



Repertoriul jurisprudenței

CONCLUZIILE AVOCATULUI GENERAL
MANUEL CAMPOS SÁNCHEZ-BORDONA
prezentate la 26 aprilie 2017¹

Cauza 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
împotriva**

Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM)

[cerere de decizie preliminară formulată de College van beroep voor het bedrijfsleven (Curtea de Apel pentru Contencios Administrativ în materie Economică, Țările de Jos)]

„Piețe de instrumente financiare – Sisteme multilaterale de tranzacționare – Noțiunea «piață reglementată» – Administrator de fonduri de investiții – Fonduri deschise de investiții – Abuz de piață și utilizare a informațiilor privilegiate”

1. Sistemele de tranzacționare a instrumentelor financiare au cunoscut o evoluție accelerată în ultimii ani, ca urmare a diversificării produselor financiare tranzacționate.
2. Necesitatea de a oferi investitorilor o protecție corespunzătoare, de a reduce riscul și de a spori supravegherea publică a funcționării acestor piețe, în vederea garantării stabilității financiare, a presupus o ajustare progresivă a sistemelor de tranzacționare. Burselor de valori clasice li s-au alăturat platforme noi, atât multilaterale, cât și bilaterale, care permit tranzacționarea oricăror tipuri de instrumente financiare, de la cele mai simple la cele mai sofisticate.
3. Legiuitorul Uniunii s-a implicat din plin în reglementarea acestui sector. În acest scop, prin intermediul unei terminologii complicate pe alocuri, a dezvoltat noțiuni cu caracteristici specifice, precum „piață reglementată”, „sistem multilateral de [tranzacționare]”, „sistem organizat de tranzacționare” și „internalizator sistematic” (denumit în continuare „IS”).

¹ Limba originală: spaniola.

4. Prezenta cauză va permite Curţii să îşi extindă jurisprudenţa aflată încă în stadiu incipient cu privire la caracteristicile sistemelor de tranzacţionare, în special ale pieţelor reglementate. Instanţa de trimitere solicită să se stabilească dacă un sistem intitulat Euronext Fund Service (denumit în continuare „EFS”), gestionat de Euronext Amsterdam N.V.², reprezintă sau nu reprezintă o piaţă reglementată, având în vedere că în cadrul său tranzacţionează numai investitori cu fonduri deschise de investiţii.

I. Cadrul juridic

A. Dreptul Uniunii

5. Dispoziţiile cele mai relevante pentru prezentul litigiu figurează în Directiva 2004/39/CE³ (cunoscută ca „Directiva MiFID I”) şi în normele sale principale de punere în aplicare, şi anume Directiva 2006/73/CE⁴ şi Regulamentul nr. 1287/2006⁵ (denumite în continuare „normele MiFID I” sau „ansamblul normativ MiFID I”). De asemenea, trebuie să se aibă în vedere Directiva 2003/6/CE⁶.

6. Ansamblul format din Directiva MiFID I şi din normele sale de punere în aplicare a suferit impactul crizei financiare din anul 2008, care a evidenţiat anumite deficienţe în funcţionarea şi transparenţa pieţelor financiare. În plus, evoluţia tehnologică a impus consolidarea cadrului normativ, în special a sistemelor de tranzacţionare, cu scopul de a spori gradul de transparenţă, protecţia acordată investitorilor şi gradul de încredere, de a aborda domeniul nereglementat până la momentul respectiv, precum şi de a conferi autorităţilor de supraveghere competenţe adecvate pentru a-şi îndeplini sarcinile.

7. Prin urmare, ansamblul normativ MiFID I, care a intrat în vigoare în anul 2007, va fi înlocuit începând cu 3 ianuarie 2018 cu aşa-numitul ansamblu normativ MiFID II, compus în esenţă din Directiva 2014/65/UE⁷ (denumită în continuare „Directiva MiFID II”) şi din Regulamentul (UE) nr. 600/2014⁸. Cu toate că Directiva MiFID II nu a intrat încă în vigoare şi, în mod evident, nu este aplicabilă în litigiul principal, ea conţine anumite orientări utile pentru interpretarea normelor MiFID I.

1. Directiva 2004/39

8. Directiva MiFID I prevede la articolul 1 alineatul (1) că aceasta „se aplică întreprinderilor de investiţii şi pieţelor reglementate”.

2 Euronext Amsterdam N.V. se prezintă drept succesorul istoricei Bursei de Valori din Amsterdam şi funcţionează sub denumirea de piaţă reglementată.

3 Directiva Parlamentului European şi a Consiliului din 21 aprilie 2004 privind pieţele instrumentelor financiare, de modificare a Directivelor 85/611/CEE şi 93/6/CEE ale Consiliului şi a Directivei 2000/12/CE a Parlamentului European şi a Consiliului şi de abrogare a Directivei 93/22/CEE a Consiliului (JO 2004, L 145, p. 1, Ediţie specială, 06/vol. 8, p. 247).

4 Directiva Comisiei din 10 august 2006 de punere în aplicare a Directivei 2004/39/CE a Parlamentului European şi a Consiliului privind cerinţele organizatorice şi condiţiile de funcţionare ale întreprinderilor de investiţii şi termenii definiţi în sensul directivei menţionate (JO 2006, L 241, p. 26, Ediţie specială, 06/vol. 10, p. 135).

5 Regulamentul Comisiei din 10 august 2006 de punere în aplicare a Directivei 2004/39/CE a Parlamentului European şi a Consiliului privind obligaţiile întreprinderilor de investiţii de păstrare a evidenţei şi înregistrărilor, raportarea tranzacţiilor, transparenţa pieţei, admiterea de instrumente financiare în tranzacţii şi definiţia termenilor în sensul directivei în cauză (JO 2006, L 241, p. 1, Ediţie specială, 06/vol. 10, p. 110).

6 Directiva Parlamentului European şi a Consiliului din 28 ianuarie 2003 privind utilizările abuzive ale informaţiilor confidenţiale şi manipulările pieţei (abuzul de piaţă) (JO 2003, L 96, p. 16, Ediţie specială, 06/vol. 5, p. 210).

7 Directiva Parlamentului European şi a Consiliului din 15 mai 2014 privind pieţele instrumentelor financiare şi de modificare a Directivei 2002/92/CE şi a Directivei 2011/61/UE (JO 2014, L 173, p. 349).

8 Regulamentul Parlamentului European şi al Consiliului din 15 mai 2014 privind pieţele instrumentelor financiare şi de modificare a Regulamentului (UE) nr. 648/2012 (JO 2014, L 173, p. 84).

9. Considerentele (2), (5), (6), (44) și (49) ale acesteia au următorul cuprins:

„(2) [...] se cuvine a se ajunge la nivelul de armonizare necesar pentru a oferi investitorilor un nivel ridicat de protecție și pentru a permite întreprinderilor de investiții să își furnizeze serviciile în întreaga Comunitate, care reprezintă o piață unică, pe baza supravegherii exercitate în statul membru de origine. [...]

[...]

(5) [...] este indispensabil a recunoaște apariția, în paralel cu piețele reglementate, a unei noi generații de sisteme de tranzacționare organizată, care trebuie supuse anumitor obligații vizând menținerea funcționării eficiente și ordonate a piețelor financiare [...]

[...]

(6) Termenii de «piață reglementată» și «MTF»^[9] ar trebui definiți și aceste definiții ar trebui să fie strâns legate una de cealaltă, astfel încât să reiasă că acoperă aceleași funcții de tranzacționare organizată. Acestea ar trebui să excludă sistemele bilaterale în cadrul cărora o întreprindere de investiții intervine, pentru fiecare tranzacționare în cont propriu și nu ca intermediar, fără a-și asuma riscuri, între cumpărător și vânzător. Termenul «sisteme» include toate piețele care sunt alcătuite dintr-un ansamblu de norme și dintr-o platformă de tranzacționare, precum și cele a căror funcționare se bazează numai pe un ansamblu de norme. Piețele reglementate și MTF nu sunt obligate să gestioneze un sistem «tehnic» pentru compararea ordinelor. O piață care se compune doar dintr-un ansamblu de norme care reglementează aspectele legate de acceptarea de membri, de acceptarea instrumentelor la tranzacționări, de tranzacționările între membri, de notificarea tranzacțiilor și, după caz, de obligațiile de transparență este o piață reglementată sau un MTF în sensul prezentei directive, iar tranzacțiile încheiate în conformitate cu aceste norme sunt considerate ca fiind încheiate în temeiul unui sistem de piață reglementată sau al unui MTF. Expresia «interese ale cumpărătorilor și ale vânzătorilor» trebuie înțeleasă în sensul larg, ca incluzând ordinele, prețul și indicarea interesului. Condiția potrivit căreia interesele sunt aduse împreună în sistem în conformitate cu norme nediscreționare stabilite de operatorul sistemului implică faptul că această întâlnire a lor se efectuează în cadrul normelor sistemului sau în cadrul protocoalelor sau procedurilor sale operaționale interne (inclusiv procedurile informatice). Prin «norme nediscreționare» se înțelege că aceste norme nu lasă întreprinderii de investiții care utilizează sistemul nicio marjă de intervenție discreționară asupra interacțiunii intereselor exprimate. Definițiile necesită ca aceste interese să fie aduse împreună astfel încât confruntarea lor să conducă la un contract, a cărui executare are loc în conformitate cu normele sistemului sau cu protocoalele sau procedurile sale operaționale interne.

[...]

(44) În cadrul dublului obiectiv de protejare a investitorilor și de asigurare a bunei funcționări a piețelor valorilor mobiliare, se cuvine a garanta transparența tranzacțiilor și a veghea ca normele prevăzute în acest scop să se aplice întreprinderilor de investiții în cazul în care acestea operează pe aceste piețe. Pentru a permite investitorilor sau participanților de pe piață să evalueze, în orice moment, condițiile unei tranzacții cu acțiuni pe care intenționează s-o efectueze și să verifice, *a posteriori*, condițiile în conformitate cu care aceasta a fost executată, se cuvine a stabili norme comune în ceea ce privește publicarea detaliilor aferente tranzacțiilor cu acțiuni deja efectuate și divulgarea detaliilor privind posibilitățile actuale de tranzacții cu acțiuni. Aceste norme sunt necesare pentru a garanta integrarea reală a piețelor naționale ale acțiunilor, pentru a spori eficacitatea procesului global de formare a prețurilor acestor instrumente și pentru a favoriza

9 Inițialele MTF sunt utilizate în Directiva 2004/39 ca abreviere pentru „sistem multilateral de tranzacționare”.

respectarea efectivă a obligațiilor de bună executare. Realizarea acestor obiective presupune instituirea unui regim global de transparență aplicabil tuturor tranzacțiilor cu acțiuni, indiferent dacă sunt executate de o întreprindere de investiții pe o bază bilaterală sau prin intermediul unei piețe reglementate sau al unui MTF. Obligația întreprinderilor de investiții în temeiul prezentei directive de a afișa un preț de cumpărare și de vânzare și de a executa un ordin la prețul afișat nu exonerează întreprinderile de investiții de obligația de a plasa un ordin către un alt sistem de executare în cazul în care internalizarea ar fi de natură să împiedice întreprinderea să îndeplinească obligațiile de bună executare.

[...]

- (49) Autorizația referitoare la exploatarea unei piețe reglementate ar trebui să includă orice activitate care are legătură directă cu afișarea, prelucrarea, executarea, confirmarea și notificarea ordinelor, din momentul în care acestea sunt primite de piața reglementată și până în momentul în care sunt transmise pentru finalizare ulterioară, precum și orice activitate aferentă admiterii de instrumente financiare la tranzacționare. Autorizația ar trebui să includă, de asemenea, tranzacțiile încheiate prin intermediul formatorilor de piață la care apelează piața reglementată, în cazul în care aceste tranzacții se efectuează în cadrul sistemelor sale și în conformitate cu normele care le reglementează. Tranzacțiile încheiate de membri sau de către participanți ai pieței reglementate sau ai MTF nu trebuie considerate toate ca efectuate în cadrul sistemelor unei piețe reglementate sau ale unui MTF. Tranzacțiile pe care membrii sau participanții le încheie în mod bilateral și care nu îndeplinesc toate obligațiile stabilite pentru o piață reglementată sau un MTF în temeiul prezentei directive ar trebui considerate ca tranzacții încheiate în afara unei piețe reglementate sau a unui MTF în scopul definirii internalizatorilor sistematici. În astfel de cazuri, obligația întreprinderilor de investiții de a-și face publice prețurile ferme ar trebui să se aplice în cazul în care sunt îndeplinite condițiile prevăzute de prezenta directivă.”

10. Articolul 4 alineatul (1) punctele 7, 13, 14 și 15 definește următoarele noțiuni:

„7. «internalizator sistematic» înseamnă o întreprindere de investiții care, în mod organizat, frecvent și sistematic, tranzacționează în cont propriu executând ordinele clienților în afara unei piețe reglementate sau a unui MTF;

[...]

13. «operator de piață» înseamnă una sau mai multe persoane care gestionează și exploatează activitatea unei piețe reglementate. Operatorul poate fi însăși piața reglementată;

14. «piață reglementată» înseamnă un sistem multilateral, exploatat și gestionat de un operator, care asigură sau facilitează confruntarea – chiar în interiorul său și în conformitate cu norme nediscreționare – a unor interese multiple de vânzare și de cumpărare exprimate de terți pentru instrumente financiare, într-un mod care conduce la încheierea de contracte privind instrumente financiare admise la tranzacționare în cadrul normelor sale și al sistemelor sale, și care este autorizat și funcționează în mod regulat în conformitate cu dispozițiile titlului III;

15. «sistem multilateral de tranzacționare (MTF)» înseamnă un sistem multilateral, exploatat de o întreprindere de investiții sau de un operator de piață, care asigură întâlnirea – chiar în interiorul său și în conformitate cu norme nediscreționare – a unor interese multiple de vânzare și de cumpărare exprimate de terți pentru instrumente financiare, într-un mod care conduce la încheierea de contracte în conformitate cu dispozițiile titlului II.”

2. Regulamentul nr. 1287/2006

11. Articolul 2 punctul 8 prevede că „loc de tranzacionare” înseamnă „o pia reglementată, un MTF sau un operator independent care acioneaz în calitatea sa ca atare i, după caz, un sistem din afara Comunităţii cu funcii similare funciilor unei piete reglementate sau ale unui MTF”.

12. Articolul 5 din regulamentul respectiv prevede:

„n sensul prezentului regulament, o referire la o tranzacție este o referire numai la cumpărarea i vânzarea unui instrument financiar. n sensul prezentului regulament, cu excepția capitolului II, cumpărarea i vânzarea unui instrument financiar exclude:

[...]

(c) tranzaciile pe piata primară (precum emisiunea, acordarea sau subscrierea) cu instrumente financiare care fac obiectul articolului 4 alineatul (1) punctul 18 literele (a) i (b) din Directiva 2004/39/CE.”

13. Articolul 21 alineatul (1) enumeră criteriile prin care se stabilete dacă o întreprindere de investiii este operator independent:

„n cazul în care tranzacioneaz în cont propriu, executnd ordine ale clienților în afara unei piete reglementate sau a unui MTF, o întreprindere de investiii este considerată operator independent, cu condiia îndeplinirii următoarelor criterii care indică faptul că ntreprinderea desfoar respectiva activitate în mod organizat, frecvent i sistematic:

(a) activitatea respectivă are un rol comercial semnificativ pentru întreprindere i se desfoar în conformitate cu norme i proceduri nediscreționare;

(b) activitatea este desfurat de personal sau prin intermediul unui sistem tehnic automatizat căruia i s-a atribuit această sarcină, indiferent dacă personalul în cauză sau sistemul respectiv sunt utilizate exclusiv pentru acest scop;

(c) activitatea este accesibilă clienților în mod periodic sau continuu.”

3. Directiva 2003/6

14. Articolul 1 punctul 1 din aceasta prevede următoarele:

„«[I]nformaie confidenial» înseamnă orice informaie cu caracter precis care nu a fost făcută publică i care se referă în mod direct sau indirect la unul sau mai muli emiteni de instrumente financiare i care, în cazul în care ar fi făcută publică, ar fi susceptibilă de a influena în mod semnificativ cursul instrumentelor financiare în cauză sau cursul instrumentelor financiare derivate conexe.”

15. Conform articolului 6 alineatul (4) din directivă:

„Persoanele care au responsabiliti de conducere în cadrul unui emitent de instrumente financiare i, după caz, persoanele care au o legătură strns cu acestea comunică cel puin autorităţii competente tranzaciile efectuate pe seama lor i cu referire la aciunile emitentului respectiv, la instrumente financiare derivate sau alte instrumente financiare care le sunt asociate. Statele membre se asigură că publicului i este înlesnit accesul la informațiile referitoare la aceste tranzacii, cel puin pe bază individuală, de îndată ce acest lucru este posibil.”

B. Dreptul național

16. Articolul 1:1 din *Wet op het financieel toezicht* (Legea privind supravegherea financiară, denumită în continuare „Wft”) definește noțiunea „piață reglementată” după cum urmează:

„un sistem multilateral care asigură sau facilitează confruntarea – chiar în interiorul său și în conformitate cu norme nediscreționare – a unor interese multiple de vânzare și de cumpărare exprimate de terți pentru instrumente financiare, într-un mod care conduce la încheierea de contracte privind instrumente financiare admise la tranzacționare în cadrul normelor și al sistemelor sale, și care funcționează în mod regulat și în conformitate cu dispozițiile privind autorizarea și supravegherea continuă”.

17. Conform articolului 5:60 alineatul 1 litera a), orice persoană

- care stabilește sau participă la stabilirea gestionării curente a unui emitent cu sediul social în Țările de Jos, care a emis sau intenționează să emită instrumente financiare în sensul articolului 5:56 alineatul 1 litera a) [cu alte cuvinte, instrumente financiare admise la tranzacționare pe o piață reglementată sau în cadrul unui sistem de tranzacționare multilateral], sau
- la cererea căreia a luat naștere un contract de cumpărare referitor la un instrument financiar în sensul acestei dispoziții, cu condiția să nu fie vorba despre o valoare mobilă, sau
- care intenționează să încheie un contract de cumpărare referitor la un instrument financiar în sensul acestei dispoziții, cu condiția să nu fie vorba despre o valoare mobilă,

este obligată să raporteze, în termen de cel mult 15 zile lucrătoare de la data tranzacției, tranzacțiile încheiate sau efectuate pe cont propriu cu unități care au legătură cu emitenții menționați la literele a), b) sau c) (ale articolului 5:60 alineatul 1) sau cu instrumente financiare a căror valoare este stabilită de asemenea în funcție de valoarea acestor unități.

18. Conform articolului 5:56 alineatul 1 litera a), persoanei menționate la dispoziția anterioară i se interzice să utilizeze informații privilegiate pentru efectuarea în Țările de Jos ori din Țările de Jos sau dintr-un stat membru a unei tranzacții cu instrumente financiare admise la tranzacționare pe o piață reglementată, pentru care a fost emisă o autorizație în sensul articolului 5:26 alineatul 1, sau în cadrul unui sistem multilateral de tranzacționare pentru care întreprinderea de investiții deține o autorizație în sensul articolului 2:96 sau pentru care a solicitat admiterea la tranzacționare.

19. Conform articolului 1:40 alineatul 1, autoritatea de supraveghere facturează costurile aferente activităților desfășurate în legătură cu exercitarea atribuțiilor sale întreprinderilor pentru care au fost desfășurate activitățile respective, în măsura în care aceste costuri nu revin în sarcina bugetului de stat.

20. În temeiul articolului 5, al articolului 6 și al articolului 8 alineatul 1 litera i) punctul 4 din *Besluit bekostiging financieel toezicht* (Decretul privind finanțarea supravegherii piețelor financiare), *Stichting Autoriteit Financiële Markten* (Autoritatea de Supraveghere a Piețelor Financiare, Țările de Jos, denumită în continuare „AFM”) este autorizată să perceapă taxe de la emitenții prevăzuți la articolul 5:60 alineatul 1 litera a) din *Wft*.

II. Litigiul național și întrebarea preliminară

21. Procedura principală se desfășoară între AFM și Robeco Hollands Bezit N.V., precum și alte 11 întreprinderi (organisme de plasament colectiv în valori mobiliare de tip deschis sau fonduri deschise de investiții, denumite în continuare „Robeco” sau „fondurile Robeco”) care au atacat anumite decizii de impunere privind taxele percepute de autoritatea respectivă.

22. Mai precis, litigiul are ca obiect deciziile AFM din 30 octombrie 2009, din 31 decembrie 2010, din 30 septembrie 2011 și din 28 septembrie 2012 (denumite în continuare „deciziile inițiale”). Prin intermediul acestora, AFM a stabilit în sarcina fondurilor Robeco taxele aferente exercițiilor 2009, 2010, 2011 și 2012, în valoare de 110 euro, de 350 de euro, de 630 de euro și, respectiv, de 180 de euro, în conformitate cu articolul 1:40 și cu articolul 5:60 alineatul 1 prima teză și litera a) din Wft și din Besluit bevestiging financieel toezicht (Decretul privind finanțarea supravegherii piețelor financiare).

23. Potrivit AFM, taxele respective erau datorate ca urmare a sarcinilor de supraveghere pe care această autoritate și le-a asumat în raport cu fondurile Robeco, în contextul aplicării Directivei 2003/6, transpusă în Țările de Jos prin Wft, care obligă emitentii de instrumente financiare tranzacționate pe piețe reglementate să furnizeze informații cu privire la activitățile administratorilor acestora.

24. Prin decizia din 13 decembrie 2012, AFM a respins contestațiile formulate de Robeco.

25. Robeco a introdus o acțiune împotriva acestei decizii la rechtbank Rotterdam (Tribunalul Districtual din Rotterdam, Țările de Jos), care a respins-o prin hotărârea din 24 decembrie 2013.

26. Instanța respectivă a respins pretențiile Robeco și a admis teza AFM, reținând că sistemul EFS se încadra în definiția noțiunii „piață reglementată” prevăzută la articolul 1:1 din Wft, că articolul 5:60 din Wft era aplicabil membrilor consiliilor de administrație și de supraveghere și că AFM a perceput taxele menționate în mod întemeiat.

27. Robeco a atacat hotărârea primei instanțe la College van beroep voor het bedrijfsleven (Curtea de Apel pentru Contencios Administrativ în materie Economică, Țările de Jos), care trebuie să stabilească în esență dacă sistemul EFS este sau nu este inclus în noțiunea „piață reglementată” prevăzută de Directiva 2004/39.

28. Instanța de trimitere a reținut ca dovedite mai multe elemente și împrejurări din litigiul principal, pe care le vom prezenta în mod succint.

29. În primul rând, aceasta afirmă că Euronext deține o autorizație pentru operarea unei piețe reglementate, în temeiul articolului 5:26 alineatul 1 din Wft. EFS este un segment al Euronext, conceput ca un sistem de tranzacționare special, în cadrul căruia sunt tranzacționate exclusiv unități emise de fondurile de investiții cu capital variabil. Fondurile Robeco sunt întreprinderi de investiții „open end” (cu capital variabil) și trebuie să execute ordine de cumpărare sau de emisiune de titluri de participare prin intermediul EFS.

30. În al doilea rând, instanța de trimitere confirmă faptul că sistemul EFS include ca membri agenți de fonduri și intermediari. Fiecare întreprindere de investiții, respectiv fiecare grup de întreprinderi de investiții are propriul său agent, care acționează în contul și pe răspunderea întreprinderii sau a grupului de întreprinderi de investiții. Un intermediar sau broker preia ordinele de cumpărare și de vânzare ale investitorilor și le transmite agentului fondului de investiții respectiv.

31. În sfârşit, instanţa de trimitere arată că, în cadrul sistemului EFS, tranzacţiile se desfăşoară conform formulei „preţul la termen”. Un broker poate să plaseze un ordin la un agent de fonduri până la ora 16.00 (ora-limită), după care valoarea activului net al întreprinderii de investiţii (şi, prin urmare, valoarea titlului de participare care trebuie emis sau cumpărat) se calculează pe baza preţurilor existente după ora limită. Agentul de fonduri execută ordinul care îi este plasat în dimineaţa următoare la ora 10.00, pe baza valorii activului net calculat cu o bonificaţie sau cu o reducere limitată, în funcţie de costurile de tranzacţionare ale întreprinderii de investiţii. Agenţii de fonduri nu încheie tranzacţii între ei în cadrul sistemului EFS, acest principiu aplicându-se şi în cazul brokerilor. Tranzacţiile din cadrul EFS se desfăşoară conform normelor prevăzute de EFS Trading Manual şi de TCS-web User Guide to the EFS.

32. Pe baza acestor elemente, *College van beroep voor het bedrijfsleven* (Curtea de Apel pentru Contencios Administrativ în materie Economică), contrar celor dispuse de prima instanţă, înclină să considere că sistemul EFS nu este multilateral şi că, prin urmare, nu poate fi calificat drept piaţă reglementată în sensul articolului 4 alineatul (1) punctul 14 din Directiva MiFID I.

33. În opinia sa, considerentul (6) al Directivei MiFID I face distincţie între sistemele bilaterale (regimul IS) şi sisteme multilaterale de tranzacţionare, printre care se află şi pieţele reglementate. Diferenţa dintre acestea constă în faptul că în cadrul sistemelor bilaterale se efectuează tranzacţii exclusiv între întreprinderea de investiţii şi investitor, în timp ce în cazul celor multilaterale sunt acceptate şi tranzacţiile între investitori. EFS reprezintă un sistem bilateral, deoarece în cadrul acestuia acţionează un broker (în calitate de reprezentant al investitorului) şi un agent de fonduri (în numele acestora), primul efectuând tranzacţii cu cel de al doilea.

34. Potrivit instanţei de trimitere, în considerentul (6) al Directivei MiFID I se arată că un sistem în cadrul căruia se efectuează numai tranzacţii care nu sunt supuse obligaţiei de informare nu poate fi calificat drept piaţă reglementată. În temeiul articolului 5 prima teză şi litera (c) din Regulamentul nr. 1287/2006, tranzacţiile efectuate în cadrul sistemului EFS reprezintă tranzacţii pe piaţa primară, iar nu tranzacţii care presupun cumpărarea şi vânzarea unui instrument financiar. Capitolul III din regulamentul respectiv nu este aplicabil tranzacţiilor de pe piaţa primară şi, prin urmare, obligaţiile de informare prevăzute în acesta nu sunt obligatorii în ceea ce priveşte tranzacţiile din cadrul sistemului EFS. Având în vedere că prin intermediul EFS se efectuează exclusiv tranzacţii pe piaţa primară, care, prin urmare, nu sunt supuse obligaţiei de informare, EFS nu poate fi considerat piaţă reglementată.

35. Potrivit instanţei de trimitere, această apreciere este susţinută de faptul că valoarea titlurilor de participare tranzacţionate prin intermediul sistemului EFS este determinată în funcţie de valoarea activului net, astfel cum s-a arătat. Dimpotrivă, pe o piaţă reglementată, preţul nu se stabileşte în acest mod, ci pe baza ofertei şi a cererii participanţilor la piaţa respectivă.

36. În sfârşit, instanţa de trimitere susţine că EFS nu este o piaţă reglementată, deoarece în cadrul său nu pot exista situaţii de manipulare a preţurilor şi cu greu ar putea avea loc tranzacţii pe baza unor informaţii privilegiate.

37. Cu toate acestea, instanţa de trimitere consideră că EFS ar putea fi calificată drept piaţă reglementată, în sensul articolului 4 alineatul (1) punctul 14 din Directiva MiFID I. Aceasta admite că nici din modul de redactare a articolului respectiv şi nici din considerentul (6) al directivei menţionate nu rezultă în mod direct că o platformă de tranzacţionare în care nu se efectuează exclusiv tranzacţii supuse obligaţiei de informare şi în care preţul tranzacţiei nu se formează pe baza ofertei şi a cererii nu poate fi calificată drept piaţă reglementată. În acest scop, este suficient să fie vorba despre o piaţă care funcţionează în temeiul unui ansamblu de norme precum cele enumerate în considerentul (6) şi să existe elementele definiţiei prevăzute la articolul 4 alineatul (1) punctul 14 din Directiva MiFID I.

38. În plus, instanța de trimitere consideră că sistemul EFS ar putea fi inclus în noțiunea „piață reglementată” prevăzută de Directiva MiFID I, deoarece este o platformă de tranzacționare independentă operată de Euronext, care a obținut autorizația corespunzătoare în acest sens; EFS este un sistem multilateral, în cadrul căruia activează o multitudine de brokeri și de agenți de fonduri care au posibilitatea să introducă ordine; utilizatorii sistemului EFS pot fi considerați terți în raport cu Euronext; în cadrul sistemului EFS sunt confruntate interesele de cumpărare și de vânzare exprimate de brokeri și de agenții de fonduri, astfel încât să conducă la încheierea de tranzacții.

39. Având în vedere îndoielile privind interpretarea noțiunii „piață reglementată”, College van beroep voor het bedrijfsleven (Curtea de Apel pentru Contencios Administrativ în materie Economică, Țările de Jos) a adresat Curții următoarea întrebare preliminară:

„Un sistem la care participă o multitudine de agenți de fonduri și de brokeri care reprezintă în tranzacții în cadrul acestui sistem întreprinderi de investiții «open end» sau investitori și care, în realitate, facilitează doar obligația acestor întreprinderi de investiții «open end» de a executa ordine de cumpărare și de vânzare de titluri de participare plasate de investitori trebuie considerat o piață reglementată în sensul articolului 4 alineatul (1) punctul 14 din [Directiva] MiFID [I], iar în cazul unui răspuns afirmativ, care sunt criteriile determinante în acest sens?”

III. Analiza întrebării preliminare

40. Instanța de trimitere solicită Curții să stabilească dacă o platformă de tranzacționare a instrumentelor financiare cu caracteristicile sistemului EFS este sau nu este o piață reglementată în sensul Directivei MiFID I. Înainte de a aborda răspunsul la această întrebare, considerăm că se impune prezentarea reglementărilor în materia sistemelor de tranzacționare a instrumentelor financiare stabilite de Directiva MiFID I și a evoluției pe care au cunoscut-o de la momentul aplicării sale. Vom face referire de asemenea la schimbările care se vor produce începând cu 3 ianuarie 2018, ca urmare a intrării în vigoare a ansamblului normativ MiFID II, chiar dacă acestea nu sunt aplicabile *ratione temporis* în litigiu.

A. Observații preliminare privind sistemele de tranzacționare a instrumentelor financiare

41. Directiva MiFID I și normele sale de punere în aplicare au modificat semnificativ regimul juridic al sistemelor de tranzacționare a instrumentelor financiare¹⁰. În vederea sporirii integrării, a competitivității și a eficienței acestor piețe pe teritoriul Uniunii, s-a eliminat monopolul de tranzacționare pe care bursele de valori clasice îl dețineau în unele state membre și s-a deschis calea pentru concurența dintre platformele tradiționale și noile sisteme de tranzacționare alternative care au luat naștere ca urmare a dezvoltării tehnologice, dar care se aflau în afara cadrului reglementat.

¹⁰ Aceste sisteme de tranzacționare „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” [„reprezintă sisteme sau rețele multilaterale, care oferă servicii de tranzacționare, de decontare, de compensare și de raportare cu privire la tranzacții cu instrumente financiare și tranzacții derivate. Acestea sprijină piețele financiare prin furnizarea de servicii esențiale, conectarea partenerilor contractuali, reducerea costurilor de tranzacție prin economiile de scară, gestionarea riscurilor sistemice și a riscurilor de contraparte și promovarea transparenței”] (Ferrarini, G., și Saguato, P., „Regulating Financial Market Infrastructures”, *ECGI Working Paper* nr. 259/2014, iunie 2014, p. 7).

42. Astfel cum am menționat, legiuitorul Uniunii urmărea să sporească gradul de transparență a acestor sisteme, protecția acordată investitorilor și gradul de încredere și să confere autorităților de supraveghere competențe adecvate pentru a-și îndeplini sarcinile¹¹.

43. Directiva MiFID I a reglementat trei tipuri de sisteme de tranzacționare a instrumentelor financiare, două dintre acestea multilaterale (piețe reglementate și MTF)¹² și unul bilateral (IS). În afară de sistemele respective, care respectă un model de tranzacționare organizată, dispozițiile MiFID prevăd posibilitatea unei tranzacționări neorganizate („over-the-counter”, denumită în continuare „OTC”) a instrumentelor financiare.

44. Prima și cea mai stabilă categorie de sisteme de tranzacționare a instrumentelor financiare este cea a piețelor reglementate, utilizată în ansamblurile normative MiFID I și II și în alte dispoziții de drept al Uniunii. Cu toate că vom analiza ulterior pe larg particularitățile acestora, piețele reglementate, în sensul definiției prevăzute la articolul 4 alineatul (1) punctul 14 din Directiva MiFID I, reprezintă sisteme multilaterale de tranzacționare a instrumentelor financiare, gestionate de un operator care aplică norme nediscreționare în ceea ce privește funcționarea acestora, în care interacționează interese multiple de cumpărare și de vânzare exprimate de terți, ceea ce conduce la încheierea de contracte. Acestea sunt similare burselor de valori clasice și, conform bazei de date a Autorității Europene pentru Valori Mobiliare [și Piețe] (denumită în continuare „AEVMP”)¹³, pe teritoriul Uniunii există în prezent 102 piețe reglementate (4 în Țările de Jos, dintre care una este Euronext Amsterdam).

45. Cea de a doua categorie, care se referă la așa-numitele „sisteme multilaterale de negociere” (MTF), a fost introdusă prin Directiva MiFID I pentru a desemna mecanismele alternative de tranzacționare apărute în practică în urma dezvoltării tehnologice. MTF-urile sunt de asemenea sisteme multilaterale de tranzacționare în care interacționează interese multiple de cumpărare și de vânzare exprimate de terți, gestionate în mod nediscreționar de către un operator sau o întreprindere de investiții într-un mod care conduce la încheierea de contracte și care necesită o autorizație administrativă. Cu toate că regimul lor este similar cu cel al piețelor reglementate, se distinge de acesta din urmă prin faptul că tipurile de instrumente financiare care pot face obiectul tranzacției nu sunt verificate în prealabil.

46. Conform bazei de date a AEVMP¹⁴, în Uniunea Europeană există în prezent 150 de MTF-uri, dintre care se remarcă prin prisma volumului lor platforme precum BATS Trading Ltd (Regatul Unit). În Țările de Jos există două astfel de sisteme, și anume Tom MTF Derivatives Markets și Tom MTF Cash Markets.

47. Cea de a treia categorie introdusă prin Directiva MiFID I se referă la așa-numiții „internalizatori sistematici”. Spre deosebire de sistemele anterioare, aceștia nu reprezintă centre multilaterale de negociere gestionate de un terț, la care apelează investitorii pentru a vinde și a cumpăra instrumente financiare, ci sisteme bilaterale de negociere. Conform articolului 4 alineatul (1) punctul 7 din Directiva MiFID I, este vorba despre întreprinderi de investiții care, în mod organizat, frecvent și sistematic, tranzacționează în cont propriu executând ordinele clienților. Acest sistem de tranzacționare nu este definit ca atare, ci în raport cu entitatea care îl utilizează.

11 Conform unui studiu finanțat de Comisie, rezultatul a constat în creșterea concurenței dintre diferitele centre de tranzacționare a instrumentelor financiare, precum și în oferirea mai multor alternative pentru investitori în ceea ce privește furnizorii de servicii și instrumentele disponibile, progrese care au fost posibile datorită evoluției tehnologice. În general, costurile tranzacțiilor s-au redus, iar integrarea a crescut, astfel cum se arată în studiul efectuat de Oxera, *Monitoring Prices, Costs and Volumes of Trading and Post-trading Services*, 2011. A se vedea de asemenea Documentul COM(2011) 652 final, p. 2.

12 Sistemele multilaterale pot fi denumite și „loc de tranzacționare”, definit ca „un sistem operat de o întreprindere de investiții sau de un operator de piață în sensul definițiilor de la articolul 4 alineatul (1) punctul 1 și punctul 13 din Directiva 2004/39/CE, altele decât un internalizator sistematic în sensul definiției de la articolul 4 alineatul (1) punctul 7 din respectiva directivă, care reunește interese de cumpărare și de vânzare exprimate pentru instrumente financiare din sistem, într-un mod care conduce la încheierea de contracte în conformitate cu titlul II sau III din respectiva directivă”, astfel cum prevede articolul 2 punctul 4 din Regulamentul (UE) nr. 648/2012 al Parlamentului European și al Consiliului din 4 iulie 2012 privind instrumentele financiare derivate extrabursiere, contrapărțile centrale și registrele centrale de tranzacții (JO 2012, L 201, p. 1).

13 Datele pot fi consultate la adresa https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_rma.

14 Datele pot fi consultate la următorul link: https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_mtf

48. Cu toate că nu necesită o autorizație administrativă eliberată de autoritatea națională de supraveghere, IS sunt întreprinderi suficient de mari încât să execute la nivel intern ordinele de cumpărare și de vânzare ale investitorilor, motiv pentru care sunt supuse unor numeroase obligații de transparență. Aparent, regimul IS nu a fost prea atractiv, deoarece, conform datelor AEVMP¹⁵, numai 11 întreprinderi sunt înregistrate sub această formă pe tot teritoriul Uniunii, în Țările de Jos neexistând niciuna.

49. În afară de tranzacționarea instrumentelor financiare prin intermediul acestor sisteme organizate de tranzacționare, Directiva MiFID I, astfel cum am menționat, prevede o a patra metodă de executare a ordinelor privind instrumente financiare, și anume OTC. Astfel reiese din considerentul (53)¹⁶ al directivei, conform căruia directiva nu își propune „aplicarea de norme de transparență înainte de tranzacționare în cazul tranzacțiilor extrabursiere (OTC), care, prin natura lor, sunt ocazionale și nu au caracter regulat, se efectuează cu contrapartide angro și fac parte dintr-o relație comercială care se caracterizează ea însăși prin tranzacții ce depășesc mărimea normală a pieței și se efectuează în afara sistemelor utilizate în mod obișnuit de întreprinderea respectivă pentru a-și desfășura activitatea de internalizator sistematic”.

50. Directiva MiFID I, probabil ca urmare a obligațiilor impuse IS [tranzacționarea în mod organizat, frecvent și sistematic, prevăzută la articolul 21 alineatul (3) din Regulamentul nr. 1287/2006], precum și a configurației chiar mai restrictive a piețelor reglementate și a MTF-urilor, nu a inclus în domeniul său de aplicare alte modalități de tranzacționare OTC, care reprezintă un volum important din tranzacțiile cu instrumente financiare, astfel cum este cazul așa-numitelor „broker crossing systems”, „broker-dealer crossing networks” sau „dark pools” sau platforme de tranzacționare electronice¹⁷.

51. Ca urmare a crizei financiare din anul 2008 și a evoluției platformelor de tranzacționare¹⁸, Directiva MiFID II, care nu este încă în vigoare, a păstrat aceeași tipologie de sisteme de tranzacționare, însă a adăugat încă o categorie, pe care a numit-o „sisteme organizate de tranzacționare” (denumite în continuare „OTF”).

52. OTF-urile sunt definite în termeni foarte generali, deoarece această nouă modalitate de tranzacționare multilaterală urmărește să includă sistemele de tranzacționare OTC care nu au făcut obiectul reglementării MiFID I¹⁹. Diferența principală dintre acestea și piețele reglementate și, respectiv, MTF-uri constă în faptul că operatorii unui OTF pot executa ordine în mod discreționar, respectând, după caz, cerințele de transparență pretranzacționare și obligațiile de bună executare.

15 Datele pot fi consultate la următorul link: https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_sys

16 A se vedea comentariile lui Gomber, P., Pierron, A., „MiFID: Spirit and Reality of a European Financial Market Directive”, *Celent Paper*, noiembrie 2010, p. 12.

17 A se vedea analiza detaliată a lui Onofrei, A., *La négociation des instruments financiers au regard de la directive MIF*, Larcier, Bruxelles, 2012, p. 360-363.

18 Considerentul 4 al Directivei MiFID II justifică acest lucru după cum urmează: „Criza financiară a evidențiat deficiențele în funcționarea și transparența piețelor financiare. Evoluția piețelor financiare a evidențiat necesitatea consolidării cadrului de reglementare în ceea ce privește piețele instrumentelor financiare, inclusiv în cazul tranzacțiilor extrabursiere (over-the-counter – OTC) de pe aceste piețe, pentru a spori gradul de transparență, protecția acordată investitorilor, gradul de încredere, pentru a aborda domeniile nereglementate, precum și pentru a conferi autorităților de supraveghere competențe adecvate pentru a-și îndeplini sarcinile.”

19 Articolul 4 alineatul (1) punctul 23 din Directiva MiFID II definește sistemul organizat de tranzacționare (OTF) drept „un sistem multilateral care nu este o piață reglementată sau un MTF și în cadrul căruia pot interacționa multiple interese ale unor terțe părți de vânzare și cumpărare de obligațiuni, produse financiare structurate, certificate de emisii și instrumente financiare derivate, într-un mod care conduce la încheierea de contracte în conformitate cu titlul II din prezenta directivă [...]”.

53. Evoluția descrisă mai sus evidențiază faptul că legiuitorul Uniunii dorește să reglementeze diverse sisteme de tranzacționare a instrumentelor financiare pe măsura dezvoltării lor, singura exceptată fiind tranzacționarea bilaterală și ocazională a instrumentelor respective²⁰. Astfel, obiectivul este ca orice tranzacționare organizată a instrumentelor financiare să se desfășoare prin intermediul unuia dintre modalitățile multilaterale sau bilaterale prevăzute de Directiva MiFID II²¹. În acest mod, se promovează o concurență mai adecvată între diferitele sisteme de tranzacționare, fără să existe riscul ca operatorii care doresc să evite controalele autorităților de supraveghere să folosească alte mecanisme alternative.

B. Noțiunea „piață reglementată” și aplicarea sa în ceea ce privește o platformă de tranzacționare precum EFS

54. Instanța de trimitere solicită Curții să stabilească dacă o platformă de tranzacționare cu caracteristicile sistemului EFS este sau nu este inclusă în definiția noțiunii „piață reglementată” prevăzută de Directiva MiFID I. Înainte de a ne exprima opinia în acest sens, dorim să facem trei precizări.

55. În primul rând, instanței naționale, care cunoaște direct și complet modul în care funcționează EFS, îi revine sarcina de a determina dacă această platformă îndeplinește sau nu îndeplinește condițiile pentru a fi calificată drept piață reglementată. Desigur, Curtea îi poate furniza liniile directe pentru interpretarea Directivei MiFID I, extrăgând din aceasta condițiile pe care trebuie să le îndeplinească un sistem de tranzacționare care poate fi inclus în categoria respectivă. Dintre aceste condiții, în vederea oferirii unui răspuns util, trebuie avute în vedere în special cele în litigiu în prezenta cauză²².

56. În al doilea rând, trebuie subliniat că informațiile furnizate de instanța națională și de părți în cadrul ședinței par să confirme faptul că EFS funcționează sub „umbrela” autorizației administrative acordate Euronext de către AFM pentru a acționa în calitate de piață reglementată.

57. Cu toate acestea, nu rezultă că segmentul EFS constituie, ca atare, o piață reglementată. Nu figurează printre piețele reglementate neerlandeze din baza de date a AEVMP²³ și nici nu este prezentat în mod special astfel, spre deosebire de alte sisteme analoge²⁴.

20 În acest sens, articolul 1 alineatul (7) din Directiva MiFID II prevede: „Toate sistemele multilaterale de instrumente financiare operează fie în conformitate cu dispozițiile titlului II în ceea ce privește MTF urile sau OTF urile, fie în conformitate cu dispozițiile titlului III în ceea ce privește piețele reglementate.

Orice firme de investiții care tranzacționează pe cont propriu în mod organizat, frecvent, sistematic și substanțial în executarea ordinelor clienților în afara unei piețe reglementate, a unui MTF sau a unui OTF funcționează în conformitate cu titlul III din Regulamentul (UE) nr. 600/2014.

Fără a aduce atingere articolelor 23 și 28 din Regulamentul (UE) nr. 600/2014, toate tranzacțiile cu instrumente financiare menționate la primul și la al doilea paragraf care nu sunt încheiate în cadrul sistemelor multilaterale sau al operatorilor independenți respectă dispozițiile relevante de la titlul III din Regulamentul (UE) nr. 600/2014.”

21 Potrivit Moloney, „MiFID II/MiFIR is designed to repatriate trading on to organized trading venues and away from OTC markets” [„MiFID II/MiFIR are ca scop readucerea tranzacțiilor în cadrul sistemelor organizate de tranzacționare, departe de piețele OTC”] (Moloney, N., *EU Securities and Financial Markets Regulation*, ediția a treia, Oxford University Press, Oxford, 2014, p. 434). A se vedea de asemenea 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.

22 Această abordare a fost utilizată de Curte în Hotărârea din 3 decembrie 2015, Banif Plus Bank (C-312/14, EU:C:2015:794, punctul 51), și în Hotărârea din 30 mai 2013, Genil 48 și Comercial Hostelera de Grandes Vinos (C-604/11, EU:C:2013:344, punctul 43).

23 Conform articolului 47 din Directiva MiFID I, intitulat „Lista piețelor reglementate”: „Fiecare stat membru întocmește o listă cu piețele reglementate pentru care este statul membru de origine și comunică această listă celorlalte state membre și Comisiei. Fiecare modificare a acestei liste presupune o comunicare similară. Comisia publică o listă cu toate piețele reglementate în *Jurnalul Oficial al Uniunii Europene* și o actualizează cel puțin o dată pe an. De asemenea, ea publică și actualizează lista pe site-ul internet de fiecare dată când un stat membru notifică o modificare a propriei liste.”

24 De exemplu, ETFplus market (the open-ended collective investment undertaking [CIUs] segment) a Bursei italiene. A se vedea în acest sens <http://www.borsaitaliana.it/fondi/formazione/formazione.htm>. Această piață este dedicată tranzacțiilor cu instrumente financiare efectuate de fondurile deschise de investiții și se regăsește în lista piețelor reglementate din Italia elaborată de AEVMP, fiind configurată și publicată ca atare în mod explicit. În baza de date a AEVMP figurează ca ELECTRONIC OPEN-END FUNDS AND ETC MARKET pe linkul https://registers.esma.europa.eu/publication/details?core=esma_registers_mifid_rma&docId=mifid731rma.

58. Neîncluderea sistemului EFS în lista respectivă a piețelor reglementate nu îl împiedică totuși să aibă această calitate. Curtea a statuat în Hotărârea Nilaș și alții²⁵ că simplul fapt de a nu figura pe această listă nu reprezintă un motiv suficient pentru a presupune că piața respectivă nu este o piață reglementată²⁶.

59. Euronext ar putea acționa în același timp în calitate de operator al pieței reglementate Euronext Amsterdam și al platformei de tranzacționare EFS. În Hotărârea Nilaș și alții s-a admis că Directiva 2004/39 are în vedere în mod expres situații în care operatorul unei piețe reglementate exploatează și un alt sistem de tranzacționare, fără ca acesta din urmă să devină o piață reglementată în temeiul acestei exploatare²⁷. Curtea arată că, pentru a fi calificat astfel, un sistem de tranzacționare a instrumentelor financiare trebuie să fie autorizat ca piață reglementată și să funcționeze în conformitate cu cerințele prevăzute în titlul III din Directiva MiFID I²⁸.

60. Întrucât este vorba despre un element de fapt lăsat la libera sa apreciere, instanței de trimitere îi revine sarcina de a stabili dacă EFS reprezintă realmente un segment al pieței reglementate Euronext Amsterdam, care operează sub umbrela sa, sau dacă constituie ca atare o platformă sau un sistem de tranzacționare distinct, în pofida faptului că ambele au același operator.

61. Cea de a treia precizare vizează caracteristicile întreprinderilor recurente. Fondurile Robeco sunt organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM) care intră sub incidența Directivei 2009/65/CE²⁹. Conform articolului 1 alineatul (2) din aceasta, OPCVM-urile sunt organisme (a) al căror unic obiect este investiția colectivă în valori mobiliare și/sau alte active financiare lichide prevăzute la articolul 50 alineatul (1) de capital atras de la public și a căror operare este supusă principiului diversificării riscurilor și (b) ale căror titluri de participare sunt, la cererea deținătorilor de titluri de participare, răscumpărate sau rambursate, direct sau indirect, din activele acestor organisme.

62. Mai precis, în conformitate cu articolul 1 alineatul (3) din Directiva 2009/65, fondurile Robeco sunt OPCVM-uri publice și deschise, de natură contractuală (fonduri obișnuite de investiții gestionate de o societate de administrare). Activitatea fondurilor deschise de investiții „constă în atragerea publică de fonduri, în investirea și gestionarea comună a acestora, în repartizarea riscurilor și a rezultatelor investiției respective și în oferirea unei contrapartide de către OPCVM investitorilor sau acționarilor”³⁰.

63. Fondurile Robeco, utilizând sistemul EFS exploatat de Euronext, au ca activitate atragerea de fonduri de la investitori în mod organizat, frecvent și sistematic și, în principiu, pentru acest motiv, EFS ar putea fi calificat drept sistem de tranzacționare. Articolul 2 punctul 8 din Regulamentul nr. 1287/2006 prevede că „loc de tranzacționare” înseamnă „o piață reglementată, un MTF sau un operator independent care acționează în calitatea sa ca atare și, după caz, un sistem din afara Comunității cu funcții similare funcțiilor unei piețe reglementate sau ale unui MTF”.

64. Având în vedere caracteristicile sistemului EFS prezentate în decizia de trimitere, activitatea sa și a fondurilor Robeco – care funcționează în cadrul său – pare să conștie în tranzacționarea de instrumente financiare în mod organizat, frecvent și sistematic.

25 Hotărârea din 22 martie 2012 (C-248/11, EU:C:2012:166, punctul 54).

26 În schimb, înscrierea pe lista întocmită de statul membru, în care nu figurează definiția prevăzută la articolul 4 alineatul (1) punctul 14 din Directiva MiFID I, constituia un element al noțiunii „piață reglementată”, conform articolului 1 punctul 13 din Directiva 93/22/CEE a Consiliului din 10 mai 1993 privind serviciile de investiții în domeniul valorilor mobiliare (JO 1993, L 141, p. 27, Ediție specială, 06/vol. 7, p. 3), care a fost abrogată prin Directiva MiFID I începând cu 1 noiembrie 2007.

27 Hotărârea din 22 martie 2012, Nilaș și alții (C-248/11, EU:C:2012:166, punctele 44-46).

28 *Ibidem*, punctele 42-43.

29 Directiva Parlamentului European și a Consiliului din 13 iulie 2009 de coordonare a actelor cu putere de lege și a actelor administrative privind organismele de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM) (JO 2009, L 302, p. 32).

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

65. Dacă acest lucru este adevărat, EFS ar trebui să se încadreze, în principiu, în unul dintre tipurile de sisteme de tranzacționare reglementate de Directiva MiFID I, și anume piață reglementată, MTF sau IS (cu excepția cazului în care este vorba despre o platformă de tranzacționare OTC care nu a fost inclusă în aceste trei categorii și care, conform Directivei MiFID II, ar trebui să facă parte dintr-un nou tip de sistem de tranzacționare, și anume OTF).

66. Cu toate că instanța națională solicită să se stabilească numai dacă EFS este o piață reglementată, considerăm că Curtea ar trebui să ofere clarificări privind celelalte tipuri de sisteme de tranzacționare prevăzute de Directiva MiFID I, pentru ca aceasta să poată aprecia dacă EFS ar putea corespunde, în mod direct sau în subsidiar, unuia dintre ele.

67. Această analiză este relevantă deoarece, în cazul în care EFS nu este o piață reglementată, instanța de trimitere ar putea solicita să se stabilească dacă sistemul respectiv este un MTF sau un IS, precum și dacă obligațiile de informare prevăzute de legislația neerlandeză (în raport cu normele privind controlul comportamentelor abuzive de piață) sunt aplicabile de asemenea acestor tipuri de sisteme de tranzacționare, astfel încât să justifice perceperea de către AFM a taxelor în litigiu.

1. Condiții generale privind sistemele reglementate

68. Din definiția prevăzută la articolul 4 alineatul (1) punctul 14 din Directiva MiFID I rezultă că un sistem de tranzacționare a instrumentelor financiare trebuie să întrunească următoarele condiții pentru a putea fi calificat drept piață reglementată:

- să fie un sistem de tranzacționare multilateral, iar nu bilateral, exploatat de un operator de piață, care acționează în calitate de terț independent față de cumpărători și de vânzători;
- să asigure sau să faciliteze confruntarea, în interiorul său, a unor interese multiple de cumpărare și de vânzare exprimate de terți pentru instrumente financiare;
- tranzacțiile cu instrumente financiare admise la tranzacționare în cadrul normelor sale și al sistemelor sale trebuie să conducă la încheierea de contracte;
- să funcționeze în conformitate cu norme nediscreționare;
- să dețină o autorizație administrativă, acordată de autoritățile naționale de supraveghere atunci când platforma funcționează în mod regulat în conformitate cu dispozițiile titlului III din Directiva MiFID I³¹.

69. Nu s-a contestat la instanța de trimitere faptul că EFS îndeplinește o parte dintre aceste condiții, și anume:

- EFS este exploatat de un operator de piață, Euronext, și funcționează ca platformă în conformitate cu norme nediscreționare (concret, cele prevăzute în Euronext Fund Service Trading Manual și, ulterior, în Trading Manual for the NAV Trading Facility);
- tranzacțiile efectuate în cadrul EFS între investitori și fondurile de investiții conduc la încheierea de contracte între aceștia și fondurile respective, indiferent dacă contractele sunt încheiate în cadrul sau în afara sistemului;

³¹ Conform articolului 36 punctul 1 primul paragraf din Directiva MiFID I, autorizația de piață reglementată trebuie rezervată sistemelor de tranzacționare care respectă cerințele prevăzute în titlul III din directiva respectivă. Curtea a considerat că, întrucât „înscrisura pe lista prevăzută la articolul 47 din aceeași directivă trebuie în mod necesar să intervină ulterior autorizării respective, aceasta nu poate în mod logic să constituie o condiție pentru autorizare” [Hotărârea din 22 martie 2012, Nilas și alții (C-248/11, EU:C:2012:166, punctul 52)].

- în sfârșit, de la înființarea sa în anul 2007, EFS „funcționează în mod regulat” în cadrul pieței reglementate Euronext Amsterdam – al cărei operator este Euronext – în conformitate cu dispozițiile titlului III din Directiva MiFID I. Cu toate că, astfel cum am arătat, acest aspect trebuie verificat de instanța națională, informațiile din decizia de trimitere, precum și cele furnizate de majoritatea părților³² par să confirme faptul că EFS funcționează în temeiul autorizației administrative emise de AFM în favoarea Euronext pentru a acționa în calitate de piață reglementată³³.

70. Dezbateră se concentrează, așadar, pe celelalte condiții impuse, și anume caracterul multilateral al sistemului și posibilitatea ca acesta să permită întâlnirea unor interese multiple de cumpărare și de vânzare exprimate de terți privind instrumente financiare admise la tranzacționare. Instanța de trimitere și fondurile Robeco menționează, în plus, alte elemente ale noțiunii „piață reglementată”, care nu sunt prevăzute de Directiva MiFID I, dar pe care le vom analiza, de asemenea.

2. Caracterul multilateral al piețelor reglementate

71. Considerentul (6) al Directivei MiFID I evidențiază intenția legiuitorului Uniunii de a face distincție între sistemele de tranzacționare a instrumentelor financiare cu caracter multilateral și, respectiv, bilateral. În cuprinsul considerentului se arată că noțiunile „piață reglementată” și „MTF” „ar trebui să excludă sistemele bilaterale în cadrul cărora o întreprindere de investiții intervine, pentru fiecare tranzacționare în cont propriu și nu ca intermediar, fără a-și asuma riscuri, între cumpărător și vânzător”.

72. Cu toate că Directiva MiFID I nu definește sistemele multilaterale, considerăm că ar putea fi oportun să apelăm la directiva MiFID II, care le definește la articolul 4 alineatul (1) punctul 19: „«sistem multilateral» înseamnă orice sistem sau mecanism în cadrul căruia pot interacționa multiple interese de tranzacționare ale terțelor părți privind cumpărarea și vânzarea de instrumente financiare”.

73. Având în vedere cele două texte normative, considerăm că un sistem de tranzacționare a instrumentelor financiare are caracter multilateral atunci când în cadrul său interacționează diverși investitori cu scopul de a cumpăra și de a vinde instrumente financiare și există un intermediar care nu își asumă riscuri (operatorul platformei) și care intervine între investitorii respectivi pentru a asigura buna funcționare a sistemului.

74. Cu toate că nu există o definiție legală a sistemelor bilaterale de tranzacționare în Directiva MiFID I, în considerentul (6) al acesteia se arată că este vorba despre cele „în cadrul cărora o întreprindere de investiții intervine, pentru fiecare tranzacționare în cont propriu și nu ca intermediar, fără a-și asuma riscuri, între cumpărător și vânzător”. Articolul 4 alineatul (1) punctul 6 din Directiva MiFID I clarifică faptul că „tranzacționarea în cont propriu” înseamnă „faptul de a negocia prin angajarea propriilor capitaluri unul sau mai multe instrumente financiare în vederea încheierii de tranzacții”. Prin urmare, sistemele bilaterale de tranzacționare se caracterizează³⁴ prin faptul că, în cadrul lor, investitorii tranzacționează în mod direct instrumente financiare cu întreprinderea de investiții, care acționează în nume propriu riscând propriul capital, fără intervenția vreunui terț.

32 AFM arată că Euronext Amsterdam N.V. a adresat instanței de trimitere o scrisoare prin care confirma calitatea de piață reglementată a EFS, subliniind că toate autoritățile de supraveghere naționale din statele în care Euronext gestionează piețe reglementate (în afară de Țările de Jos, Franța, Regatul Unit, Belgia și Portugalia) împărtășeau aceeași opinie.

33 Fondurile Robeco au menționat în ședință că această împrejurare există numai începând cu anul 2012, atunci când AFM a calificat EFS ca piață reglementată și i-a solicitat plata taxelor în litigiu.

34 Comitetul Autorităților Europene de Reglementare a Piețelor Valorilor Mobiliare (CESR) a subliniat că sintagma „sisteme multilaterale” urmărește să excludă sistemele bilaterale și că acestea din urmă reprezintă „sistemele în care o entitate individuală intervine între cumpărător și vânzător în fiecare tranzacție introdusă în sistem în nume propriu, iar nu ca intermediar care nu își asumă riscuri. Pe de altă parte, un sistem în care diverși participanți (de exemplu formatorii de piață) acționează în calitate de intermediari în raport cu ordinele plasate în sistem este considerat multilateral” (punctul 13 din Documentul CESR, Standards for Alternative Trading Systems, CESR/02-086b, iulie 2002, (http://www.esma.europa.eu/system/files/l-02_086b.pdf).

75. Elementele care permit stabilirea caracterului multilateral al unei platforme de tranzacționare a instrumentelor financiare se pot rezuma, așadar, la: a) participarea mai multor investitori cu scopul de a cumpăra sau de a vinde instrumente financiare și b) existența unui intermediar care nu își asumă riscuri (operatorul) și care intervine între investitori pentru a asigura funcționarea corespunzătoare a platformei.

76. Astfel, trebuie să se verifice, cu rezervele exprimate la punctele 55-67, dacă o entitate precum EFS întrunește elementele respective.

77. În observațiile lor, fondurile Robeco susțin că sistemul EFS are caracter bilateral. În opinia lor, acesta reprezintă un canal de distribuție a unităților emise de fonduri deschise de investiții. Investitorii pot lua legătura cu aceste fonduri fie în mod direct, fie prin intermediul sistemului EFS. În acest din urmă caz, brokerii sau intermediarii preiau ordinele de cumpărare și de vânzare de la clienții lor și le transmit agenților fondurilor de investiții listate pe EFS. Avantajul pe care îl presupune utilizarea EFS pentru investitori este că acest sistem facilitează accesul la nenumărate fonduri de investiții și că transmiterea ordinelor este mai eficientă. Conform celor afirmate de fondurile Robeco în cadrul ședinței, EFS este metoda cea mai utilizată de micii investitori pentru a achiziționa unități emise de fonduri deschise de investiții, în timp ce marii investitori apelează, în general, la negocierea directă.

78. Astfel, EFS ar reprezenta un sistem bilateral de transmitere a ordinelor de cumpărare și de vânzare de unități în fonduri deschise de investiții, în cadrul căruia brokerii nu interacționează între ei, ci numai cu agenții fondurilor. Fiecare agent acționează în numele fondului său și nu execută, ci compensează ordinele de cumpărare și de vânzare de unități. Se introduc exclusiv ordine care conduc la tranzacții pe piața primară.

79. Totuși, considerăm că aceste argumente sunt insuficiente pentru a respinge caracterul multilateral al EFS.

80. Astfel cum arată AFM și Comisia, sistemul EFS are un operator (Euronext Amsterdam N.V.) care transmite agenților fondurilor ordinele de cumpărare și de vânzare ale investitor, introduse de brokeri. În cadrul tranzacțiilor dintre aceștia (brokeri și agenți), Euronext, în calitate de operator al EFS, are calitatea de terț. Acesta exploatează sistemul de tranzacționare în mod nediscreționar, în conformitate cu Euronext Fund Service Trading Manual.

81. Desigur, brokerii și agenții de fonduri pot efectua tranzacții bilaterale, acest fapt neconstituind un obstacol pentru a califica EFS drept sistem multilateral, având în vedere că un terț (Euronext) intervine în calitate de operator de piață, asigurând securitatea și transparența tranzacționării, precum și un grad mai ridicat de protecție a investitorilor. Astfel se explică faptul că principalii utilizatori ai sistemului EFS sunt micii investitori în fonduri deschise de investiții. Marii investitori au cunoștințele necesare pentru a se proteja singuri.

82. Intervenția Euronext permite fondurilor să atragă investitori într-un mod mai simplu decât dacă ar recurge numai la tranzacționarea bilaterală. Tocmai acesta este scopul pentru care EFS a fost înființat în anul 2007³⁵ de către Euronext Amsterdam în strânsă colaborare cu AFM și cu asociația reprezentativă a fondurilor de investiții neerlandeze. Euronext a afirmat că principalul avantaj pe care îl prezintă noul sistem EFS pentru investitori este faptul că pot opera pe „*a clearly regulated market*” [„o piață reglementată în mod clar”]³⁶.

35 Euronext urmărește să își extindă sistemul EFS în Franța, prin înființarea unei platforme multilaterale pentru fondurile deschise de investiții care operau pe piața bursieră pariziană, denumită de asemenea Euronext Fund Services, care ar urma să fie gestionată de Euronext Paris. A se vedea informațiile de pe Euronext, *Expansion of Euronext Fund Services to include open-end funds on Euronext Paris*, Info-Flash, 24 iulie 2015.

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

83. Dacă investitorii sau brokerii acestora ar cumpăra sau ar vinde în mod direct unități tranzacționând cu agenții unui fond deschis de investiții, în afara EFS, ar fi vorba despre un sistem bilateral de tranzacționare de tipul IS (în cazul tranzacționării în mod continuu, frecvent și sistematic) sau OTC nesupus Directivei MiFID I (în cazul tranzacționării ocazionale). Această situație nu pare să se regăsească în prezenta cauză.

84. Caracterul multilateral al EFS este evidențiat, de asemenea, de faptul că Euronext intervine în cadrul sistemului în calitate de operator care nu acționează în nume propriu și nu își riscă propriul capital. Mai mult, Euronext nu are dreptul să cumpere sau să vândă unitățile fondurilor ori să execute tranzacții cu acestea, și aceasta pentru a-și menține caracterul independent și imparțial, care îi permite să transmită AFM informații pre și post-tranzacționare cu privire la tranzacțiile efectuate în sistemul EFS, în conformitate cu prevederile Directivei MiFID I.

3. Cerința privind confruntarea intereselor multiple de vânzare și de cumpărare exprimate de terți pe piețele reglementate

85. Celălalt element al definiției noțiunii „piață reglementată” care ridică dificultăți instanței de trimitere este cerința privind confruntarea intereselor multiple de vânzare și de cumpărare exprimate de terți.

86. Fondurile Robeco susțin că în cadrul EFS există numai raporturi bilaterale între un broker și un agent de fonduri, în temeiul cărora se cumpără sau se vând unități. Prin urmare, nu ar exista o interacțiune între agenții de fonduri sau între brokeri.

87. În opinia noastră, nici acest argument nu este convingător. Astfel cum susține guvernul Regatului Unit, în cadrul sistemului EFS tranzacționează agenții mai multor fonduri și brokerii care reprezintă investitorii. Brokerii pot alege tranzacțiile pe care le efectuează cu agenții diferitor fonduri, iar aceștia din urmă, la rândul lor, pot tranzacționa cu brokeri ai mai multor investitori. Prin urmare, există o confruntare sau o interacțiune între multiplele interese de cumpărare și de vânzare exprimate de terți, aceasta constituind caracteristica inerentă a unei piețe reglementate sau a oricărei platforme multilaterale de tranzacționare a instrumentelor financiare.

88. EFS nu este un simplu *canal informatic* de transmitere a ordinelor, ci un sistem în cadrul căruia se tranzacționează instrumente financiare (unități emise de fonduri deschise de investiții) și a cărui activitate se desfășoară în conformitate cu normele stabilite de operatorul sistemului, Euronext, într-un *manual de tranzacționare*³⁷.

89. Această interacțiune nu este permisă în cadrul sistemelor bilaterale de tranzacționare (precum IS-urile). Este motivul pentru care, în considerentul (17) al Directivei MiFID II, care poate fi utilizat drept element de interpretare, în pofida faptului că nu este (încă) în vigoare, se arată că, „în timp ce locurile de tranzacționare sunt mecanisme în care interese multiple de vânzare și cumpărare ale unor terți interacționează în cadrul sistemului, unui operator independent nu ar trebui să i se permită să reunească interese de vânzare și cumpărare ale unor terți în mod similar, din punct de vedere funcțional, unui loc de tranzacționare”.

90. Trebuie să se țină seama de faptul că un fond deschis de investiții este un OPCVM a cărui sarcină, astfel cum am arătat, constă în atragerea publică de fonduri, în vederea investirii și a gestionării comune a acestora, repartizând astfel riscurile și rezultatele investiției respective între deținătorii de unități, care pot obține astfel profituri din investițiile efectuate, expunându-se unor riscuri reduse.

³⁷ *Euronext Investment Fund Services Trading Manual*, menționat anterior, care a fost înlocuit ulterior cu *Trading Manual for the NAV Trading Facility*.

91. Atragerea de capital de la deținătorii de unități este extrem de importantă pentru un fond deschis de investiții, acesta fiind scopul pentru care fondurile neerlandeze au înființat un sistem de tranzacționare organizată precum EFS. Prin intermediul acestuia, se încearcă facilitarea confruntării intereselor de vânzare și de cumpărare ale fondurilor, reprezentate de agenții lor, și ale investitorilor care doresc să cumpere sau să vândă unitățile fondurilor respective și care acționează în cadrul EFS prin intermediul brokerilor lor. Spre deosebire de sistemele de tranzacționare OTC sau IS, EFS prezintă un avantaj evident în ceea ce privește facilitarea confruntării intereselor de cumpărare și de vânzare referitoare la unitățile fondurilor deschise de investiții.

92. În plus, în cazul în care fondurile Robeco continuă să își comercializeze unitățile prin intermediul tranzacționării bilaterale, astfel cum a admis avocatul lor în ședință, nu putem înțelege cum un sistem de tranzacționare în care intervine Euronext ar putea să fie considerat de asemenea bilateral. Intervenția unui terț ca operator independent, spre deosebire de cazul tranzacționării bilaterale, evidențiază, în opinia noastră, faptul că EFS este un sistem multilateral prin care s-a urmărit facilitarea interacțiunii dintre interesele multiple de cumpărare și de vânzare exprimate de terți, în vederea tranzacționării unităților fondurilor de deschise de investiții.

4. Alte posibile elemente ale noțiunii „piață reglementată”

93. Instanța de trimitere și fondurile Robeco au invocat alte elemente care, în opinia lor, caracterizează piețele reglementate. Concret: a) mecanismul de formare a prețurilor aplicat în sistemul de tranzacționare; b) caracterul primar al sistemului și c) existența sau inexistența riscului unor comportamente abuzive de piață. În opinia lor, aplicarea acestor elemente în ceea ce privește EFS ar confirma că este un sistem bilateral, iar nu o platformă multilaterală de tranzacționare a instrumentelor financiare.

94. Ne pronunțăm anticipat cu privire la faptul că niciunul dintre aceste elemente nu este menționat în definiția „pieței reglementate” prevăzută la articolul 4 alineatul (1) punctul 14 din Directiva MiFID I și, în opinia noastră, nici nu reies în mod implicit din cuprinsul acesteia, astfel încât nu ar trebui luate în considerare pentru a stabili dacă o platformă precum EFS este sau nu este o piață reglementată.

95. În ceea ce privește primul factor, instanța de trimitere arată că, în cadrul EFS, tranzacțiile se desfășoară conform formulei „prețul la termen”, cu alte cuvinte în funcție de valoarea activului net calculat pe baza prețurilor existente după ora-limită³⁸. Potrivit fondurilor Robeco, această modalitate de stabilire a prețului tranzacțiilor prin sistemul EFS nu este supusă regulii ofertei și a cererii de instrumente financiare tranzacționate în cadrul platformei, care ar trebui să se aplice întotdeauna pe o piață reglementată.

96. Cu toate acestea, Directiva MiFID I nu a stabilit niciuna dintre diferitele modalități de formare a prețurilor drept element de diferențiere de piețele reglementate. Prin urmare, acest factor nu este relevant pentru a stabili dacă, conform directivei respective, EFS este sau nu este o piață reglementată.

97. Acest lucru este confirmat de articolul 29 alineatul (2) și de articolul 44 alineatul (2) din Directiva MiFID I, puse în aplicare prin intermediul articolului 18 din Regulamentul nr. 1287/2006, care prevede posibilitatea de a stabili derogări de la obligațiile de transparență pretranzacționare în cazul MTF-urilor și al piețelor reglementate ale căror prețuri se determină pe baza altor mecanisme decât cel al ofertei și al cererii de instrumente financiare tranzacționate în cadrul platformei. Existența acestei excepții implică, în mod logic, faptul că pot exista piețe reglementate cu mecanisme diferite de formare a prețurilor.

³⁸ A se vedea punctul 31 din prezentele concluzii pentru o prezentare mai detaliată a mecanismului.

98. În plus, conform informațiilor furnizate de AFM în ședință, mecanismul de formare a prețurilor în cadrul EFS se bazează într-o anumită măsură pe oferta și pe cererea de unități. Atunci când cererea și oferta de unități ale unui fond coincid, acestea sunt compensate de agentul acestuia, însă dacă cererea depășește oferta investitorii plătesc un procent suplimentar pentru unități; în caz contrar, aceștia beneficiază de o reducere. Creșterea ofertei sau a cererii de unități emise de un fond deschis de investiții depinde de rezultatele investițiilor sale pe piețele de instrumente financiare.

99. Al doilea factor invocat de instanța de trimitere și de fondurile Robeco se referă la caracterul primar al pieței pe care se emit și se subscriu unități ale fondurilor deschise de investiții, neexistând o tranzacționare secundară cu aceste instrumente financiare.

100. Cu toate acestea, nici definiția pieței reglementate (și nici cea a MTF-urilor) prevăzută de Directiva MiFID I nu conține vreo trimitere la acest element. În plus, astfel cum susține Comisia, pe o piață reglementată este posibilă atât plasarea inițială (primară) de instrumente financiare, cât și tranzacționarea secundară ulterioară³⁹. Prin urmare, faptul că emisiunea și subscrierea de unități ale fondurilor de investiții nu fac obiectul tranzacțiilor ulterioare nu constituie un obstacol în calea calificării EFS drept piață reglementată.

101. În plus, astfel cum arată guvernul Regatului Unit, Regulamentul (UE) nr. 1031/2010⁴⁰ reglementează licitarea certificatelor de emisii de gaze cu efect de seră, care reprezintă o tranzacționare primară cu un instrument financiar. Conform articolului 35 alineatul (1) din acesta, „se desfășoară licitații doar pe platforma de licitație autorizată ca piață reglementată, în temeiul alineatului (5), de către autoritățile naționale competente menționate la alineatul (4) al doilea paragraf”. Această dispoziție admite, așadar, în mod expres, faptul că pe o piață reglementată, conform condițiilor prevăzute de Directiva MiFID I, se desfășoară tranzacții specifice piețelor primare.

102. În sfârșit, fondurile Robeco invocă – și instanța de trimitere reiterează susținerile sale – faptul că în cadrul sistemului EFS nu există aproape niciun risc de comportamente abuzive de piață și că, prin urmare, calificarea sa drept piață reglementată (cu obligația corelativă de transmitere a informațiilor cu privire la activitățile administratorilor fondurilor de investiții) nu ar presupune în niciun caz sporirea gradului de protecție a investitorilor.

103. Totuși, considerăm că nici acest argument nu poate fi admis. Pe de o parte, definiția pieței reglementate prevăzută de Directiva MiFID I nu conține printre elementele sale posibilitatea mai mare sau mai mică de manipulare a pieței. Pe de altă parte, AFM a respins (în mod întemeiat, în opinia noastră) teza fondurilor Robeco, confirmând posibilitatea abuzurilor de piață sau a transmiterii de informații privilegiate în cadrul unor sisteme precum EFS.

104. Mai precis, AFM a oferit exemple de astfel de comportamente ilicite în cadrul tranzacționării de unități emise de fondurile de investiții. În situații precum retragerea unui administrator important al unui fond de investiții, informațiile privilegiate pot exista și pot conduce la comportamente de abuz de piață cu efecte asupra valorii unităților⁴¹, împrejurare care poate exista de asemenea în cazul unor decizii precum transformarea unui fond deschis de investiții într-un OPCVM închis.

39 Potrivit Moloney, noțiunea „piață reglementată” „is therefore «opting in» in design and captures the distinct primary market capital-rising and secondary market trading functionalities” [„este concepută, prin urmare, ca fiind de tipul «opt-in» și înglobează două funcții distincte, de atragere de capital pe piața primară și, respectiv, de tranzacționare pe piața secundară”] (Moloney, N., *EU Securities and Financial Markets Regulation*, ediția a treia, Oxford University Press, Oxford, 2014, p. 463).

40 Regulamentul Comisiei din 12 noiembrie 2010 privind calendarul, administrarea și alte aspecte ale licitației certificatelor de emisii de gaze cu efect de seră în temeiul Directivei 2003/87/CE a Parlamentului European și a Consiliului de stabilire a unui sistem de comercializare a cotelor de emisii de gaze cu efect de seră în cadrul Comunității (JO 2010, L 302, p. 1).

41 Retragerea administratorului de fonduri Pimco în luna septembrie 2014 a condus la retrageri în valoare de 3 700 de milioane de euro (<https://www.ft.com/content/56aa4284-4fc1-11e4-a0a4-00144feab7de>). Un impact semnificativ l-au avut și trecerea, la finalul anului 2014, a administratorului Ignis Asset Management la Old Mutual Global Investors și retragerea operatorului de fonduri Bestinvest Asset Management (<http://www.expansion.com/2014/09/23/mercados/fondos/1411459605.html>).

105. Articolul 9 din Directiva 2003/6, aplicabil *ratione temporis* în litigiul principal, prevede numai obligația de transmitere a informațiilor cu privire la administratorii societăților emitente de instrumente financiare admise la tranzacționare pe piețe reglementate, întrucât acesta era singurul tip de sistem organizat de tranzacționare existent pe piață la momentul adoptării directivei respective. Ulterior, astfel cum am arătat, Directiva MiFID I a creat MTF-urile și Directiva MiFID II prevede înființarea OTF-urilor drept noi sisteme multilaterale de tranzacționare organizată. O interpretare sistematică a acestor dispoziții permite să se concluzioneze că obligațiile de transmitere a informațiilor către autoritățile de supraveghere pentru a împiedica comportamentele ilicite de abuz de informații privilegiate (articolul 6 din Directiva 2003/6) ar trebui impuse de asemenea operatorilor noilor sisteme organizate de tranzacționare a instrumentelor financiare prevăzute de dispozițiile dreptului Uniunii ulterioare anului 2003. Această interpretare a fost confirmată în totalitate de noul Regulament (UE) nr. 596/2014⁴².

106. Interpretarea pe care o propunem, potrivit căreia un sistem de tranzacționare care prezintă caracteristicile EFS trebuie considerat piață reglementată, în temeiul Directivei MiFID I, este în acord cu obiectivul urmărit de aceasta.

107. Astfel, ansamblul normativ MiFID I, care, ulterior, a condus la adoptarea MiFID II, a avut drept obiectiv reglementarea și controlul diverselor sisteme de tranzacționare nou înființate, excluzând numai tranzacționarea bilaterală și ocazională a instrumentelor financiare⁴³. Orice tranzacționare organizată trebuie să fie inclusă, prin urmare, în unul dintre cele două sisteme – multilateral sau bilateral – prevăzute de ansamblul normativ MiFID I și, după 3 ianuarie 2018, de MiFID II⁴⁴. În acest mod, se promovează o concurență mai adecvată între diferitele sisteme de tranzacționare, fără a exista riscul ca operatorii care doresc să evite controalele autorităților de supraveghere să dezvolte sisteme de tranzacționare de tipul OTC. În cazul în care noțiunea „piață reglementată” prevăzută de Directiva MiFID I este interpretată în sensul că exclude platforme de tranzacționare precum EFS, în care investitorii interacționează cu fonduri deschise de investiții, obiectivele urmărite de legiuitorul Uniunii în acest domeniu ar fi compromise.

42 Regulamentul (UE) nr. 596/2014 al Parlamentului European și al Consiliului din 16 aprilie 2014 privind abuzul de piață (Regulamentul privind abuzul de piață) și de abrogare a Directivei 2003/6/CE a Parlamentului European și a Consiliului și a Directivelor 2003/124/CE, 2003/125/CE și 2004/72/CE ale Comisiei (JO 2014, L 173, p. 1). Considerentul (8) al acestuia are următorul cuprins: „domeniul de aplicare al Directivei 2003/6/CE s-a concentrat pe instrumente financiare admise la tranzacționare pe o piață reglementată sau pentru care s-a depus o cerere de admitere la tranzacționare pe o piață reglementată. Cu toate acestea, în ultimii ani instrumentele financiare au fost tranzacționate tot mai mult prin sisteme multilaterale de tranzacționare (MTF-uri). Există, de asemenea, instrumente financiare care sunt tranzacționate numai prin intermediul altor tipuri de sisteme organizate de tranzacționare (OTF-uri) sau numai extrabursier. Prin urmare, domeniul de aplicare al prezentului regulament ar trebui să includă orice instrumente financiare tranzacționate pe o piață reglementată, în cadrul unui MTF sau al unui OTF, precum și orice alt comportament sau acțiune care influențează un astfel de instrument financiar, indiferent dacă se desfășoară sau nu într-un loc de tranzacționare. [...] Acest fapt ar trebui să îmbunătățească nivelul de protecție al investitorilor, să mențină integritatea piețelor și să asigure faptul că abuzul de piață al unor astfel de instrumente este interzis în mod clar”.

43 În acest sens, articolul 1 alineatul (7) din Directiva MiFID II prevede: „Toate sistemele multilaterale de instrumente financiare operează fie în conformitate cu dispozițiile titlului II în ceea ce privește MTF-urile sau OTF-urile, fie în conformitate cu dispozițiile titlului III în ceea ce privește piețele reglementate. Orice firme de investiții care tranzacționează pe cont propriu în mod organizat, frecvent, sistematic și substanțial în executarea ordinelor clienților în afara unei piețe reglementate, a unui MTF sau a unui OTF funcționează în conformitate cu titlul III din Regulamentul (UE) nr. 600/2014. Fără a aduce atingere articolelor 23 și 28 din Regulamentul (UE) nr. 600/2014, toate tranzacțiile cu instrumente financiare menționate la primul și la al doilea paragraf care nu sunt încheiate în cadrul sistemelor multilaterale sau al operatorilor independenți respectă dispozițiile relevante de la titlul III din Regulamentul (UE) nr. 600/2014.”

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

IV. Concluzie

108. Având în vedere considerațiile anterioare, propunem Curții să răspundă la întrebarea preliminară adresată de College van beroep voor het bedrijfsleven (Curtea de Apel pentru Contencios Administrativ în materie Economică, Țările de Jos) după cum urmează:

„Un sistem organizat de tranzacționare a instrumentelor financiare, cu caracter multilateral, în care interacționează interesele de cumpărare și de vânzare ale investitorilor care acționează prin intermediul brokerilor și al fondurilor de investiții deschise, reprezentate de agenții lor, sub controlul unui operator independent, trebuie calificat drept piață reglementată, în sensul articolului 4 alineatul (1) punctul 14 din Directiva 2004/39/CE a Parlamentului European și a Consiliului din 21 aprilie 2004 privind piețele instrumentelor financiare, de modificare a Directivelor 85/611/CEE și 93/6/CEE ale Consiliului și a Directivei 2000/12/CE a Parlamentului European și a Consiliului și de abrogare a Directivei 93/22/CEE a Consiliului.”