tarefas<sup>11</sup>.

44. A Diretiva MiFID I diz respeito a três tipos de sistemas de negociação de instrumentos financeiros, dois deles multilaterais (mercados regulamentados e MTF)<sup>12</sup> e um bilateral (IS). Além destes sistemas, que constituem modelos de negociação organizada, as normas MiFID I preveem a possibilidade de uma negociação não organizada (*over-the-counter*, a seguir «OTC») de instrumentos financeiros.

45. A primeira, e mais corrente, categoria de sistema de negociação de instrumentos financeiros é a dos mercados regulamentados, utilizada nos conjuntos normativos MiFID I e II e noutras normas de direito da União. Sem prejuízo de analisar posteriormente em maior detalhe os elementos que caracterizam os mercados regulamentados, podemos, desde já, referir que, nos termos da definição do artigo 4.º, n.º 1, ponto 14, da Diretiva MiFID I, se trata de sistemas multilaterais de negociação de instrumentos financeiros, controlados por um operador que aplica regras de funcionamento não discricionárias, nos quais se encontram múltiplos interesses de compra e venda manifestados por terceiros por forma que tal resulte na celebração de contratos. Tais mercados são semelhantes às bolsas de valores clássicas e, segundo a base de dados da Autoridade Europeia de Valores Mobiliários e dos Mercados (a seguir «ESMA»)<sup>13</sup>, existem atualmente na União cem mercados regulamentados (quatro nos Países Baixos, um dos quais é a Euronext Amsterdam).

46. A segunda categoria, que diz respeito aos denominados sistemas de negociação multilateral (MTF), foi introduzida pela Diretiva MiFID I para abranger os mecanismos alternativos de negociação que tinham surgido na prática com o desenvolvimento tecnológico. Os MTF também são sistemas multilaterais de negociação nos quais se encontram múltiplos interesses de compra e venda manifestados por terceiros por forma que tal resulte na celebração de contratos, sob a gestão não discricionária de um operador ou de uma sociedade de investimento e que necessitam de autorização administrativa. Embora o seu regime seja semelhante ao dos mercados regulamentados, distinguem-se destes na medida em que os tipos de instrumentos financeiros suscetíveis de ser objeto de transação não são controlados previamente.

47. Segundo a base de dados da ESMA<sup>14</sup>, a União tem atualmente 151 MTF, entre os quais se destaca, dado o seu volume, a plataforma BATS Trading Ltd (Reino Unido). Nos Países Baixos existem dois, o Tom MTF Derivatives Markets e o Tom MTF Cash Markets.

48. A terceira categoria introduzida pela Diretiva MiFID I diz respeito aos denominados «internalizadores sistemáticos». Ao contrário dos anteriores, não constituem centros de negociação multilateral operados por um terceiro aos quais recorram investidores para vender e comprar instrumentos financeiros, mas sim sistemas de negociação bilaterais. São, nos termos do artigo 4.º, n.º 1, ponto 7, da Diretiva MiFID I, empresas de investimento que, de modo organizado, frequente e sistemático, negociam por conta própria executando ordens de clientes. Este sistema de negociação não é definido enquanto tal, mas sim relativamente a quem o exerce.

11 De acordo com um estudo financiado pela Comissão, o resultado consistiu num aumento da concorrência entre os diferentes centros de negociação de instrumentos financeiros, com maiores possibilidades de escolha para os investidores no que diz respeito aos prestadores de serviços e aos instrumentos financeiros disponíveis, progressos que foram potenciados pela evolução tecnológica. Em geral, os custos das transações diminuíram e a integração aumentou, de acordo com o estudo de Oxera, *Monitoring Prices, Costs and Volumes of Trading and Post-trading Services*, 2011. V., também, Documento COM(2011) 652 final, p. 2.

12 Os sistemas multilaterais também podem ser denominados de «plataforma de negociação», que é definida como «um sistema operado por uma empresa de investimento ou um operador de mercado na aceção do 4.º, n.º 1, pontos 1 e 13, da Diretiva 2004/39/CE, que não seja um internalizador sistemático na aceção do artigo 4.º, n.º 1, ponto 7, da mesma diretiva, que permite o encontro de interesses de compra e venda de instrumentos financeiros dentro desse sistema, de forma a que tal resulte num contrato nos termos dos títulos II e III daquela diretiva», nos termos do artigo 2.º, ponto 4, do Regulamento (UE) n.º 648/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de julho de 2012, relativo aos derivados do mercado de balcão, às contrapartes centrais e aos repositórios de transações (JO 2012, L 201, p. 1).

13 V. dados em [https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma\\_registers\\_mifid\\_rma](https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_rma).

14 V. dados em [https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma\\_registers\\_mifid\\_mtf](https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_mtf).

49. Embora não necessitem de autorização administrativa da autoridade nacional supervisora, os IS são empresas com uma dimensão suficiente para reunir internamente ordens de compra e venda de investidores, pelo que estão sujeitas a diversas obrigações de transparência. O regime dos IS não tem sido, aparentemente, muito atrativo, uma vez que, de acordo com os dados da ESMA<sup>15</sup>, estão apenas registadas como tais onze empresas em toda a União, nenhuma delas nos Países Baixos.

50. Além da comercialização de instrumentos financeiros através destes sistemas de negociação organizada, a Diretiva MiFID I contempla, tal como já referimos, uma quarta via de execução de ordens relativas a instrumentos financeiros, a OTC. Como decorre do seu considerando 53<sup>16</sup>, nos termos do qual não se exige «a aplicação de regras de transparência pré-negociação às transações executadas no mercado de balcão, entre cujas características se inclui o seu caráter *ad hoc* e irregular e a sua execução com contrapartes profissionais, bem como o facto de fazerem parte de uma relação comercial que se caracteriza, em si mesma, por negociações superiores ao volume normal de mercado e em que as negociações se processam fora dos sistemas habitualmente utilizados pela empresa em questão para as suas atividades como internalizador sistemático».

51. Talvez pelas exigências impostas aos IS (a negociação organizada, frequente e sistemática, prevista no artigo 21.º, n.º 3, do Regulamento n.º 1287/2006), bem como pela configuração, ainda mais restritiva, dos mercados regulamentados e dos MTF, a Diretiva MiFID I não incluiu no seu âmbito outras modalidades de negociação OTC, que representam um volume importante da comercialização de instrumentos financeiros. É o caso dos denominados *broker crossing systems*, os *broker-dealer crossing networks* ou os *dark pools* ou plataformas de negociação eletrónica<sup>17</sup>.

52. Após a crise financeira de 2008, e em função da evolução das plataformas de negociação<sup>18</sup>, a Diretiva MiFID II, que ainda não tinha entrado em vigor, manteve a mesma tipologia de sistemas de negociação, mas acrescentou uma categoria adicional, que denomina «sistemas de negociação organizados» (*organised trading facilities*,] a seguir «OTF»).

53. Os OTF são definidos de forma muito abrangente, uma vez que esta nova modalidade de negociação multilateral pretende englobar os sistemas de negociação OTC que tinham *escapado* à regulamentação da Diretiva MiFID I<sup>19</sup>. A sua principal diferença relativamente aos mercados regulamentados e aos MTF consiste no facto de os operadores de um OTF poderem executar as ordens de modo discricionário, sem prejuízo dos requisitos de transparência pré-negociação e das obrigações de execução nas melhores condições.

15 V. dados em [https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma\\_registers\\_mifid\\_sys](https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_sys)

16 V. comentários de Gomber, P., Pierron, A., «MiFID: Spirit and Reality of a European Financial Market Directive», *Celent Paper*, novembro de 2010, p. 12.

17 V. análise detalhada de Onofrei, A., *La négociation des instruments financiers au regard de la directive MIF*, Larquier, Bruxelas 2012, pp. 360 a 363.

18 O considerando 4 da Diretiva MiFID II justifica-o nos seguintes termos: «A crise financeira revelou deficiências no funcionamento e na transparência dos mercados financeiros. A evolução dos mercados financeiros realçou a necessidade de reforçar o quadro da regulamentação dos mercados de instrumentos financeiros, incluindo situações em que a negociação nestes mercados é efetuada no mercado de balcão (OTC, *over-the-counter*), a fim de aumentar a transparência, melhor proteger os investidores, reforçar a confiança, fazer face às áreas não regulamentadas e assegurar que sejam concedidos às autoridades de supervisão poderes adequados para o desempenho das suas tarefas».

19 O artigo 4.º, n.º 1, ponto 23, da Diretiva MiFID II define o sistema de negociação organizado (OTF) como «sistema multilateral que não seja um mercado regulamentado nem um MTF dentro do qual múltiplos interesses de compra e venda de obrigações, produtos financeiros estruturados, licenças de emissão ou derivados manifestados por terceiros podem interagir de modo a que tal resulte num contrato nos termos do título II da presente diretiva».

54. A evolução que acaba de ser descrita revela que o legislador da União pretende regulamentar os diversos sistemas de negociação de instrumentos financeiros que se vão desenvolvendo, à exceção apenas da negociação bilateral e esporádica desses instrumentos<sup>20</sup>. Com efeito, o objetivo consiste em que toda a negociação organizada de instrumentos financeiros se realize através de uma das modalidades, multilaterais ou bilaterais, da Diretiva MiFID II<sup>21</sup>. Favorece-se deste modo uma concorrência mais adequada entre os diferentes sistemas de negociação, sem o risco de que os operadores que pretendem escapar à fiscalização das autoridades de supervisão desenvolvam outros mecanismos alternativos.

### **B. Conceito de mercado regulamentado e a sua aplicação a uma plataforma de negociação como o EFS**

55. O tribunal de reenvio pede ao Tribunal de Justiça que esclareça se uma plataforma de negociação com as características do sistema EFS se enquadra ou não na definição de mercado regulamentado prevista na Diretiva MiFID I. Antes de expor a minha opinião a este respeito, gostaria de fazer três clarificações.

56. A primeira diz respeito ao facto de que compete ao juiz nacional, que tem um conhecimento direto e completo da forma de atuar do EFS, esclarecer se esta plataforma preenche ou não os requisitos para ser classificada como mercado regulamentado. O Tribunal de Justiça pode, naturalmente, fornecer-lhe orientações para a interpretação da Diretiva MiFID I, extraindo dela as condições em que um sistema de negociação pode ser enquadrado nessa categoria. Entre essas condições é necessário conferir particular atenção às condições controvertidas neste processo<sup>22</sup>, tendo em vista garantir a utilidade da resposta.

57. Como segunda clarificação, importa salientar que as informações do juiz nacional e as fornecidas pelas partes na audiência parecem confirmar que o EFS funciona sob a «égide» da autorização administrativa concedida pela AFM à Euronext para funcionar como mercado regulamentado.

58. Contudo, desconhece-se que o EFS constitua, por si só, um mercado regulamentado. Não figura entre os mercados regulamentados neerlandeses da base de dados da ESMA<sup>23</sup> nem se identifica especificamente como tal, ao contrário de outros semelhantes<sup>24</sup>.

20 Neste sentido, o artigo 1.º, n.º 7, da Diretiva MiFID II afirma: «Todos os sistemas multilaterais em instrumentos financeiros operam de acordo com as disposições do título II relativas aos MTF ou aos OTF ou às disposições do título III relativas aos mercados regulamentados.

As empresas de investimento que, de modo organizado, frequente, sistemático e substancial, negociem por conta própria quando executem ordens de clientes fora de um mercado regulamentado, de um MTF ou de um OTF, operam de acordo com o título III do Regulamento (UE) n.º 600/2014.

Sem prejuízo dos artigos 23.º e 28.º do Regulamento (UE) n.º 600/2014, todas as transações de instrumentos financeiros a que se referem o primeiro e segundo parágrafos que não sejam concluídas em sistemas multilaterais ou internalizadores sistemáticos devem respeitar as disposições pertinentes do título III do Regulamento (UE) n.º 600/2014».

21 Segundo Moloney «MiFID II/MiFIR is designed to repatriate trading on to organized trading venues and away from OTC markets» (Moloney, N., *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3ª ed., Oxford University Press, Oxford, 2014, p. 434). V., também, Clause, N. J., Sorensen, K. E., «Reforming the Regulation of Trading Venues in the EU under the Proposed MiFID II. Levelling the Playing Field and Overcoming Market Fragmentation?», *European Company and Financial Review*, 2012, p. 28.

22 Esta foi a abordagem utilizada pelo Tribunal de Justiça nos seus acórdãos de 3 de dezembro de 2015, Banif Plus Bank (C-312/14, EU:C:2015:794, n.º 51), e de 30 de maio de 2013, Genil 48 e Comercial Hostelera de Grandes Vinos (C-604/11, EU:C:2013:344, n.º 43).

23 Nos termos do artigo 47.º da Diretiva MiFID I, intitulado «Lista de mercados regulamentados»: «Cada Estado-Membro deve elaborar uma lista dos mercados regulamentados relativamente aos quais constitui o Estado-Membro de origem e transmiti-la aos demais Estados-Membros e à Comissão. Deve ser feita uma comunicação semelhante relativamente a qualquer alteração verificada nessa lista. A Comissão deve publicar uma lista de todos os mercados regulamentados no *Jornal Oficial da União Europeia* e atualizá-la pelo menos uma vez por ano. A Comissão também deve publicar e atualizar a lista no seu sítio *web*, sempre que os Estados-Membros comunicarem alterações às listas respetivas.»

24 É o caso do ETFplus market (the open-ended collective investment undertaking (CIUs) segment) da Borsa italiana. V., a este respeito, <http://www.borsaitaliana.it/fondi/formazione/formazione.htm>. Este mercado dedica-se à negociação de instrumentos financeiros de fundos de investimento «abertos» e encontra-se na lista da ESMA de mercados regulamentados em Itália, tendo sido configurado e publicitado explicitamente como tal. A base de dados da ESMA incluí-o como ELECTRONIC OPEN-END FUNDS AND ETC MARKET em [https://registers.esma.europa.eu/publication/details?core=esma\\_registers\\_mifid\\_rma&docId=mifid731rma](https://registers.esma.europa.eu/publication/details?core=esma_registers_mifid_rma&docId=mifid731rma).

59. Contudo, o facto de o sistema EFS não figurar na lista de mercados regulamentados referida não impede que tenha essa natureza. O Tribunal de Justiça afirmou no seu acórdão Nilaş e o.<sup>25</sup>, o simples facto de não figurar na referida lista não é motivo suficiente para considerar que o mercado em questão não é um mercado regulamentado<sup>26</sup>.

60. A Euronext poderia funcionar tanto como gestor do mercado regulamentado Euronext Amsterdam como da plataforma de negociação EFS. O acórdão Nilaş e o. admitiu que a Diretiva 2004/39 contempla expressamente situações em que o gestor de um mercado regulamentado opera igualmente noutro sistema de negociação, sem que este último se transforme, por esse motivo, num mercado regulamentado<sup>27</sup>. O Tribunal de Justiça afirma que a qualificação de um sistema de negociação de instrumentos financeiros como tal exige que este seja autorizado como mercado regulamentado e que o seu funcionamento esteja em conformidade com os requisitos estabelecidos no título III da Diretiva MiFID I<sup>28</sup>.

61. Compete ao tribunal de reenvio esclarecer, enquanto facto submetido à sua livre apreciação, se o EFS é efetivamente um segmento do mercado regulamentado Euronext Amsterdam, que opera sob a sua égide, ou se constitui, em si mesmo, uma plataforma ou um sistema de negociação distinto, embora o gestor de ambos seja o mesmo.

62. A terceira clarificação diz respeito às características das empresas recorrentes. Os fundos Robeco são organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (OICVM) aos quais é aplicável a Diretiva 2009/65/CE<sup>29</sup>. Nos termos do seu artigo 1.º, n.º 2, desta diretiva, são OICVM os organismos: a) cujo objeto exclusivo é o investimento coletivo dos capitais obtidos junto do público em valores mobiliários ou noutros ativos financeiros líquidos referidos no n.º 1 do artigo 50.º e cujo funcionamento seja sujeito ao princípio da repartição de riscos, e b) cujas unidades de participação sejam, a pedido dos seus detentores, readquiridas ou reembolsadas, direta ou indiretamente, a cargo dos ativos destes organismos.

63. Mais especificamente, os fundos Robeco são OICVM públicos e «abertos», que assumem a forma contratual (fundos comuns de investimento geridos por uma sociedade gestora) nos termos do artigo 1.º, n.º 3, da Diretiva 2009/65. A atividade dos fundos de investimento «abertos» «consiste na captação pública de fundos, no investimento e gestão comum dos mesmos, na repartição dos riscos e resultados decorrentes desse investimento e na oferta de uma contrapartida por parte do OICVM aos seus participantes ou associados»<sup>30</sup>.

64. Através do sistema EFS operado pela Euronext, os fundos Robeco dedicam-se à captação de modo organizado, frequente e sistemático do dinheiro dos investidores, pelo que, em princípio, o EFS deveria ser considerado um sistema de negociação. O artigo 2.º, ponto 8, do Regulamento n.º 1287/2006 define um «espaço ou organização de negociação» como «um mercado regulamentado, um MTF ou internalizador sistemático que atue nessa qualidade e, quando aplicável, um sistema fora da [União] que tenha funções semelhantes às de um mercado regulamentado ou MTF».

25 Acórdão de 22 de março de 2012 (C-248/11, EU:C:2012:166, n.º 54).

26 A inscrição na lista elaborada pelo Estado-Membro, que não contempla a definição do artigo 4.º, n.º 1, ponto 14, da Diretiva MiFID I, era um dos elementos do conceito de «mercado regulamentado», de acordo com o artigo 1.º, ponto 13, da Diretiva 93/22/CEE do Conselho, de 10 de maio de 1993, relativa aos serviços de investimento no domínio dos valores mobiliários (JO 1993, L 141, p. 27), revogada pela primeira a partir de 1 de novembro de 2007.

27 Acórdão de 22 de março de 2012, Nilaş e o. (C-248/11, EU:C:2012:166, n.ºs 44 a 46).

28 *Ibidem*, n.ºs 42 a 43.

29 Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de julho de 2009, que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (OICVM) (JO 2009, L 302, p. 32).

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

65. Tomando em consideração as características do sistema EFS expostas no despacho de reenvio, a sua atividade e a dos fundos Robeco que nele intervêm parece constituir uma negociação de instrumentos financeiros realizada de modo organizado, frequente e sistemático.

66. Se assim é, o EFS deveria enquadrar-se, em princípio, num dos tipos de sistemas de negociação previstos na Diretiva MiFID I, a saber, mercado regulamentado, MTF ou IS (exceto se constituísse uma plataforma de negociação OTC, que está excluída do âmbito destas três categorias e que, de acordo com a Diretiva MiFID II, teria de ser enquadrada no novo tipo de sistema de negociação, isto é, nos OTF).

67. Embora a o tribunal de reenvio apenas pergunte se o EFS constitui um mercado regulamentado, entendo ser necessário que o Tribunal de Justiça o enquadre relativamente aos outros tipos de sistemas de negociação da Diretiva MiFID I, para apreciar se o EFS poderia estar relacionado, direta ou subsidiariamente, com algum deles.

68. Esta análise é importante pois se o EFS não constituir um mercado regulamentado, o tribunal de reenvio poderia talvez questionar-se se é um MTF ou um IS, bem como determinar se as obrigações de informação previstas na legislação neerlandesa (em conjugação com as regras relativas à fiscalização de práticas de abuso de mercado) também são aplicáveis a estes tipos de sistemas de negociação, o que justificaria a aplicação das taxas controvertidas pela AFM.

#### *1. Condições gerais exigíveis aos sistemas regulamentados*

69. Decorre da definição prevista no artigo 4.º, n.º 1, ponto 14, da Diretiva MiFID I que um sistema de negociação de instrumentos financeiros tem de preencher as seguintes condições para que possa ser considerado um mercado regulamentado:

- Ser um sistema multilateral, e não bilateral, de negociação, operado por um operador de mercado, que atua como terceiro independente dos compradores e dos vendedores.
- Permitir o encontro ou facilitar o encontro de múltiplos interesses de compra e venda de instrumentos financeiros manifestados por terceiros, dentro desse sistema.
- As transações dos instrumentos financeiros admitidos à negociação de acordo com as suas regras e/ou sistemas têm que resultar na celebração de contratos.
- Funcionar de acordo com regras não discricionárias.
- Ter uma autorização administrativa, que as autoridades nacionais de supervisão financeira atribuem caso a plataforma funcione de forma regular e em conformidade com o disposto no título III da Diretiva MiFID I<sup>31</sup>.

70. No tribunal de reenvio, não é posto em causa que o EFS apresenta algumas destas condições, nomeadamente:

- O EFS é operado por um operador de mercado, a Euronext, e funciona como uma plataforma de acordo com regras não discricionárias (concretamente, previstas no Euronext Fund Service Trading Manual e, posteriormente, no Trading Manual for the NAV Trading Facility).

<sup>31</sup> Nos termos do artigo 36.º, n.º 1, primeiro parágrafo, da Diretiva MiFID I, a autorização de mercado regulamentado deve ser reservada aos sistemas de negociação que respeitem o previsto no título III desta diretiva. O Tribunal de Justiça considerou que como «[a] inscrição na lista a que se refere o artigo 47.º da mesma diretiva que, necessariamente, deve ser posterior a essa autorização, não pode logicamente constituir uma condição para a sua obtenção» (acórdão de 22 de março de 2012, Nilas e o., C-248/11, EU:C:2012:166, n.º 53).

- As transações realizadas no EFS entre os investidores e os organismos de investimento resultam na celebração de contratos entre os primeiros e os segundos, sendo indiferente que a celebração desses contratos se concretize dentro ou fora do sistema.
- Finalmente, o EFS «funciona de forma regular», desde o seu estabelecimento em 2007, no âmbito do mercado regulamentado Euronext Amsterdam, com a Euronext como operador, de acordo com as regras do título III da Diretiva MiFID I. Tal como já referi, embora esta circunstância tenha de ser confirmada pelo juiz nacional, as informações fornecidas no seu despacho de reenvio, bem como as disponibilizadas pela maioria das partes<sup>32</sup>, parecem confirmar que o EFS opera no âmbito da autorização administrativa atribuída pela AFM à Euronext para atuar como mercado regulamentado<sup>33</sup>.

71. O debate centra-se, portanto, nas restantes condições exigíveis, ou seja, na multilateralidade do sistema e na possibilidade de permitir o encontro de múltiplos interesses, manifestados por terceiros, na compra e venda de instrumentos financeiros admitidos à negociação. O tribunal de reenvio e os fundos Robeco fazem também referência a outros elementos do conceito de mercado regulamentado, não previstos na redação da Diretiva MiFID I, que também analisarei.

## *2. Condição da multilateralidade nos mercados regulamentados*

72. O considerando 6 da Diretiva MiFID I revela a intenção do legislador da União de distinguir entre sistemas de negociação de instrumentos financeiros de carácter multilateral e de tipo bilateral. De acordo com este considerando, os conceitos de mercado regulamentado e de MTF «devem excluir os sistemas bilaterais em que uma empresa de investimento participa em cada transação por conta própria e não como contraparte isenta de risco interposta entre o comprador e o vendedor».

73. Uma vez que a Diretiva MiFID I não define os sistemas multilaterais, entendo ser oportuno recorrer à Diretiva MiFID II, que o fez no seu artigo 4.º, n.º 1, ponto 19: «[s]istema multilateral” [é] qualquer sistema ou dispositivo no qual múltiplos interesses de negociação de compra e venda de instrumentos financeiros manifestados por terceiros podem interagir».

74. Tomando em consideração ambos os textos, considero que um sistema de negociação de instrumentos financeiros será multilateral quando nele interajam múltiplos investidores para comprar e vender instrumentos financeiros e exista uma contraparte isenta de risco (operador da plataforma) que se interponha entre esses investidores para garantir um melhor funcionamento do sistema.

75. Embora a Diretiva MiFID I também não preveja uma definição legal dos sistemas bilaterais de negociação, o seu considerando 6 afirma que são aqueles «em que uma empresa de investimento participa em cada transação por conta própria e não como contraparte isenta de risco interposta entre o comprador e o vendedor». O artigo 4.º, n.º 1, ponto 6, da Diretiva MiFID I esclarece que a «negociação por conta própria» consiste na «negociação com base no seu próprio capital, com vista à

<sup>32</sup> A AFM informa que a Euronext Amsterdam N.V. enviou ao tribunal de reenvio uma carta declarando a condição de mercado regulamentado do EFS e salientando que todas as autoridades supervisoras dos Estados nos quais a Euronext opera mercados regulamentados (França, Reino Unido, Bélgica e Portugal, além dos Países Baixos) eram da mesma opinião.

<sup>33</sup> Os fundos Robeco esclareceram na audiência que esta circunstância se verificou apenas a partir de 2012, quando a AFM passou a catalogar o EFS como um mercado regulamentado e a exigir-lhe o pagamento das taxas controvertidas.

conclusão de transações em um ou mais instrumentos financeiros». Portanto, os sistemas de negociação bilaterais caracterizam-se<sup>34</sup> pelo facto de neles os investidores negociarem instrumentos financeiros diretamente com a empresa de investimento, que atua por conta própria, arriscando o seu capital, sem interposição de nenhum terceiro.

76. Os elementos que permitem determinar a multilateralidade de uma plataforma de negociação de instrumentos financeiros podem, portanto, resumir-se: a) na participação de múltiplos investidores para comprar e vender instrumentos financeiros e b) na existência de uma contraparte isenta de risco (o operador), interposta entre os diversos investidores para garantir o seu funcionamento adequado.

77. Importa agora verificar, com as reservas expressas nos n.ºs 55 a 67, se uma entidade como o EFS reúne os referidos elementos.

78. Os fundos Robeco argumentam, nas suas observações, que o sistema EFS tem carácter bilateral. Em sua opinião, consiste num meio de distribuição das unidades de participação em organismos de investimento «abertos». Os investidores tanto podem estabelecer contacto diretamente com estes organismos como podem fazê-lo através do sistema EFS. Neste último caso, os corretores ou intermediários reúnem as ordens de compra e venda dos seus clientes e transmitem-nas aos agentes dos organismos de investimento que operam no EFS. Para os investidores, a vantagem da utilização do EFS consiste no facto de este sistema permitir o acesso a um elevado número de organismos de investimento e de a transmissão de ordens ser mais eficiente. De acordo com as afirmações da Robeco na audiência, o EFS constitui o meio mais utilizado pelos pequenos investidores para adquirir unidades de participação em organismos de investimento «abertos», enquanto os grandes investidores recorrem geralmente à negociação direta.

79. O EFS seria, desta forma, um sistema bilateral de transmissão de ordens de compra e venda de unidades de participação em organismos de investimento «abertos», nos quais os corretores não interagem entre si, relacionando-se apenas com os agentes dos fundos. Cada agente opera por conta do seu próprio capital e não negocia, mas cobre as ordens de compra e venda de unidades de participação. Apenas são colocadas ordens que resultam em transações num mercado primário.

80. Contudo, não creio que estes argumentos sejam suficientes para refutar a multilateralidade do sistema EFS.

81. Tal como salientam a AFM e a Comissão, no sistema EFS existe um operador (Euronext Amsterdam N.V.) que transmite aos agentes dos fundos as ordens de compra e de venda dos investidores transmitidas pelos corretores. Enquanto operador do EFS, a Euronext atua como um terceiro nas transações entre os corretores e os agentes. A sua gestão desta plataforma de negociação é realizada de forma não discricionária, de acordo com o Euronext Fund Service Trading Manual.

82. Os corretores e os agentes dos fundos podem, sem dúvida, efetuar as suas transações de modo bilateral, o que não impede que o EFS seja considerado um sistema multilateral, a partir do momento em que um terceiro (a Euronext) intervém como operador do mercado, que confere segurança na negociação, transparência e maior proteção dos investidores. Esta circunstância explica que os pequenos investidores em organismos de investimento «abertos» constituam os principais utilizadores do sistema EFS. Os grandes investidores têm o conhecimento necessário para se proteger.

34 O Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários afirmou que a expressão «sistemas multilaterais» pretende excluir os sistemas bilaterais e que estes são «os sistemas nos quais uma entidade individual participa em cada negociação introduzida no sistema por conta própria, e não como uma contraparte isenta de risco interposta entre o comprador e o vendedor. Pelo contrário, será considerado um sistema multilateral um sistema em que múltiplos participantes (por exemplo, criadores de mercado) atuam como contrapartes das ordens introduzidas no sistema» (ponto 13 do Documento CESR, Standards for Alternative Trading Systems, CESR/02-086b, julho de 2002 ([http://www.esma.europa.eu/system/files/l-02\\_086b.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/l-02_086b.pdf))).



83. A intervenção da Euronext permite aos fundos captar investidores com maior facilidade do que se recorressem apenas à negociação bilateral. A criação do EFS em 2007<sup>35</sup> foi efetuada, precisamente, pela Euronext Amsterdam em estreita colaboração com a AFM e com a associação representativa dos organismos de investimento neerlandeses. A Euronext afirmava que a principal vantagem do novo modelo EFS para os investidores residia no facto de operar num “*clearly regulated market*”<sup>36</sup>.

84. Se os investidores, ou os seus corretores, tivessem comprado e vendido diretamente unidades de participação junto dos agentes de um organismo de investimento «aberto», à margem do EFS, estaríamos perante um sistema de negociação bilateral, que revestiria a forma de IS (se operasse de modo continuado, frequente e sistemático) ou de negociação OTC não sujeita à Diretiva MiFID I (se operasse apenas esporadicamente). Não parece que seja este o caso vertente.

85. O carácter multilateral do EFS é revelado também pelo facto de a Euronext intervir no sistema como operador que não atua por conta própria nem expõe ao risco capitais próprios. A Euronext está proibida de comprar, vender ou negociar unidades de participação dos fundos, a fim de manter as características de independência e imparcialidade que lhe permitem transmitir à AFM as informações pré-negociação e pós-negociação relativas às transações realizadas no sistema EFS, em conformidade com o previsto na Diretiva MiFID I.

### *3. Exigência do cruzamento de múltiplos interesses de compra e venda manifestados por terceiros nos mercados regulamentados*

86. O outro elemento da definição de mercado regulamentado que suscita dificuldades ao tribunal de reenvio é a exigência do cruzamento de múltiplos interesses de compra e venda manifestados por terceiros.

87. Os fundos Robeco alegam que no EFS apenas existem relações bilaterais entre um corretor e um agente de fundos, no âmbito das quais se compram ou se vendem unidades de participação. Não se verificaria, portanto, interação dos agentes de fundos entre si ou dos corretores entre si.

88. Este argumento também não me parece convincente. Tal como afirma o Governo britânico, no sistema EFS os agentes dos diversos fundos encontram-se com múltiplos corretores que representam os investidores. Os corretores podem escolher quais as transações que pretendam realizar com os diferentes agentes de fundos, e os referidos agentes, por seu turno, podem negociar com corretores de múltiplos investidores. Por conseguinte, há cruzamento ou interação entre os múltiplos interesses de compra ou de venda manifestados por terceiros, que constitui a característica própria de um mercado regulamentado ou de qualquer plataforma de negociação multilateral de instrumentos financeiros.

89. O EFS não é um simples *meio informático* de transmissão de ordens. É um sistema no qual são negociados instrumentos financeiros (unidades de participação em organismos de investimento «abertos») e cuja atividade se desenvolve em conformidade com as regras estabelecidas pelo operador do sistema, a Euronext, num *manual de negociação*<sup>37</sup>.

35 A Euronext pretende estender o seu sistema EFS a França, desenvolvendo uma plataforma multilateral para os organismos de investimento «abertos» que operavam no mercado bolsista parisiense, denominada também Euronext Fund Services, que será gerida pela Euronext Paris. V. informação em Euronext, *Expansion of Euronext Fund Services to include open-end funds on Euronext Paris*, Info-Flash, 24 de julho de 2015.

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

37 O *Euronext Investment Fund Services Trading Manual*, já referido, substituído posteriormente pelo *Trading Manual for the NAV Trading Facility*.

90. Esta interação não é permitida nos sistemas bilaterais de negociação (como os IS). Por esse motivo, o considerando 17 da Diretiva MiFID II, que pode ser utilizado como elemento hermenêutico embora não se encontre em vigor, afirma que, «[a] pesar de as plataformas de negociação serem um sistema em que múltiplas intenções de compra e venda de terceiros interagem no sistema, um internalizador sistemático não deverá ser autorizado a reunir intenções de compra e venda nos mesmos moldes, em termos funcionais, que uma plataforma de negociação».

91. Importa salientar que um organismo de investimento «aberto» é um OICVM cuja função consiste, tal como foi já referido, na captação pública de fundos tendo em vista o seu investimento e a sua gestão comum, repartindo assim os riscos e resultados decorrentes desse investimento entre os seus participantes, que desta forma podem obter unos rendimentos resultantes dos seus investimentos com menor exposição a riscos.

92. A captação de capital dos detentores é fundamental para um organismo de investimento «aberto» e foi isso que os fundos neerlandeses pretenderam com o estabelecimento de um sistema de negociação organizado como o EFS. Com ele pretende-se favorecer o cruzamento dos interesses de compra e venda dos fundos, representados pelos seus agentes, e dos investidores interessados em adquirir ou vender unidades de participação nos referidos fundos, e que atuam no EFS representados pelos seus corretores. Contrariamente ao que sucede nos sistemas de negociação OTC ou nos IS, o EFS proporciona uma clara vantagem para favorecer o cruzamento de interesses de compra e venda relativos às unidades de participação nos fundos de investimento «abertos».

93. Além disso, se os fundos Robeco continuam a comercializar as suas unidades de participação através da negociação bilateral, tal como o seu advogado admitiu na audiência, não consigo perceber como poderia um sistema de negociação no qual intervém a Euronext ser também qualificado como bilateral. A atuação de um terceiro como operador independente, em contraposição à negociação bilateral, revela, na minha opinião, que o EFS é um sistema multilateral com o qual se pretendeu favorecer a interação de múltiplos interesses de compra e venda manifestados por terceiros para negociar as unidades de participação em organismos de investimento «abertos».

#### *4. Outros possíveis elementos do conceito de mercado regulamentado*

94. O tribunal de reenvio e os fundos Robeco trouxeram à colação outros elementos que, em sua opinião, caracterizam os mercados regulamentados. Concretamente: a) o mecanismo de formação de preços aplicado no sistema de negociação; b) o caráter primário do sistema e c) a existência ou inexistência de um risco de comportamentos de abuso de mercado. Consideram que a aplicação destes elementos ao EFS demonstra que é um sistema bilateral, e não uma plataforma multilateral de negociação de instrumentos financeiros.

95. Assinalo desde já que nenhum desses elementos se encontra previsto na definição de mercado regulamentado do artigo 4.º, n.º 1, ponto 14, da Diretiva MiFID I nem me parece que nela estejam implícitos, pelo que não deveriam ser tomados em consideração para determinar se uma plataforma como o EFS constitui ou não um mercado regulamentado.

96. No que diz respeito ao primeiro fator, o tribunal de reenvio explica que no EFS as transações se realizam com base em preços futuros, ou seja, com base no valor patrimonial líquido calculado a partir das cotações posteriores à hora-limite<sup>38</sup>. Segundo os fundos Robeco, esta forma de cálculo do preço das transações no EFS não é determinada pela lei da oferta e da procura de instrumentos financeiros negociados na plataforma, quando essa lei deveria vigorar sempre num mercado regulamentado.

<sup>38</sup> V. exposição mais detalhada do mecanismo no n.º 31 destas conclusões.

97. Contudo, a Diretiva MiFID I não previu nenhuma das diferentes modalidades de formação de preços como elemento diferenciador dos mercados regulamentados. Por conseguinte, esse fator não é relevante para determinar se o EFS é ou não um mercado regulamentado, nos termos da referida Diretiva.

98. Tal é confirmado pelos artigos 29.º, n.º 2, e 44.º, n.º 2, da Diretiva MiFID I, desenvolvidos pelo artigo 18.º do Regulamento n.º 1287/2006, que prevê a possibilidade de estabelecer derrogações às obrigações de transparência pré-negociação no caso dos MTF e dos mercados regulamentados cujos preços sejam determinados por mecanismos alheios à oferta e à procura dos instrumentos financeiros negociados na plataforma. Se se admite a derrogação é porque, logicamente, podem existir mercados regulamentados com mecanismos de formação de preços de diferente natureza.

99. Além disso, de acordo com as informações fornecidas pela AFM na audiência, na formação dos preços no EFS verifica-se uma certa importância da oferta e da procura das unidades de participação. Quando a procura e a oferta das unidades de participação de um fundo coincidem, são compensadas pelo seu agente, mas se a procura supera a oferta, os investidores pagam um acréscimo sobre as unidades de participação; na situação inversa, aplica-se uma dedução. A maior oferta ou procura das unidades de participação de um organismo de investimento «aberto» depende dos resultados dos seus investimentos nos mercados de instrumentos financeiros.

100. O segundo fator alegado pelo tribunal de reenvio e pelos fundos Robeco diz respeito ao caráter primário do mercado no qual são emitidas e subscritas unidades de participação em organismos de investimento «abertos», mas em que não se realiza uma negociação secundária destes instrumentos financeiros.

101. Contudo, a definição de mercado regulamentado da Diretiva MiFID I não inclui nenhuma referência a este elemento (nem a definição de MTF). Além disso, tal como afirma a Comissão, num mercado regulamentado é possível tanto a colocação inicial (primária) de instrumentos financeiros, como a sua posterior negociação secundária<sup>39</sup>. Por conseguinte, o facto de as emissões e subscrições de unidades de participação de organismos de investimento não serem objeto de negociações posteriores não impede que o EFS seja um mercado regulamentado.

102. *A fortiori*, tal como salienta o Governo britânico, o Regulamento (UE) n.º 1031/2010<sup>40</sup> diz respeito aos leilões de licenças de emissão de gases com efeito de estufa, que constituem uma negociação primária de um instrumento financeiro. Nos termos do seu artigo 35.º, n.º 1, «[o]s leilões devem ser realizados apenas em plataformas de leilões que tenham sido autorizadas como mercado regulamentado, nos termos do n.º 5, pelas autoridades nacionais competentes referidas no n.º 4, segundo parágrafo». Esta disposição aceita, portanto, de forma expressa, que se realizem transações próprias dos mercados primários, num mercado regulamentado, de acordo com as condições da Diretiva MiFID I.

103. Finalmente, os fundos Robeco alegam, e o tribunal de reenvio dá voz ao seu argumento, que no sistema EFS é muito pouco provável que se verifiquem comportamentos de abuso de mercado, e, portanto, considerá-lo um mercado regulamentado (com a obrigação concomitante de transmitir informação relativa às atividades dos operadores dos organismos de investimento) não acrescentaria nada à proteção dos investidores.

39 Para N. Moloney, o conceito de mercado regulamentado «is therefore “opting in” in design and captures the distinct primary market capital-rising and secondary market trading functionalities» (Moloney, N., *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3ª ed., Oxford University Press, Oxford, 2014, p. 463).

40 Regulamento da Comissão, de 12 de novembro de 2010, relativo ao calendário, administração e outros aspetos dos leilões de licenças de emissão de gases com efeito de estufa, nos termos da Diretiva 2003/87/CE do Parlamento Europeu e do Conselho relativa à criação de um regime de comércio de licenças de emissão de gases com efeito de estufa na Comunidade (JO 2010, L 302, p. 1).

104. Contudo, creio que este argumento também não pode ser acolhido. Por um lado, a definição de mercado regulamentado da Diretiva MiFID I não inclui entre os seus elementos a maior ou menor probabilidade de se verificarem manipulações do mercado. Por outro lado, a AFM refutou (na minha opinião, com fundamento) a tese da Robeco que confirma a eventualidade de abusos de mercado ou de tráfico de informação privilegiada em sistemas como o EFS.

105. Concretamente, a AFM forneceu exemplos nos quais essas condutas ilícitas se verificaram no âmbito da negociação de unidades de participação em organismos de investimento. No caso da saída de um operador importante de um organismo de investimento, a informação privilegiada pode existir e dar origem a abusos de mercado com incidência sobre o valor das unidades de participação<sup>41</sup>, circunstância que se pode também verificar em decisões como a transformação de um organismo de investimento «aberto» num OICVM fechado.

106. O artigo 9.º da Diretiva 2003/6, aplicável *ratione temporis* ao processo principal, previa apenas a obrigação de transmissão de informação relativamente aos gestores das sociedades com instrumentos admitidos à negociação em mercados regulamentados porque este era o único tipo de sistema de negociação organizada existente à data da adoção da referida diretiva. Como já explicado, a Diretiva MiFID I estabeleceu posteriormente os MTF, e a Diretiva MiFID II prevê a implementação dos OTF como novos sistemas multilaterais de negociação organizada. Uma interpretação sistemática destas disposições permite concluir que as obrigações de transmitir informações às autoridades de supervisão, informações para impedir as condutas ilícitas de abuso de informação privilegiada (artigo 6.º da Diretiva 2003/6) também deviam ser aplicadas aos responsáveis dos novos sistemas organizados de negociação de instrumentos financeiros previstos nas disposições do direito da União posteriores a 2003. Esta interpretação foi inteiramente confirmada pelo novo Regulamento (UE) n.º 596/2014<sup>42</sup>.

107. A interpretação que sugiro, segundo a qual um sistema de negociação com as características do EFS deve ser considerado mercado regulamentado, de acordo com a Diretiva MiFID I, está em conformidade com a finalidade prosseguida por esta diretiva.

108. Com efeito, o objetivo do conjunto normativo MiFID I, posteriormente reforçado pelo MiFID II, consistiu em submeter os diferentes sistemas de negociação que foram surgindo a regulamentação e fiscalização, excluindo apenas a negociação bilateral e esporádica de instrumentos financeiros<sup>43</sup>. Qualquer negociação organizada tem, portanto, de se enquadrar num dos sistemas, multilaterais ou

41 A saída do operador de fundos da Pimco em setembro de 2014 levou à saída de 3700 milhões de euros (<https://www.ft.com/content/56aa4284-4fc1-11e4-a0a4-00144feab7de>). A passagem, no final de 2014, do gestor da Ignis Asset Management para a Old Mutual Global Investors e a saída do gestor de fundos da Bestinver Asset Management também tiveram um impacto significativo (<http://www.expansion.com/2014/09/23/mercados/fondos/1411459605.html>).

42 Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, relativo ao abuso de mercado (regulamento abuso de mercado) e que revoga a Diretiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e as Diretivas 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE da Comissão (JO 2014, L 173, p. 1). O seu considerando 8 tem a seguinte redação: «[o] âmbito da Diretiva 2003/6/CE centrava-se em instrumentos financeiros admitidos à negociação num mercado regulamentado ou para os quais tenha sido efetuado um pedido de admissão à negociação nesses mercados. No entanto, nos últimos anos, os instrumentos financeiros têm vindo a ser cada vez mais negociados em sistemas de negociação multilateral (MTF). Existem igualmente instrumentos financeiros que são negociados apenas noutros tipos de sistemas de negociação organizada (OTF) ou são negociados unicamente no mercado de balcão (OTC). O âmbito do presente regulamento deve, por conseguinte, incluir qualquer instrumento financeiro admitido à negociação num mercado regulamentado, MTF ou OTF, e qualquer outra conduta ou ação que se possa repercutir nesses instrumentos financeiros, independentemente de se efetuar numa plataforma de negociação. [...] Desta forma, será possível melhorar a proteção dos investidores, preservar a integridade dos mercados e garantir a proibição clara de abuso de mercado desses instrumentos».

43 Neste sentido, o artigo 1.º, n.º 7, da Diretiva MiFID II afirma: «Todos os sistemas multilaterais em instrumentos financeiros operam de acordo com as disposições do título II relativas aos MTF ou aos OTF ou às disposições do título III relativas aos mercados regulamentados. As empresas de investimento que, de modo organizado, frequente, sistemático e substancial, negociem por conta própria quando executem ordens de clientes fora de um mercado regulamentado, de um MTF ou de um OTF, operam de acordo com o título III do Regulamento (UE) n.º 600/2014. Sem prejuízo dos artigos 23.º e 28.º do Regulamento (UE) n.º 600/2014, todas as transações de instrumentos financeiros a que se referem o primeiro e segundo parágrafos que não sejam concluídas em sistemas multilaterais ou internalizadores sistemáticos devem respeitar as disposições pertinentes do título III do Regulamento (UE) n.º 600/2014».

bilaterais, previstos nas normas MiFID I e, a partir de 3 de janeiro de 2018, nas normas MiFID II<sup>44</sup>. Desta forma, favorece-se uma concorrência mais adequada entre os diferentes sistemas de negociação, sem o risco de os operadores que pretendam escapar à fiscalização das autoridades de supervisão desenvolverem sistemas de negociação OTC. Se o conceito de mercado regulamentado da Diretiva MiFID I fosse interpretado de forma que excluísse plataformas de negociação como o EFS, nas quais interagem investidores com organismos de investimento «abertos», as finalidades prosseguidas pelo legislador da União neste setor seriam desvirtuadas.

#### IV. Conclusão

109. Atendendo às considerações efetuadas, proponho ao Tribunal de Justiça que responda à questão prejudicial do *College van beroep voor het bedrijfsleven* (Tribunal de Recurso do Contencioso Administrativo em matéria económica, Países Baixos) da seguinte forma:

«Um sistema organizado de negociação de instrumentos financeiros, de carácter multilateral, no qual interagem os interesses de compra e venda dos investidores através de corretores e de organismos de investimento “abertos”, representados pelos seus agentes, sob a fiscalização de um operador independente, deve ser qualificado como mercado regulamentado, na aceção do artigo 4.º, n.º 1, ponto 14, da Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros, que altera as Diretivas 85/611/CEE e 93/6/CEE do Conselho e a Diretiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e que revoga a Diretiva 93/22/CEE do Conselho.»

<sup>44</sup> Clause, N. J., Sorensen, K. E., «Reforming the Regulation of Trading Venues in the EU under the Proposed MiFID II. Levelling the Playing Field and Overcoming Market Fragmentation?», *European Company and Financial Review*, 2012, p. 285.