



## Zbierka súdnych rozhodnutí

NÁVRHY GENERÁLNEHO ADVOKÁTA  
MANUEL CAMPOS SÁNCHEZ-BORDONA  
prednesené 26. apríla 2017<sup>1</sup>

**Vec 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**

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

[návrh na začatie prejudiciálneho konania, ktorý podal College van beroep voor het bedrijfsleven  
(Odvolačný súd pre hospodárske veci, Holandsko)]

„Trhy s finančnými nástrojmi – Multilaterálne obchodné systémy – Pojem regulovaný trh –  
Správca investičných fondov – Otvorené investičné fondy – Zneužitie trhu a využitie  
dôverných informácií“

1. Systémy obchodovania s finančnými nástrojmi zaznamenali v posledných rokoch prevratný vývoj, ktorý je dôsledkom diverzifikácie finančných produktov uvádzaných na trh.
2. Potreba poskytnúť investorom primeranú ochranu, znížiť riziko a zvýšiť verejný dohľad nad fungovaním týchto trhov s cieľom zaručiť finančnú stabilitu, si vyžiadala postupné úpravy systémov obchodovania. K tradičným burzám cenných papierov pribudli nové – tak multilaterálne, ako aj bilaterálne – platformy, ktoré umožňujú obchodovať s rôznymi finančnými nástrojmi, od najjednoduchších až po najzložitejšie.
3. Normotvorca Únie sa v plnej miere zapojil do tvorby právnych predpisov v tomto odvetví. Na tento účel a s použitím terminológie, ktorá je niekedy ťažko zrozumiteľná, zaviedol samostatné kategórie „regulované trhy“, „multilaterálne obchodné systémy“, „organizované systémy obchodovania“ a „systematickí internalizátori“ (ďalej len „SI“).

<sup>1</sup> Jazyk prednesu: španielčina.

4. Prejednávaná vec umožní Súdnemu dvoru rozšíriť svoju zatiaľ nevelmi rozsiahlu judikatúru týkajúcu sa znakov systémov obchodovania, a to najmä regulovaných trhov. Vnútroštátny súd chce vedieť, či je systém nazvaný Euronext Fund Service (ďalej len „EFS“), ktorý prevádzkuje spoločnosť Euronext Amsterdam N.V.<sup>2</sup>, regulovaným trhom, vzhľadom na to, že v ňom vzájomne pôsobia len investori a otvorené investičné fondy.

## I. Právny rámec

### A. Právo Únie

5. Ustanovenia, ktoré majú pre prejednávaný spor najväčší význam, sa nachádzajú v smernici 2004/39/ES<sup>3</sup> (známej ako „smernica MiFID I“) a v hlavných predpisoch prijatých na jej vykonanie, ktorými sú smernica 2006/73/ES<sup>4</sup> a nariadenie (ES) č. 1287/2006<sup>5</sup> (ďalej len „predpisy MiFID I“ alebo „súbor predpisov MiFID I“). Tiež bude potrebné zohľadniť smernicu 2003/6/ES.<sup>6</sup>

6. Súbor predpisov tvorený smernicou MiFID I a predpismi prijatými na jej vykonanie bol ovplyvnený finančnou krízou z roku 2008, ktorá odhalila určité nedostatky vo fungovaní a v transparentnosti finančných trhov. Vzhľadom na technický vývoj navyše bolo potrebné posilniť právny rámec, najmä pokiaľ ide o systémy obchodovania, s cieľom zvýšiť ich transparentnosť, lepšie chrániť investorov, posilniť dôveru, zaoberať sa dotedy neregulovanými oblasťami a zabezpečiť, aby orgány dohľadu mali nevyhnutné právomoci na plnenie svojich úloh.

7. Súbor predpisov MiFID I, ktorý nadobudol účinnosť v roku 2007, bude preto s účinnosťou od 3. januára 2018 nahradený tzv. súborom predpisov MiFID II, ktorý tvorí najmä smernica 2014/65/EÚ<sup>7</sup> (ďalej len „smernica MiFID II“) a nariadenie (EÚ) č. 600/2014<sup>8</sup>. Hoci smernica MiFID II ešte nenadobudla účinnosť a zjavne sa nevzťahuje na spor vo veci samej, obsahuje určité užitočné usmernenia k výkladu predpisov MiFID I.

#### 1. Smernica 2004/39

8. V článku 1 ods. 1 smernice MiFID I sa uvádza, že táto smernica „sa vzťahuje na investičné spoločnosti a regulované trhy“.

2 Euronext Amsterdam N.V. je považovaná za nástupkyňu pôvodnej Burzy cenných papierov v Amsterdame a pôsobí vo forme regulovaného trhu.

3 Smernica Európskeho parlamentu a Rady z 21. apríla 2004 o trhoch s finančnými nástrojmi, o zmene a doplnení smerníc Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a smernice Európskeho parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení smernice Rady 93/22/EHS (Ú. v. EÚ L 145, 2004, s. 1; Mim. vyd. 06/007, s. 263).

4 Smernica Komisie z 10. augusta 2006, ktorou sa vykonáva smernica Európskeho parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokiaľ ide o organizačné požiadavky a podmienky výkonu činnosti investičných spoločností, ako aj o vymedzené pojmy na účely uvedenej smernice (Ú. v. EÚ L 241, 2006, s. 26).

5 Nariadenie Komisie z 10. augusta 2006, ktorým sa vykonáva smernica Európskeho parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokiaľ ide o povinnosti pri vedení záznamov pre investičné spoločnosti, oznamovanie transakcií, priehľadnosť trhu, prijatie finančných nástrojov na obchodovanie a vymedzené pojmy na účely tejto smernice (Ú. v. EÚ L 241, 2006, s. 1).

6 Smernica Európskeho parlamentu a Rady z 28. januára 2003 o obchodovaní s využitím dôverných informácií a o manipulácii s trhom (zneužívanie trhu) (Ú. v. EÚ L 96, 2003, s. 16; Mim. vyd. 06/004, s. 367).

7 Smernica Európskeho parlamentu a Rady z 15. mája 2014 o trhoch s finančnými nástrojmi, ktorou sa mení smernica 2002/92/ES a smernica 2011/61/EÚ (Ú. v. EÚ L 173, 2014, s. 349).

8 Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady z 15. mája 2014 o trhoch s finančnými nástrojmi, ktorým sa mení nariadenie (EÚ) č. 648/2012 (Ú. v. EÚ L 173, 2014, s. 84).

9. Jej odôvodnenia 2, 5, 6, 44 a 49 znejú takto:

„(2) ... je potrebné zabezpečiť potrebnú úroveň zosúladenia, aby sa investorom poskytla vysoká úroveň ochrany a aby sa investičným spoločnostiam umožnilo poskytovať služby v celom Spoločenstve v rámci jednotného trhu na základe dohľadu domovskej krajiny...

...

(5) ... je potrebné uznať vznik novej generácie organizovaných obchodných systémov popri regulovaných trhoch, ktoré by mali podliehať povinnostiam zameraným na zachovanie efektívnosti a riadneho fungovania finančných trhov...

...

(6) Mali by sa vymedziť pojmy regulovaného trhu a MTF<sup>9</sup> a mali by sa navzájom úzko zladiť, aby odrážali skutočnosť, že vyjadrujú rovnakú funkciu organizovaného obchodu. Vo vymedzení pojmov by sa nemali uvádzať bilaterálne systémy, v rámci ktorých investičné spoločnosti vstupujú do každého obchodu na vlastný účet, a nie ako bezriziková protistrana, ktorá stojí medzi kupujúcim a predávajúcim. Pojem ‚systém‘ zahŕňa všetky také trhy, ktoré pozostávajú zo súboru pravidiel a obchodnej platformy, ako aj tie, ktoré fungujú jedine na základe súboru pravidiel. Regulované trhy a MTF nie sú povinné prevádzkovať ‚technický systém‘ na párovanie pokynov. Trh, ktorý pozostáva iba zo súboru pravidiel, ktoré upravujú aspekty týkajúce sa členstva, prijímania nástrojov na obchodovanie, obchodovania medzi členmi, predkladania správ a v prípade potreby povinností týkajúcich sa priehľadnosti, je regulovaným trhom alebo MTF v zmysle tejto smernice a transakcie uskutočnené podľa týchto pravidiel sa považujú za uskutočnené podľa systémov regulovaného trhu alebo MTF. Výraz ‚záujem kúpiť a predat‘ sa má chápať v širšom zmysle a zahŕňa pokyny, kotácie a prejavenie záujmu. Požiadavka, aby sa záujmy v systéme zlúčili prostredníctvom nediskrečných pravidiel vytvorených prevádzkovateľom systému znamená, že sa zlučujú podľa pravidiel systému alebo prostredníctvom protokolov systému alebo interných prevádzkových postupov (vrátane postupov zabudovaných v softvéri počítača). Výraz ‚nediskrečné pravidlá‘ znamená, že tieto pravidlá neumožňujú investičnej spoločnosti spravovať MTF na základe voľnej úvahy, pokiaľ ide o to, ako majú záujmy vzájomne pôsobiť. Vymedzeni[a] pojmov vyžadujú, aby sa záujmy spojili takým spôsobom, aby ich výsledkom bola zmluva, to znamená, že vykonanie sa uskutoční podľa pravidiel systému alebo prostredníctvom protokolov systému alebo interných prevádzkových postupov.

...

(44) Pre spoločný cieľ tak na ochranu investorov, ako aj na zabezpečenie hladkého fungovania trhov s cennými papiermi je potrebné zaistiť, aby sa dosiahla priehľadnosť transakcií a aby sa pravidlá ustanovené pre tento účel uplatňovali na investičné spoločnosti, keď pôsobia na týchto trhoch. Aby sa umožnilo investorom alebo účastníkom trhu kedykoľvek posúdiť podmienky transakcie s akciami, ktoré zvažujú, a následne overiť podmienky, za akých boli uskutočnené, mali by sa stanoviť spoločné pravidlá pre zverejňovanie údajov ukončených transakcií s akciami a pre zverejňovanie údajov aktuálnych príležitostí na obchodovanie s akciami. Tieto pravidlá sú potrebné na zabezpečenie efektívnej integrácie akciových trhov členského štátu, na podporu efektívnosti celkového procesu tvorby cien pre akciové nástroje a na pomoc pre efektívne dodržiavanie povinnosti ‚najlepšieho výkonu‘. Tieto hľadiská vyžadujú komplexný systém priehľadnosti uplatniteľný na všetky transakcie s akciami bez ohľadu na to, či boli vykonané investičnou spoločnosťou na bilaterálnom základe alebo prostredníctvom regulovaných trhov alebo MTF. Povinnosti investičných spoločností podľa tejto smernice na kótovanie nákupnej

9 Skratka MTF sa v smernici 2004/39 používa na označenie „multilaterálneho obchodného systému“.

a predajnej ceny a na vykonanie pokynu za kótovanú cenu nezbavuje investičné spoločnosti povinnosti nasmerovať pokyn na iné miesto výkonu, ak by takáto internalizácia bránila spoločnosti splniť povinnosti „najlepšieho výkonu“.

...

- (49) Povolenie na prevádzkovanie regulovaného trhu by sa malo rozšíriť na všetky činnosti, ktoré priamo súvisia s vystavovaním, spracovaním, vykonaním, potvrdením a postúpením pokynov z miesta, kde takéto pokyny regulovaný trh prijíma, na miesto, kde sa odosielajú na ďalšiu finalizáciu a na činnosti súvisiace s prijímaním finančných nástrojov na obchodovanie. Sem by mali tiež patriť transakcie uskutočnené v prostredí určených tvorcov trhu vymenovaných regulovaným trhom, ktoré sa uskutočňujú na základe jeho systémov a v súlade s pravidlami, ktoré tieto systémy upravujú. Nie všetky transakcie uskutočnené členmi alebo účastníkmi regulovaného trhu alebo MTF sa budú posudzovať ako uskutočnené v rámci systémov regulovaného trhu alebo MTF. Transakcie, ktoré členovia alebo účastníci uskutočnia na bilaterálnom základe a ktoré nespĺňajú všetky povinnosti stanovené pre regulovaný trh alebo MTF podľa tejto smernice[,] by sa mali posudzovať ako transakcie uskutočnené mimo regulovaného trhu alebo MTF na účely definície systematického internalizátora. V takomto prípade by sa mala uplatniť povinnosť investičných spoločností zverejniť záväzné kotácie, ak sú splnené podmienky ustanovené touto smernicou.“

10. V článku 4 ods. 1 bodoch 7, 13, 14 a 15 sú vymedzené nasledujúce pojmy:

„7. ‚systematický internalizátor‘ znamená investičnú spoločnosť, ktorá na organizovanom, opakovanom a systematickom základe obchoduje na vlastný účet tak, že vykonáva pokyny klienta mimo regulovaného trhu alebo MTF;

...

13. ‚organizátor trhu‘ znamená osobu alebo osoby, ktoré riadia a/alebo prevádzkujú činnosť regulovaného trhu. Organizátorom trhu môže byť samotný regulovaný trh;

14. ‚regulovaný trh‘ znamená multilaterálny systém prevádzkovaný a/alebo riadený organizátorom trhu, ktorý spája, alebo umožňuje spájanie záujmov viacerých tretích strán nakupovať a predávať finančné nástroje – v systéme a v súlade s nediskrečnými pravidlami – spôsobom, ktorého výsledkom je zmluva týkajúca sa finančných nástrojov prijatých na obchodovanie podľa jeho pravidiel a/alebo systémov a ktorý je povolený a funguje pravidelne a v súlade s ustanoveniami hlavy III;

15. ‚multilaterálny obchodný systém (MTF)‘ znamená mul[t]i[l]aterálny systém prevádzkovaný investičnou spoločnosťou alebo organizátorom trhu, ktorý spája záujmy viacerých tretích strán nakupovať a predávať finančné nástroje – v systéme a v súlade s nediskrečnými pravidlami – spôsobom, ktorého výsledkom je zmluva v súlade s ustanoveniami hlavy II“.

## 2. Nariadenie č. 1287/2006

11. V článku 2 bode 8 je „obchodné miesto“ vymedzené ako „regulovaný trh, MTF alebo systematický internalizátor konajúci v rámci svojho oprávnenia ako takého a v prípade potreby systém mimo Spoločenstva s podobnými funkciami ako regulovaný trh alebo MTF“.

12. Článok 5 tohto nariadenia spresňuje:

„Na účely tohto nariadenia odkazom na transakciu je odkaz iba na predaj a nákup finančného nástroja. Na účely tohto nariadenia, okrem kapitoly II, nákup a predaj finančného nástroja nezahŕňa:

...

c) transakcie na primárnom trhu (ako napríklad vydávanie, pridelovanie alebo upisovanie) s finančnými nástrojmi, na ktoré sa vzťahuje článok 4 ods. 1 pododsek 18 písm. a) a b) smernice 2004/39/ES.“

13. V článku 21 ods. 1 sú vymenované kritériá na určenie toho, či je investičná spoločnosť systematickým internalizátorom:

„Ak investičná spoločnosť obchoduje na vlastný účet vykonávaním pokynov klienta mimo regulovaného trhu alebo MTF, považuje sa za systematického internalizátora v prípade, že spĺňa nasledujúce kritériá označujúce to, že uskutočňuje túto činnosť na organizovanom, pravidelnom a systematickom základe:

- a) činnosť zohráva významnú komerčnú úlohu pre spoločnosť a je vykonávaná v súlade s nediskrečnými pravidlami a postupmi;
- b) činnosť je vykonávaná zamestnancami alebo prostredníctvom automatizovaného technického systému určeného na tieto účely bez ohľadu na to, či sa títo zamestnanci alebo tento systém využíva výlučne na tieto účely;
- c) činnosť je pre klientov dostupná pravidelne alebo nepretržite.“

### **3. Smernica 2003/6**

14. Podľa článku 1 bodu 1 tejto smernice:

„Dôverná informácia‘ je presná informácia, ktorá nebola zverejnená, priamo alebo nepriamo súvisiaca s jedným alebo viacerými emitentmi finančných nástrojov alebo s jedným alebo viacerými finančnými nástrojmi a ktorá, ak by sa uverejnila, by pravdepodobne mala významný vplyv na ceny týchto finančných nástrojov alebo na cenu súvisiacich finančných nástrojov.“

15. Jej článok 6 ods. 4 stanovuje:

„Osoby vykonávajúce riadiace právomoci u emitenta finančných nástrojov a, ak je to vhodné, osoby s nimi úzko spojené sú povinné oznámiť príslušnému orgánu aspoň existenciu obchodov vykonávaných na ich vlastný účet súvisiacich s akciami tohto emitenta alebo s derivátmi alebo inými finančnými nástrojmi s nimi spojenými. Členské štáty zabezpečia, aby prístup verejnosti k informáciám týkajúcim sa takýchto transakcií bol ľahký a čím skôr k dispozícii aspoň na individuálnom základe.“

## B. Vnútroštátne právo

16. § 1:1 Wet op het financieel toezicht (zákon o finančnom dohľade, ďalej len „Wft“) definuje pojem regulovaný trh takto:

„multilaterálny systém, ktorý spája alebo umožňuje spájanie viacerých zámerov tretích strán nakupovať a predávať finančné nástroje – v rámci tohto systému a v súlade s jeho nediskrečnými pravidlami – spôsobom, ktorého výsledkom je zmluva týkajúca sa finančných nástrojov prijatých na obchodovanie podľa pravidiel a systémov trhu, a ktorý je povolený a funguje pravidelne a v súlade s platnými predpismi o povolení a stálom dohľade.“

17. Podľa § 5:60 ods. 1 písm. a) Wft je

- každý, kto rozhoduje alebo spolurozhoduje o každodenných činnostiach emitenta so sídlom v Holandsku, ktorý vydal alebo zamýšľa vydať finančné nástroje v zmysle § 5:56 ods. 1 písm. a) [teda finančné nástroje prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu alebo v multilaterálnom obchodnom systéme],
- ako aj každý, na koho pokyn sa uzatvorila kúpna zmluva o finančnom nástroji v zmysle tohto písmena, ktorý nie je cenným papierom,
- alebo kto zamýšľa uzatvoriť kúpnu zmluvu o finančnom nástroji v zmysle tohto písmena, ktorý nie je cenným papierom,

povinný najneskôr v piaty pracovný deň po uskutočnení transakcie oznámiť uzatvorené alebo uskutočnené transakcie na vlastný účet s podielmi, ktoré sa týkajú emitenta uvedeného v písmenách a), b) alebo c) (§ 5:60 ods. 1), alebo s finančnými nástrojmi, ktorých hodnota sa tiež určí na základe hodnoty týchto podielov.

18. Podľa § 5:56 ods. 1 písm. a) Wft sa každej z osôb uvedených v predchádzajúcom ustanovení zakazuje využívať dôverné informácie na uzatvorenie alebo uskutočnenie transakcií v Holandsku alebo z Holandska alebo zo štátu, ktorý nie je členským štátom, s finančnými nástrojmi, ktoré boli prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu, pre ktorý bolo udelené povolenie v zmysle § 5:26 ods. 1, alebo v multilaterálnom obchodnom systéme, pre ktorý má investičná spoločnosť povolenie v zmysle § 2:96, alebo v súvislosti s ktorými sa žiada o prijatie na také obchodovanie.

19. Podľa § 1:40 ods. 1 Wft orgán dohľadu fakturuje náklady na činnosť, ktorú vykonáva v súvislosti s plnením svojich úloh, spoločnostiam, vo vzťahu ku ktorým sa táto činnosť uskutočňuje, pokiaľ sa tieto náklady neuhrádzajú zo štátneho rozpočtu.

20. Podľa článkov 5, 6 a článku 8 ods. 1 písm. i) bodu 4 Besluit bekostiging financieel toezicht (nariadenie o financovaní finančného dohľadu) je Stichting Autoriteit Financiële Markten (Úrad pre dohľad nad finančnými trhmi, Holandsko; ďalej len „AFM“) oprávnený vyrubiť emitentom v zmysle § 5:60 ods. 1 písm. a) Wft poplatky.

## II. Spor vo veci samej a prejudiciálna otázka

21. Účastníkmi konania vo veci samej sú na jednej strane AFM a na druhej strane spoločnosť Robeco Hollands Bezit N.V. a ďalších jedenásť spoločností (ktoré sú podnikmi kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov otvoreného typu, tiež nazývané ako otvorené investičné fondy; ďalej len „spoločnosti Robeco“ alebo „fondy Robeco“), ktoré napadli niektoré z platobných výmerov na úhradu poplatkov, ktoré vydal uvedený úrad.



22. Predmetom sporu sú konkrétne rozhodnutia AFM z 30. októbra 2009, 31. decembra 2010, 30. septembra 2011 a 28. septembra 2012 (ďalej len „prvé rozhodnutia“). Týmito rozhodnutiami vyrubil AFM fondom Robeco poplatky za roky 2009, 2010, 2011 a 2012 vo výške 110 eur, 350 eur, 630 eur a 180 eur na základe § 1:40 a § 5:60 ods. 1 úvodnej časti a písmena a) Wft a Besluit bekostiging financieel toezicht (nariadenie o financovaní finančného dohľadu).
23. Podľa AFM tieto poplatky boli splatné v dôsledku úloh týkajúcich sa dohľadu, ktoré vo vzťahu k fondom Robeco vykonával uvedený úrad v rámci uplatňovania smernice 2003/6, ktorá bola v Holandsku prebratá prostredníctvom Wft, ktorý ukladá emitentom finančných nástrojov prijatých na obchodovanie na regulovaných trhoch povinnosť poskytovať informácie o činnostiach svojich správcov.
24. AFM rozhodnutím z 13. decembra 2012 zamietol sťažnosti, ktoré podali spoločnosti Robeco.
25. Spoločnosti Robeco podali žalobu proti uvedenému rozhodnutiu na Rechtbank Rotterdam (súd v Rotterdame, Holandsko), ktorý ju rozsudkom z 24. decembra 2013 zamietol.
26. Uvedený súd zamietol žalobné návrhy spoločností Robeco a prijal tvrdenia AMF. Konštatoval, že systém EFS zodpovedá definícii regulovaného trhu uvedenej v § 1:1 Wft. § 5:60 Wft bol uplatniteľný na členov predstavenstiev a dozorných rád a poplatky, ktoré vyrubil AFM, boli vyrubené oprávnene.
27. Spoločnosti Robeco napadli prvostupňový rozsudok odvolaním sa na College van beroep voor het bedrijfsleven (Odvolací súd pre hospodárske veci, Holandsko), ktorý má s konečnou platnosťou rozhodnúť, či systém EFS spadá pod pojem regulovaný trh v zmysle smernice 2004/39.
28. Vnútroštátny súd považuje za preukázané viaceré skutočnosti a okolnosti sporu vo veci samej, ktoré stručne opíšem.
29. V prvom rade uvádza, že spoločnosť Euronext má povolenie na prevádzku regulovaného trhu podľa § 5:26 ods. 1 Wft. Súčasťou spoločnosti Euronext je EFS, ktorý je osobitným obchodným systémom, v ktorom sa obchoduje výlučne s podielmi v otvorených investičných fondoch. Fondy Robeco sú investičné fondy typu „open end“ (otvorené investičné fondy) a musia vykonávať pokyny na nákup alebo vydanie podielov prostredníctvom EFS.
30. V druhom rade vnútroštátny súd potvrdzuje, že agenti fondov a makléri sú súčasťou systému EFS a sú jeho členmi. Každý investičný fond alebo skupina investičných fondov má vlastného agenta, ktorý koná na účet a riziko fondu alebo skupiny investičných fondov. Maklér zhromažďuje pokyny na nákup a predaj od investorov a odovzdáva ich agentovi príslušného investičného fondu.
31. Vnútroštátny súd napokon uvádza, že v systéme EFS sa transakcie uskutočňujú na základe určovania budúcich cien. Maklér môže zadať pokyn agentovi do 16.00 hod. (konečný termín), následne je vypočítaná čistá hodnota aktív investičných fondov (a teda aj hodnota podielov, ktoré sa majú vydať alebo kúpiť) na základe kurzu po konečnom termíne. Agent realizuje uňho zadaný pokyn v nasledujúci deň o 10.00 hod. na základe vypočítanej čistej hodnoty aktív s obmedzenou prirážkou alebo zrážkou podľa nákladov transakcie, ktoré vznikli investičnému fondu. Agenti fondov neuzatvárajú v systéme EFS transakcie medzi sebou. To platí aj pre maklérov. Transakcie v EFS sa uskutočňujú na základe pravidiel stanovených v *EFS Trading Manual* a v *TCS-web User Guide to the EFS*.
32. Na základe týchto skutočností sa College van beroep voor het bedrijfsleven (Odvolací súd pre hospodárske veci, Holandsko) – v rozpore s rozhodnutím prvostupňového súdu – prikláňa k názoru, že systém EFS nie je multilaterálnym systémom, a teda ho nemožno považovať za regulovaný trh v zmysle článku 4 ods. 1 bodu 14 smernice MiFID I.

33. Podľa jeho názoru sú v odôvodnení 6 smernice MiFID I odlišené bilaterálne systémy (režim SI) od multilaterálnych obchodných systémov, medzi ktorými sa nachádzajú regulované trhy. Rozlišujúci faktor spočíva v tom, že v bilaterálnych systémoch sa uzatvárajú transakcie výlučne medzi investičnou spoločnosťou a investorom, zatiaľ čo v multilaterálnych systémoch sú možné aj transakcie medzi investormi navzájom. EFS je bilaterálnym systémom, lebo v ňom vystupuje maklér (ktorý zastupuje investora) a agent fondov (ktorý koná v mene fondov), pričom maklér uzatvára transakcie s agentom fondov.

34. Podľa vnútroštátneho súdu odôvodnenie 6 smernice MiFID I naznačuje, že systém, v ktorom sa uzatvárajú výlučne transakcie, ktoré nepodliehajú oznamovacej povinnosti, nemôže byť považovaný za regulovaný trh. Podľa článku 5 úvodnej časti a písmena c) nariadenia č. 1287/2006 sú transakcie uskutočňované v systéme EFS transakciami na primárnom trhu, a nie transakciami, ktoré zahŕňajú nákup a predaj finančného nástroja. Kapitola III uvedeného nariadenia sa nevzťahuje na tieto transakcie na primárnom trhu, a preto oznamovacie povinnosti, ktoré sú v nej stanovené, neplatia pri transakciách v systéme EFS. Keďže prostredníctvom EFS sa uzatvárajú výlučne transakcie na primárnom trhu, ktoré teda nepodliehajú oznamovacej povinnosti, EFS sa nepovažuje za regulovaný trh.

35. Tento záver podľa vnútroštátneho súdu podporuje skutočnosť, že cena podielov, ktoré sú obchodované cez systém EFS, sa stanovuje vypočítaním čistej hodnoty aktív, ako bolo uvedené vyššie. Naproti tomu, na regulovanom trhu sa cena neurčuje takto, ale sa určuje na základe ponuky a dopytu subjektov, ktoré na tomto trhu obchodujú.

36. Vnútroštátny súd napokon uvádza, že EFS nie je regulovaný trh, lebo v ňom nie je možná manipulácia cien a ťažko môže dôjsť k transakciám s využitím dôverných informácií.

37. Napriek vyššie uvedenému považuje za prijateľný aj názor, podľa ktorého je EFS regulovaným trhom v zmysle článku 4 ods. 1 bodu 14 smernice MiFID I. Uznáva, že zo znenia tohto článku ani odôvodnenia 6 tejto smernice nie je možné priamo vyvodiť, že systém obchodovania, v ktorom sa neuskutočňujú výlučne transakcie podliehajúce oznamovacej povinnosti a v ktorom cena nie je tvorená ponukou a dopytom, sa nemôže považovať za regulovaný trh. Stačí, aby išlo o trh, ktorý funguje na základe súboru pravidiel, ako sú pravidlá opísané v odôvodnení 6, a aby boli splnené znaky definície uvedenej v článku 4 ods. 1 bode 14 smernice MiFID I.

38. Okrem toho podľa vnútroštátneho súdu by systém EFS mohol spadať pod pojem regulovaný trh v zmysle smernice MiFID I, lebo EFS je samostatným systémom obchodovania, ktorý na základe príslušného povolenia prevádzkuje spoločnosť Euronext. Je to multilaterálny systém, keďže je naň napojených veľké množstvo maklérov a agentov fondov, ktorí môžu zadávať pokyny. Užívateľov systému EFS možno považovať za tretie osoby vo vzťahu k spoločnosti Euronext. V systéme EFS sa spájajú záujmy maklérov a agentov fondov nakupovať, resp. predávať, čo vedie k transakciám.

39. Vzhľadom na pochybnosti o výklade pojmu „regulovaný trh“ College van beroep voor het bedrijfsleven (Odvolací súd pre hospodárske veci, Holandsko) položil Súdnemu dvoru prejudiciálnu otázku v tomto znení:

„Má sa systém, na ktorom sa zúčastňujú viacerí agenti fondov a makléri, ktorí v rámci tohto systému zastupujú otvorené („open end“) investičné spoločnosti, resp. investorov pri obchodných transakciách, a ktorý v skutočnosti len podporuje tieto otvorené investičné spoločnosti pri plnení ich povinností uskutočňovať pokyny investorov na nákup a predaj podielov, považovať za regulovaný trh v zmysle článku 4 ods. 1 bodu 14 [smernice MiFID I], a ak áno, aké znaky sú na tento účel rozhodujúce?“



### III. Analýza prejudiciálnej otázky

40. Vnútroštátny súd žiada, aby mu Súdny dvor objasnil, či je systém obchodovania s finančnými nástrojmi s takými znakmi, aké má systém EFS, regulovaným trhom v zmysle smernice MiFID I. Skôr než sa budem zaoberať odpoveďou na túto otázku, považujem za potrebné opísať právnu úpravu systémov obchodovania s finančnými nástrojmi, ktorú stanovuje smernica MiFID I, a vývoj, ku ktorému došlo od nadobudnutia jej účinnosti. Hoci sa z hľadiska *ratione temporis* nevzťahujú na prejednávaný spor, spomeniem tiež zmeny, ktoré začnú platiť 3. januára 2018 v dôsledku nadobudnutia účinnosti súboru predpisov MiFID II.

#### A. Úvodné poznámky týkajúce sa systémov obchodovania s finančnými nástrojmi

41. Smernicou MiFID I a predpismi prijatými na jej vykonanie bol do veľkej miery zmenený právny režim systémov obchodovania s finančnými nástrojmi.<sup>10</sup> S cieľom zvýšiť integráciu, konkurencieschopnosť a efektivitu týchto trhov v Únii bol zrušený monopol obchodovania, ktorý platil v niektorých členských štátoch a ktorého držiteľmi boli tradičné burzy cenných papierov, a došlo k otvoreniu hospodárskej súťaže medzi tradičnými platformami a novými alternatívnymi systémami obchodovania, ktoré sa objavili vďaka technickému vývoju, ale ešte neboli upravené právnymi predpismi.

42. Ako som už uviedol, zámerom normotvorcu Únie bolo zvýšiť transparentnosť, lepšie chrániť investorov, posilniť dôveru a zaručiť orgánom dohľadu právomoci potrebné na plnenie ich úloh.<sup>11</sup>

43. Smernicou MiFID I boli upravené tri typy systémov obchodovania s finančnými nástrojmi, pričom dva z nich sú multilaterálne (regulované trhy a MTF)<sup>12</sup> a jeden bilaterálny (SI). Okrem týchto systémov, ktoré zodpovedajú modelu organizovaného obchodovania, predpisy MiFID I stanovujú aj možnosť neorganizovaného obchodovania (*over-the-counter*, ďalej len „OTC“) s finančnými nástrojmi.

44. Prvou a najustálenejšou kategóriou systémov obchodovania s finančnými nástrojmi je kategória regulovaných trhov, ktorá sa používa v súboroch predpisov MiFID I a II a v iných predpisoch práva Únie. Regulované trhy, ktorých charakteristické znaky podrobnejšie preskúmam nižšie, sú podľa definície uvedenej v článku 4 ods. 1 bode 14 smernice MiFID I multilaterálne systémy obchodovania s finančnými nástrojmi kontrolované organizátorom, ktorý uplatňuje nediskrečné prevádzkové pravidlá, v ktorých sa spájajú záujmy viacerých tretích strán nakupovať a predávať, pričom dochádza k uzatváraniu zmlúv. Tieto trhy sú podobné tradičným burzám cenných papierov a podľa databázy Európskeho orgánu pre cenné papiere a trhy (ďalej len „ESMA“)<sup>13</sup> v súčasnosti existuje v Únii 102 regulovaných trhov (v Holandsku sú štyri a jedným z nich je Euronext Amsterdam).

10 Tieto systémy obchodovania „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., SAGUATO, P.: *Regulating Financial Market Infrastructures*. In: *ECGI Working Paper* no. 259/2014, jún 2014, s. 7).

11 Podľa štúdie financovanej Komisiou to viedlo k posilneniu hospodárskej súťaže medzi jednotlivými miestami na obchodovanie s finančnými nástrojmi s lepšími možnosťami výberu pre investorov, pokiaľ ide o poskytovateľov služieb a dostupné finančné nástroje, pričom tento pokrok podporil technický vývoj. Náklady na transakcie sa vo všeobecnosti znížili a zvýšila sa miera integrácie, čo vyplýva zo štúdie Oxera *Monitoring Prices: Costs and Volumes of Trading and Post-trading Services*, 2011. Pozri tiež dokument KOM(2011) 652 v konečnom znení, s. 2.

12 Multilaterálne systémy možno označiť aj pojmom „miesto obchodovania“, ktorý je v článku 2 bode 4 nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 648/2012 zo 4. júla 2012 o mimoburzových derivátoch, centrálnych protistranách a archívoch obchodných údajov (Ú. v. EÚ L 201, 2012, s. 1) vymedzený ako „systém, ktorý prevádzkuje investičná spoločnosť alebo organizátor trhu v zmysle článku 4 ods. 1 bodu 1 a článku 4 ods. 1 bodu 13 smernice 2004/39/ES, iný ako systematický internalizátor v zmysle jej článku 4 ods. 1 bodu 7, v ktorom sa spájajú záujmy nakupovať alebo predávať finančné nástroje v systéme spôsobom, ktorý vedie k uzavretiu zmluvy v súlade s hlavou II alebo III uvedenej smernice“.

13 Pozri údaje na internetovej adrese [https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma\\_registers\\_mifid\\_rma](https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_rma).

45. Druhú kategóriu, ktorú tvoria takzvané mnohostranné obchodné systémy (MTF), zaviedla smernica MiFID I s cieľom zastrešiť alternatívne mechanizmy obchodovania, ktoré sa objavili v praxi vďaka technickému vývoju. MTF sú tiež multilaterálne obchodné systémy, v ktorých sa spájajú záujmy viacerých tretích strán nakupovať a predávať, ktoré vedú k uzatváraniu zmlúv, pod nediskrečným vedením organizátora alebo investičnej spoločnosti, pričom sa vyžaduje administratívne povolenie. Hoci ich režim je podobný režimu regulovaných trhov, odlišuje sa tým, že sa vopred nekontrolujú typy finančných nástrojov, ktoré môžu byť predmetom transakcie.

46. Podľa databázy ESMA<sup>14</sup> v Únii v súčasnosti existuje 151 MTF, spomedzi ktorých svojím rozsahom vyniká platforma BATS Trading Ltd (Spojené kráľovstvo). V Holandsku pôsobia dva MTF, a to Tom MTF Derivatives Markets a Tom MTF Cash Markets.

47. Tretiu kategóriu, ktorú zaviedla smernica MiFID I, predstavujú takzvaní „systematickí internalizátori“. Na rozdiel od vyššie uvedených systémov nejde o multilaterálne obchodné systémy prevádzkované treťou osobou, ktoré využívajú investori na predaj a nákup finančných nástrojov, ale o bilaterálne obchodné systémy. Podľa článku 4 ods. 1 bodu 7 smernice MiFID I sú to investičné spoločnosti, ktoré na organizovanom, opakovanom a systematickom základe obchodujú na vlastný účet tak, že vykonávajú pokyny klienta. Tento systém obchodovania nie je vymedzený ako taký, ale je vymedzený vo vzťahu k subjektu, ktorý ho prevádzkuje.

48. Hoci SI nepotrebnú administratívne povolenie vnútroštátneho orgánu dohľadu, sú to dostatočne veľké podniky na to, aby interne párovali pokyny investorov na nákup a predaj, a preto pre ne platia mnohé povinnosti transparentnosti. Režim SI podľa všetkého nebol veľmi atraktívny, lebo podľa údajov ESMA<sup>15</sup> je v celej Únii registrovaných ako SI len 11 podnikov a žiadny z nich sa nenachádza v Holandsku.

49. Ako som už uviedol, okrem obchodovania s finančnými nástrojmi prostredníctvom týchto systémov organizovaného obchodovania upravuje smernica MiFID I štvrtý spôsob vykonávania pokynov týkajúcich sa finančných nástrojov, ktorým je OTC. Vyplýva to z odôvodnenia 53 tejto smernice<sup>16</sup>, podľa ktorého sa nevyžaduje „uplatňovanie pravidiel priehľadnosti pred uzavretím obchodu pre transakcie uskutočnené na základe OTC, ktoré sú charakterizované tým, že sa konajú *ad hoc* a nepravidelne, a uskutočňujú sa s veľkými protistranami a sú súčasťou obchodného vzťahu, ktorý samotný je charakterizovaný obchodovaním nad štandardnou trhovou veľkosťou, a kde sa obchody uskutočňujú mimo systému obvykle používaného príslušnou spoločnosťou pre jej podnikanie ako systematického internalizátora“.

50. Zrejme vzhľadom na požiadavky kladené na SI (organizované, opakované a systematické obchodovanie, ktoré je konkretizované v článku 21 ods. 3 nariadenia č. 1287/2006), ako aj vzhľadom na ešte prísnejšie poňatie regulovaných trhov a MTF, z pôsobnosti smernice MiFID I boli vylúčené iné spôsoby obchodovania typu OTC, ktoré predstavujú značnú časť obchodu s finančnými nástrojmi. Ide o takzvané *broker crossing systems*, *broker-dealer crossing networks*, *dark pools* alebo platformy elektronického obchodovania.<sup>17</sup>

14 Pozri údaje na internetovej adrese [https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma\\_registers\\_mifid\\_mtf](https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_mtf).

15 Pozri údaje na internetovej adrese [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 Pozri komentáre uvedené v diele GOMBER, P., PIERRON, A.: MiFID: Spirit and Reality of a European Financial Market Directive. In: *Celent Paper*, november 2010, s. 12.

17 Pozri podrobnú analýzu v diele ONOFREI, A.: *La négociation des instruments financiers au regard de la directive MIF*. Bruxelles: Larcier, 2012, s. 360 až 363.

51. V nadväznosti na finančnú krízu z roku 2008 a vzhľadom na vývoj obchodných platforiem<sup>18</sup> smernica MiFID II, ktorá ešte nie je účinná, zachovala rovnakú typológiu systémov obchodovania, pričom však bola doplnená ďalšia kategória, ktorá sa nazýva „organizované obchodné systémy“ (ďalej len „OTF“).

52. OTF sú vymedzené veľmi široko, lebo tento nový spôsob multilaterálneho obchodovania má zastrešiť systémy obchodovania typu OTC, na ktoré sa *nevzťahuje* právna úprava obsiahnutá v smernici MiFID I.<sup>19</sup> OTF sa odlišujú od regulovaných trhov a MTF najmä tým, že správcovia OTF môžu vykonávať pokyny podľa voľnej úvahy, ktorá je prípadne obmedzená požiadavkami transparentnosti pred uskutočnením transakcie a povinnosťami jej vykonania najlepším spôsobom.

53. Vyššie opísaný vývoj svedčí o tom, že zámerom normotvorcu Únie je regulovať jednotlivé systémy obchodovania s finančnými nástrojmi, ktoré vznikajú, pričom jedinou výnimkou je príležitostné bilaterálne obchodovanie s týmito nástrojmi.<sup>20</sup> Cieľom totiž je, aby sa každé organizované obchodovanie s finančnými nástrojmi uskutočňovalo prostredníctvom niektorého z multilaterálnych alebo bilaterálnych systémov upravených smernicou MiFID II.<sup>21</sup> Takto sa podporuje účinnejšia hospodárska súťaž medzi jednotlivými systémami obchodovania, pričom nehrozí, že hospodárske subjekty, ktoré sa chcú vyhnúť kontrolám orgánov dohľadu, využijú iné alternatívne mechanizmy.

## B. Pojem regulovaný trh a jeho uplatnenie na obchodnú platformu, akou je EFS

54. Vnútroštátny súd žiada Súdny dvor, aby mu objasnil, či obchodná platforma, ktorá má také znaky ako systém EFS, spadá pod definíciu pojmu regulovaný trh, stanovenú v smernici MiFID I. Skôr než vyjadrím svoj názor na túto otázku, chcel by som uviesť tri poznámky.

55. Po prvé prináleží vnútroštátnemu súdu, ktorý priamo a úplne pozná spôsob, akým funguje EFS, objasniť, či táto platforma spĺňa podmienky na to, aby sa mohla považovať za regulovaný trh. Súdny dvor mu môže, samozrejme, poskytnúť usmernenia na výklad smernice MiFID I a vyvodiť z nej podmienky, ktoré musí spĺňať systém obchodovania na to, aby mohol patriť do uvedenej kategórie. Aby bola odpoveď užitočná, bude musieť venovať osobitnú pozornosť tým z uvedených podmienok, ktoré sú predmetom prejednávanej veci.<sup>22</sup>

56. Po druhé treba poznamenať, že informácie, ktoré uviedol vnútroštátny súd a ktoré poskytli účastníci konania na pojednávaní, podľa všetkého potvrdzujú, že EFS funguje pod „záštitou“ administratívneho povolenia, ktoré AFM udelil spoločnosti Euronext na prevádzkovanie regulovaného trhu.

18 V odôvodnení 4 smernice MiFID II je to vysvetlené takto: „Finančná kríza odhalila nedostatky vo fungovaní a transparentnosti finančných trhov. Vývoj finančných trhov odhalil potrebu posilniť rámec pre reguláciu trhov s finančnými nástrojmi vrátane prípadov, v ktorých obchodovanie na takýchto trhoch prebieha mimo burzy (OTC), s cieľom zvýšiť transparentnosť, lepšie chrániť investorov, posilniť dôveru, zaoberať sa neregulovanými oblasťami a zabezpečiť, aby orgány dohľadu dostali primerané právomoci na plnenie svojich úloh.“

19 V článku 4 ods. 1 bode 23 smernice MiFID II je organizovaný obchodný systém (OTF) vymedzený ako „multilaterálny systém, ktorý nie je regulovaným trhom ani MTF a v rámci ktorého môžu záujmy viacerých tretích strán kupovať a predávať dlhopisy, štruktúrované finančné produkty, emisné kvóty alebo deriváty navzájom pôsobiť spôsobom, ktorého výsledkom je zmluva v súlade s hlavou II tejto smernice“.

20 V tomto zmysle sa v článku 1 ods. 7 smernice MiFID II konštatuje: „Všetky multilaterálne systémy obchodovania s finančnými nástrojmi sú prevádzkované buď v súlade s ustanoveniami hlavy II týkajúcimi sa MTF alebo OTF, alebo v súlade s ustanoveniami hlavy III týkajúcimi sa regulovaných trhov.“

Všetky investičné spoločnosti, ktoré na organizovanom, frekventovanom, systematickom a významnom základe obchodujú na vlastný účet vykonávaním pokynov klientov mimo regulovaného trhu, MTF alebo OTF sú prevádzkované v súlade s hlavou III nariadenia (EÚ) č. 600/2014. Bez toho, aby boli dotknuté články 23 a 28 nariadenia (EÚ) č. 600/2014[,] všetky transakcie s finančnými nástrojmi uvedenými v prvom a druhom pododseku, ktoré sa neuzatvárajú na multilaterálnych systémoch alebo prostredníctvom systematických internalizátorov, musia byť v súlade s príslušnými ustanoveniami hlavy III nariadenia (EÚ) č. 600/2014.“

21 Ako uvádza 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*. 3. vyd. Oxford: Oxford University Press, 2014, s. 434). Pozri tiež 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? In: *European Company and Financial Review*, 2012, s. 285.

22 Súdny dvor použil tento prístup vo svojich rozsudkoch z 3. decembra 2015, Banif Plus Bank (C-312/14, EU:C:2015:794, bod 51), a z 30. mája 2013, Genil 48 a Comercial Hosteleria de Grandes Vinos (C-604/11, EU:C:2013:344, bod 43).

57. Nie je však preukázané, že by segment EFS sám osebe predstavoval regulovaný trh. Nie je uvedený medzi holandskými regulovanými trhami v databáze ESMA<sup>23</sup> a na rozdiel od iných podobných systémov<sup>24</sup> sa ani konkrétne neprezentuje ako regulovaný trh.

58. Skutočnosť, že systém EFS nie je uvedený v spomenutom zozname regulovaných trhov, však nebráni tomu, aby bol regulovaným trhom. Súdny dvor vo svojom rozsudku Nilas a i.<sup>25</sup> konštatoval, že samotný fakt, že trh nie je uvedený na tomto zozname, nestačí na vylúčenie toho, že predmetný trh je regulovaným trhom.<sup>26</sup>

59. Spoločnosť Euronext by mohla pôsobiť ako organizátor regulovaného trhu Euronext Amsterdam a zároveň ako organizátor obchodnej platformy EFS. V rozsudku Nilas a i. Súdny dvor uznal, že smernica 2004/39 výslovne predpokladá situácie, keď organizátor regulovaného trhu prevádzkuje aj iný systém obchodovania bez toho, aby sa tento systém stal regulovaným trhom z dôvodu takéhoto prevádzkovania.<sup>27</sup> Súdny dvor uviedol, že na to, aby mohol byť systém obchodovania s finančnými nástrojmi kvalifikovaný ako regulovaný trh, tento systém musí byť povolený ako regulovaný trh a jeho fungovanie musí byť v súlade s požiadavkami stanovenými v hlave III smernice MiFID I.<sup>28</sup>

60. Je úlohou vnútroštátneho súdu, aby v rámci posudzovania skutkových okolností určil, či je EFS skutočne jedným zo segmentov regulovaného trhu Euronext Amsterdam, ktorý funguje v rámci neho, alebo či sám osebe predstavuje osobitnú platformu alebo osobitný systém obchodovania, aj keď oba systémy prevádzkuje ten istý organizátor.

61. Tretia poznámka sa týka znakov spoločností, ktoré podali odvolanie. Fondy Robeco sú podnikmi kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov (PKIPCP), na ktoré sa vzťahuje smernica 2009/65/ES<sup>29</sup>. Podľa článku 1 ods. 2 tejto smernice sú PKIPCP podniky: a) ktorých jediným účelom je kolektívne investovanie peňažných prostriedkov od verejnosti do prevoditeľných cenných papierov alebo do iných likvidných finančných aktív uvedených v článku 50 ods. 1 a ktoré fungujú na princípe rozloženia rizík a b) ktorých podielové listy sú na žiadosť držiteľov odkúpené alebo vyplatené priamo alebo nepriamo z aktív takýchto podnikov.

62. Fondy Robeco sú konkrétne verejné otvorené PKIPCP zriaďované v súlade so zmluvným právom (spoločné fondy riadené správcovskou spoločnosťou) podľa článku 1 ods. 3 smernice 2009/65. Činnosť otvorených investičných fondov „spočíva v získavaní finančných prostriedkov od verejnosti, v ich investovaní a kolektívnom spravovaní, v rozdelení rizík a výsledkov plynúcich z tohto investovania a v poskytovaní protihodnoty, ktorú PKIPCP poskytuje svojim podielnikom alebo spoločníkom“<sup>30</sup>.

23 Podľa článku 47 smernice MiFID I, nazvaného „Zoznam regulovaných trhov“: „Každý členský štát zostaví zoznam regulovaných trhov, pre ktoré je domovským členským štátom, a zašle ho ostatným členským štátom a Komisii. Podobné oznámenie sa uskutoční v prípade každej zmeny tohto zoznamu. Komisia uverejní zoznam všetkých regulovaných trhov v *Úradnom vestníku Európskej únie* a aspoň raz do roka ho aktualizuje. Komisia tiež uverejní a aktualizuje zoznam na svojej internetovej stránke vždy, keď členské štáty oznámia zmeny svojich zoznamov.“

24 Napríklad ETFplus market [the open-ended collective investment undertaking (CIUs) segment] talianskej burzy (Borsa italiana). Pozri v tejto súvislosti <http://www.borsaitaliana.it/fondi/formazione/formazione.htm>. Tento trh slúži na obchodovanie s finančnými nástrojmi otvorených investičných fondov a je uvedený na zozname regulovaných trhov v Taliansku, ktorý zostavil ESMA, a v tejto forme bol výslovne založený a verejne prezentovaný. V databáze ESMA je označený ako ELECTRONIC OPEN-END FUNDS AND ETC MARKET na internetovej adrese [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).

25 Rozsudok z 22. marca 2012 (C-248/11, EU:C:2012:166, bod 54).

26 Zápis na zozname zostavenom členským štátom, ktorý sa nenachádza v definícii uvedenej v článku 4 ods. 1 bode 14 smernice MiFID I, bol súčasťou pojmu „regulovaný trh“ podľa článku 1 bodu 13 smernice Rady 93/22/EHS z 10. mája 1993 o investičných službách v oblasti cenných papierov (Ú. v. ES L 141, 1993, s. 27; Mim. vyd. 06/002, s. 43), ktorá bola zrušená smernicou MiFID I s účinnosťou od 1. novembra 2007.

27 Rozsudok z 22. marca 2012, Nilas a i. (C-248/11, EU:C:2012:166, body 44 až 46).

28 Rozsudok z 22. marca 2012, Nilas a i. (C-248/11, EU:C:2012:166, body 42 a 43).

29 Smernica Európskeho parlamentu a Rady z 13. júla 2009 o koordinácii zákonov, iných právnych predpisov a správnych opatrení týkajúcich sa podnikov kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov (Ú. v. EÚ L 302, 2009, s. 32).

30 TAPIA HERMIDA, A. J.: *Manual de derecho del mercado financiero*. Madrid: Iustel, 2015, s. 352.



63. Fondy Robeco sa využívaním systému EFS, ktorý prevádzkuje spoločnosť Euronext, usilujú na organizovanom, opakovanom a systematickom základe získať peniaze od investorov a EFS by sa v zásade z tohto dôvodu považoval za systém obchodovania. V článku 2 bode 8 nariadenia č. 1287/2006 je pojem „obchodné miesto“ [v španielskom znení tohto nariadenia je použitý pojem „sistema de negociación“, teda „systém obchodovania“ – poznámka prekladateľa] vymedzený ako „regulovaný trh, MTF alebo systematický internalizátor konajúci v rámci svojho oprávnenia ako takého a v prípade potreby systém mimo Spoločenstva s podobnými funkciami ako regulovaný trh alebo MTF“.

64. S prihliadnutím na znaky systému EFS, ktoré sú uvedené v rozhodnutí vnútroštátneho súdu, sa zdá, že činnosť tohto systému a činnosť fondov Robeco, ktoré v ňom pôsobia, predstavujú organizované, opakované a systematické obchodovanie s finančnými nástrojmi.

65. Ak je to tak, EFS by v zásade mal spadať pod jeden z typov systémov obchodovania, ktoré upravuje smernica MiFID I, teda malo by ísť o regulovaný trh, MTF alebo SI (ibaže by to bola obchodná platforma typu OTC, ktorá nepatrí do týchto troch kategórií a ktorá by podľa smernice MiFID II mala spadať pod nový systém obchodovania, teda pod OTF).

66. Hoci predmetom otázky vnútroštátneho súdu je len to, či je EFS regulovaným trhom, považujem za potrebné, aby Súdny dvor vnútroštátnemu súdu poskytol usmernenia aj v súvislosti s inými typmi systémov obchodovania upravených smernicou MiFID I, aby mohol tento súd posúdiť, či môže EFS priamo alebo subsidiárne zodpovedať niektorému z nich.

67. Táto analýza je dôležitá preto, lebo ak by EFS nebol regulovaným trhom, vnútroštátny súd by, zrejme, mohol zvážiť, či ide o MTF alebo SI, ako aj určiť, či sa oznamovacie povinnosti, ktoré ukladajú holandské právne predpisy (v súvislosti s predpismi týkajúcimi sa kontroly konaní spočívajúcich v zneužívaní trhu), vzťahujú aj na tieto iné typy systémov obchodovania, a teda odôvodňujú výber sporných poplatkov zo strany AFM.

### ***1. Všeobecné podmienky, ktoré musia spĺňať regulované systémy***

68. Z definície, ktorá sa nachádza v článku 4 ods. 1 bode 14 smernice MiFID I, vyplýva, že systém obchodovania s finančnými nástrojmi možno považovať za regulovaný trh len v prípade, ak spĺňa nasledujúce podmienky:

- je to multilaterálny, a nie bilaterálny systém obchodovania, prevádzkovaný organizátorom trhu, ktorý vystupuje ako tretia osoba nezávislá od kupujúcich a predávajúcich,
- spája alebo umožňuje spájanie záujmov viacerých tretích strán nakupovať a predávať finančné nástroje v systéme,
- výsledkom transakcií s finančnými nástrojmi prijatými na obchodovanie podľa jeho pravidiel a/alebo systémov musí byť uzatváranie zmlúv,
- funguje v súlade s nediskrečnými pravidlami,
- má administratívne povolenie, ktoré vnútroštátne orgány finančného dohľadu udelia, ak predmetná platforma funguje pravidelne a v súlade s ustanoveniami hlavy III smernice MiFID I.<sup>31</sup>

<sup>31</sup> Podľa článku 36 ods. 1 prvého pododseku smernice MiFID I má byť povolenie pre regulovaný trh vyhradené iba pre tie systémy obchodovania, ktoré spĺňajú ustanovenia hlavy III tejto smernice. Súdny dvor konštatoval, že „keďže sa zápis do zoznamu stanoveného v článku 47 tej istej smernice musí vykonať až po tomto povolení, nemôže logicky tvoriť podmienku tohto povolenia“ (rozsudok z 22. marca 2012, Nilas a i., C-248/11, EU:C:2012:166, bod 53).



69. V konaní na vnútroštátnom súde je nesporné, že EFS spĺňa niektoré z týchto podmienok, a to:

- EFS prevádzkuje organizátor trhu, spoločnosť Euronext, a tento systém funguje ako platforma v súlade s nediskrečnými pravidlami (konkrétne v súlade s pravidlami obsiahnutými v Euronext Fund Service Trading Manual a neskôr v Trading Manual for the NAV Trading Facility),
- výsledkom transakcií, ktoré sa uskutočňujú v EFS medzi investormi a investičnými fondmi, je uzatváranie zmlúv medzi týmito investormi a fondmi, pričom je nepodstatné, či sa uvedené zmluvy uzatvárajú v rámci systému alebo mimo neho,
- napokon EFS od svojho založenia v roku 2007 „funguje pravidelne“ v rámci regulovaného trhu Euronext Amsterdam, ktorého organizátorom je spoločnosť Euronext, v súlade s ustanoveniami hlavy III smernice MiFID I. Hoci túto skutočnosť – ako som už uviedol – musí overiť vnútroštátny súd, informácie obsiahnuté v rozhodnutí tohto súdu, ako aj informácie, ktoré poskytla väčšina účastníkov konania<sup>32</sup>, podľa všetkého potvrdzujú, že EFS funguje na základe administratívneho povolenia, ktoré AFM udelil spoločnosti Euronext na prevádzkovanie regulovaného trhu.<sup>33</sup>

70. Diskusia je teda obmedzená na zvyšné uplatniteľné podmienky, teda na multilaterálnosť systému a na to, či umožňuje párovanie záujmov viacerých tretích strán nakupovať a predávať finančné nástroje prijaté na obchodovanie. Vnútroštátny súd a fondy Robeco navyše uvádzajú ďalšie prvky pojmu regulovaný trh, ktoré nie sú stanovené v znení smernice MiFID I a ktoré tiež preskúvam.

## **2. Podmienka multilaterálnosti regulovaných trhov**

71. V odôvodnení 6 smernice MiFID I sa zdôrazňuje zámer normotvorcu Únie rozlíšiť multilaterálne a bilaterálne systémy obchodovania s finančnými nástrojmi. Uvádza sa v ňom, že vo vymedzení pojmov regulovaný trh a MTF „by sa nemali uvádzať bilaterálne systémy, v rámci ktorých investičné spoločnosti vstupujú do každého obchodu na vlastný účet, a nie ako bezriziková protistrana, ktorá stojí medzi kupujúcim a predávajúcim“.

72. Hoci smernica MiFID I nevymedzuje multilaterálne systémy, domnievam sa, že je vhodné použiť smernicu MiFID II, ktorá v článku 4 ods. 1 bode 19 vymedzuje tento pojem: „multilaterálny systém... je každý systém alebo platforma, v rámci ktorých môžu navzájom pôsobiť viaceré záujmy o obchodovanie tretích strán, pokiaľ ide o kúpu a predaj finančných nástrojov“.

73. S prihliadnutím na oba predpisy zastávam názor, že systém obchodovania s finančnými nástrojmi je multilaterálny, ak v ňom vystupujú viacerí investori s cieľom kupovať a predávať finančné nástroje a existuje bezriziková protistrana (organizátor platformy), ktorá vstupuje do vzťahu medzi týmito investormi, aby zaručila lepšie fungovanie systému.

74. Hoci v smernici MiFID I sa nenachádza ani legislatívna definícia bilaterálnych systémov obchodovania, v jej odôvodnení 6 sa uvádza, že sú to systémy, „v rámci ktorých investičné spoločnosti vstupujú do každého obchodu na vlastný účet, a nie ako bezriziková protistrana, ktorá stojí medzi kupujúcim a predávajúcim“. Článok 4 ods. 1 bod 6 smernice MiFID I spresňuje, že „obchodovanie na vlastný účet“ znamená „obchodovanie za vlastný kapitál, ktorého výsledkom je uzavretie transakcií

<sup>32</sup> AFM oznámil, že spoločnosť Euronext Amsterdam N.V. zaslala vnútroštátnemu súdu list, v ktorom konštatovala, že EFS je regulovaným trhom, a uviedla, že všetky orgány dohľadu v štátoch, v ktorých spoločnosť Euronext prevádzkuje regulované trhy (okrem Holandska tiež Francúzsko, Spojené kráľovstvo, Belgicko a Portugalsko), zastávajú rovnaký názor.

<sup>33</sup> Fondy Robeco na pojednávaní spresnili, že táto okolnosť nastala až v roku 2012, keď AFM začal klasifikovať EFS ako regulovaný trh a žiadať od neho úhradu sporných poplatkov.

s jedným alebo viacerými finančnými nástrojmi“. Bilaterálne systémy obchodovania sa preto vyznačujú<sup>34</sup> tým, že v týchto systémoch investori uskutočňujú transakcie s finančnými nástrojmi priamo s investičnou spoločnosťou, ktorá koná na vlastný účet a znáša riziko spojené s jej kapitálom, a to bez účasti akejkoľvek tretej osoby.

75. Znak, ktoré umožňujú určiť, že ide o multilaterálny systém obchodovania s finančnými nástrojmi, teda možno zhrnúť takto: a) účasť viacerých investorov, ktorí chcú kupovať a predávať finančné nástroje, a b) existencia bezrizikovej protistrany (organizátora), ktorá stojí medzi jednotlivými investormi, aby zabezpečila náležité fungovanie tohto systému.

76. Teraz treba overiť, či má systém, akým je EFS, uvedené znaky, a to s výhradami uvedenými v bodoch 55 až 67.

77. Fondy Robeco vo svojich pripomienkach tvrdia, že systém EFS má bilaterálnu povahu. Podľa ich názoru je to nástroj na distribúciu podielov v otvorených investičných fondoch. Investori sa môžu spojiť s týmito fondmi buď priamo, alebo prostredníctvom systému EFS. V tomto poslednom uvedenom prípade makléri zhromaždia pokyny na nákup a predaj od svojich klientov a odovzdávajú ich agentom investičných fondov, ktorí pôsobia v rámci EFS. Výhoda použitia EFS pre investorov spočíva v tom, že tento systém poskytuje prístup k veľkému počtu investičných fondov a že odovzdávanie pokynov je účinnejšie. Z tvrdení, ktoré spoločnosti Robeco uviedli na pojednávaní, vyplýva, že EFS je prostriedkom, ktorý malí investori najčastejšie využívajú pri nákupe podielov v otvorených investičných fondoch, zatiaľ čo veľkí investori zvyčajne využívajú priame obchodovanie.

78. EFS je teda podľa ich názoru bilaterálnym systémom na odovzdávanie pokynov na nákup a predaj podielov v otvorených investičných fondoch, v ktorom makléri nepôsobia navzájom medzi sebou a nadväzujú kontakty len s agentmi fondov. Každý agent koná na účet svojho fondu a nepáruje pokyny na nákup a predaj podielov, ale ich započítava. Zadáva sa len pokyny, ktorých výsledkom sú transakcie na primárnom trhu.

79. Domnievam sa však, že tieto tvrdenia nepostačujú na vyvrátenie záveru, že EFS je multilaterálnym systémom.

80. Ako poznamenáva AFM a Komisia, v systéme EFS pôsobí organizátor (Euronext Amsterdam N.V.), ktorý odovzdáva agentom fondov pokyny investorov na nákup a predaj, ktoré mu predkladajú makléri. Pri transakciách medzi jednou stranou (makléri) a druhou stranou (agentmi) vystupuje spoločnosť Euronext ako organizátor EFS v postavení tretej osoby. Tento systém obchodovania prevádzkuje v súlade s nediskrečnými pravidlami, pričom dodržiava Euronext Fund Service Trading Manual.

81. Makléri a agenti fondov môžu bezpochyby vykonávať svoje transakcie bilaterálne, čo nebráni tomu, aby sa EFS považoval za multilaterálny systém, pokiaľ tretia osoba (Euronext) vystupuje ako organizátor trhu, ktorý zaisťuje bezpečnosť obchodovania, transparentnosť a vyššiu mieru ochrany investorov. Táto okolnosť vysvetľuje, prečo sú hlavnými užívateľmi systému EFS malí investori, ktorí investujú do otvorených investičných fondov. Veľkí investori majú potrebné znalosti na to, aby sa chránili sami.

<sup>34</sup> Výbor európskych regulačných orgánov cenných papierov uviedol, že výraz „multilaterálne systémy“ má vylúčiť bilaterálne systémy a že bilaterálne systémy sú „systémy, v ktorých individuálny subjekt vstupuje do každého obchodu uskutočneného v systéme na vlastný účet, a nie ako bezriziková protistrana, ktorá stojí medzi kupujúcim a predávajúcim. Naopak, systém, v ktorom viacerí účastníci (napríklad tvorcovia trhu) vystupujú ako protistrany vo vzťahu k pokynom zadaným v systéme, sa považuje za multilaterálny systém“ (bod 13 dokumentu CESR *Standards for Alternative Trading Systems*, CESR/02-086b, júl 2002, [http://www.esma.europa.eu/system/files/1-02\\_086b.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/1-02_086b.pdf)).

82. Účasť spoločnosti Euronext dovoľuje fondom získavať investorov ľahšie než v prípade, ak by využívali len bilaterálne obchodovanie. Euronext Amsterdam založila EFS v roku 2007<sup>35</sup> práve v úzkej súčinnosti s AFM a so združením zastupujúcim holandské investičné fondy. Euronext uviedla, že hlavnou výhodou nového modelu EFS pre investorov je možnosť obchodovať na „*a clearly regulated market*“<sup>36</sup>.

83. Ak by investori alebo ich makléri kupovali a predávali podiely priamo vo vzťahoch s agentmi otvoreného investičného fondu, mimo EFS, išlo by o bilaterálny systém obchodovania, ktorý by mal podobu SI (ak sa vykonáva sústavne, opakovane a systematicky) alebo obchodovania typu OTC, na ktoré sa nevzťahuje smernica MiFID I (ak je len príležitostné). Zdá sa, že v prejednávanej veci to tak nie je.

84. Multilaterálna povaha EFS je navyše zrejma na základe toho, že Euronext vystupuje v tomto systéme ako organizátor, ktorý nekoná na vlastný účet ani nevystavuje riziku vlastný kapitál. Okrem toho Euronext nesmie kupovať, predávať alebo párovať podiely vo fondoch, aby si zachoval vlastnosti nezávislosti a nestrannosti, ktoré mu dovoľujú poskytovať AFM informácie pred uskutočnením transakcie a po uskutočnení transakcie týkajúce sa transakcií uskutočnených v systéme EFS v súlade s ustanoveniami smernice MiFID I.

### **3. Požiadavka spájania záujmov viacerých tretích strán nakupovať a predávať na regulovaných trhoch**

85. Ďalším prvkom definície pojmu regulovaný trh, ktorý spôsobuje vnútroštátnemu súdu ťažkosti, je požiadavka spájania záujmov viacerých tretích strán nakupovať a predávať.

86. Fondy Robeco uvádzajú, že v EFS existujú len bilaterálne vzťahy medzi maklérom a agentom fondov, na základe ktorých sa kupujú alebo predávajú podiely. Nedochádza teda k vzájomnému pôsobeniu agentov fondov medzi sebou alebo maklérov medzi sebou.

87. Ani toto tvrdenie nepovažujem za presvedčivé. Ako tvrdí britská vláda, v systéme EFS sa agenti jednotlivých fondov stretávajú s mnohými maklérami, ktorí zastupujú investorov. Makléri si môžu vybrať, ktoré transakcie uskutočnia s agentmi jednotlivých fondov, a títo agenti zasa môžu obchodovať s maklérami rôznych investorov. Dochádza teda k spájaniu alebo vzájomnému pôsobeniu záujmov viacerých tretích strán nakupovať a predávať, čo je charakteristickým znakom regulovaného trhu alebo akéhokoľvek mnohostranného systému obchodovania s finančnými nástrojmi.

88. EFS nie je len *informačným kanálom* na odovzdávanie pokynov. Je to systém, v ktorom sa obchoduje s finančnými nástrojmi (podielmi v otvorených investičných fondoch) a ktorého činnosť sa vykonáva v súlade s pravidlami, ktoré stanovil organizátor systému – Euronext – v *manuáli obchodovania*.<sup>37</sup>

89. V bilaterálnych systémoch obchodovania (ako sú SI) toto vzájomné pôsobenie nie je dovolené. Preto sa v odôvodnení 17 smernice MiFID II, ktorú možno použiť ako výkladovú pomôcku, hoci ešte nie je účinná, uvádza, že „hoci obchodné miesta sú platformy, v ktorých nastáva interakcia záujmov viacerých tretích strán kúpiť a predať, systematickému internalizátorovi by sa nemalo povoliť spájať záujmy tretích strán kúpiť a predať funkčne rovnakým spôsobom ako obchodné miesto“.

35 Euronext má v úmysle rozšíriť svoj systém EFS do Francúzska a vytvorí multilaterálny systém pre otvorené investičné fondy, ktoré pôsobili na parížskom burzovom trhu, tiež označovaný ako Euronext Fund Services, ktorý bude prevádzkovať spoločnosť Euronext Paris. Pozri informácie uvedené v Euronext, *Expansion of Euronext Fund Services to include open-end funds on Euronext Paris*, Info-Flash, 24. júla 2015.

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

37 Ide o vyššie uvedený *Euronext Investment Fund Services Trading Manual*, ktorý neskôr nahradil *Trading Manual for the NAV Trading Facility*.

90. Treba mať na zreteli, že otvorený investičný fond predstavuje PKIPCP, ktorého úloha – ako som už uviedol – spočíva v získavaní finančných prostriedkov od verejnosti s cieľom investovať ich a kolektívne ich spravovať, a tak rozdeľovať riziká a výsledky plynúce z tohto investovania medzi svojich podielnikov, ktorí môžu takto získať výnosy zo svojich investícií, pričom im hrozí menšie riziko.

91. Pre otvorený investičný fond je rozhodujúce získať kapitál od podielnikov a práve to sa usilovali dosiahnuť holandské fondy vytvorením systému organizovaného obchodovania, akým je EFS. Tento systém podporuje spájanie záujmov fondov zastúpených ich agentmi nakupovať a predávať a záujmov investorov, ktorí chcú nakupovať alebo predávať podiely v týchto fondoch a ktorých v EFS zastupujú ich makléri. V porovnaní so systémami obchodovania typu OTC alebo SI má EFS nespornú výhodu spočívajúcu v podpore spájania záujmov predávať a kupovať podiely v otvorených investičných fondoch.

92. Okrem toho, hoci fondy Robeco naďalej uvádzajú na trh svoje podiely prostredníctvom bilaterálneho obchodovania, ako ich právny zástupca pripustil na pojednávaní, nie je mi jasné, ako by sa mohol systém obchodovania, v ktorom vystupuje spoločnosť Euronext, tiež považovať za bilaterálny. Ak tretia osoba vystupuje ako nezávislý organizátor – na rozdiel od bilaterálneho obchodovania –, podľa môjho názoru to svedčí o tom, že EFS je multilaterálny systém, ktorého cieľom je podporiť vzájomné pôsobenie záujmov viacerých tretích strán kupovať a predávať podiely v otvorených investičných fondoch.

#### **4. Ďalšie možné prvky pojmu regulovaný trh**

93. Vnútroštátny súd a fondy Robeco poukázali na ďalšie prvky, ktorými sa podľa ich názoru vyznačujú regulované trhy. Konkrétne sú to: a) mechanizmus tvorby cien uplatňovaný v systéme obchodovania, b) primárna povaha systému a c) existencia alebo neexistencia rizika konaní spočívajúcich v zneužívaní trhu. Domnievajú sa, že uplatnenie týchto prvkov na EFS by potvrdilo, že ide o bilaterálny systém, a nie o multilaterálnu platformu na obchodovanie s finančnými nástrojmi.

94. Už teraz uvádzam, že žiadny z týchto prvkov sa nenachádza v definícii pojmu regulovaný trh uvedenej v článku 4 ods. 1 bode 14 smernice MiFID I, a tiež sa domnievam, že tieto prvky v nej nie sú implicitne vyjadrené, a preto by sa nemali brať do úvahy pri rozhodovaní o tom, či platforma, akou je EFS, predstavuje regulovaný trh.

95. Pokiaľ ide o prvý faktor, vnútroštátny súd uvádza, že v EFS sa uskutočňujú transakcie na základe určovania budúcich cien, teda na základe čistej hodnoty aktív vypočítanej podľa kurzu po konečnom termíne.<sup>38</sup> Podľa fondov Robeco sa tento spôsob určovania ceny pri transakciách v EFS neriadi pravidlom ponuky a dopytu po finančných nástrojoch, s ktorými sa v tomto systéme obchoduje, ktoré by malo na regulovanom trhu vždy platiť.

96. Podľa smernice MiFID I však žiaden z jednotlivých spôsobov tvorby cien nepredstavuje charakteristický znak regulovaných trhov. Tento faktor preto nie je relevantný pre určenie, či EFS podľa uvedenej smernice predstavuje regulovaný trh.

97. Potvrďuje to článok 29 ods. 2 a článok 44 ods. 2 smernice MiFID I, ktoré boli vykonané prostredníctvom článku 18 nariadenia č. 1287/2006, ktorý stanovuje možnosť zaviesť výnimky z povinností transparentnosti pred uskutočnením transakcie v prípade MTF a regulovaných trhov, na ktorých sa ceny určujú pomocou mechanizmov, ktoré nesúvisia s ponukou a dopytom po finančných nástrojoch, s ktorými sa obchoduje v systéme. Ak sa povolí táto výnimka, logicky je to preto, lebo môžu existovať regulované trhy s mechanizmami tvorby cien odlišnej povahy.

<sup>38</sup> Pozri podrobnejší opis tohto mechanizmu uvedený v bode 31 vyššie.



98. Okrem toho podľa informácií, ktoré AFM poskytol na pojednávaní, pri tvorbe cien v EFS má ponuka a dopyt po podieloch predsa určitý význam. Ak sa dopyt po podieloch určitého fondu zhoduje s ponukou, agent fondu vykoná započítanie, ale ak dopyt prevyšuje ponuku, investori zaplatia vyšší percentuálny podiel z týchto podielov a v opačnom prípade dostanú zľavu. Zvýšenie ponuky alebo dopytu po podieloch otvoreného investičného fondu závisí od výsledkov jeho investícií na trhoch s finančnými nástrojmi.

99. Druhý faktor, ktorý vnútroštátny súd a fondy Robeco uvádzajú, sa týka primárnej povahy trhu, na ktorom sa emitujú a upisujú podiely v otvorených investičných fondoch, ale nedochádza k sekundárnemu obchodovaniu s týmito finančnými nástrojmi.

100. Definícia pojmu regulovaný trh uvedená v smernici MiFID I však neobsahuje nijaký odkaz na túto okolnosť (to platí aj pre definíciu MTF). Ako navyše uvádza Komisia, na regulovanom trhu môže dochádzať tak k počiatočnému (primárnemu) uvádzaniu finančných nástrojov na trh, ako aj k následnému sekundárnemu obchodovaniu s nimi.<sup>39</sup> Preto skutočnosť, že emisie a upisovanie podielov v investičných fondoch nie sú predmetom následného obchodovania, nebráni tomu, aby sa EFS považoval za regulovaný trh.

101. Pre úplnosť uvádzam – ako uviedla britská vláda –, že nariadenie (EÚ) č. 1031/2010<sup>40</sup> upravuje obchodovanie s emisnými kvótami skleníkových plynov formou aukcie, ktoré predstavuje primárne obchodovanie s finančným nástrojom. Podľa článku 35 ods. 1 tohto nariadenia „aukcie sa smú vykonávať iba na aukčnej platforme, ktorá bola schválená ako regulovaný trh podľa odseku 5 príslušnými vnútroštátnymi orgánmi uvedenými v odseku 4 druhom pododseku“. Toto ustanovenie teda výslovne pripúšťa, že na regulovanom trhu, ktorý spĺňa podmienky stanovené v smernici MiFID I, sa môžu uskutočňovať transakcie, ktoré sú charakteristické pre primárne trhy.

102. Napokon fondy Robeco tvrdia a vnútroštátny súd tiež uvádza ich tvrdenie, že v systéme EFS takmer neexistuje riziko konaní spočívajúcich v zneužívaní trhu, a preto v prípade, ak by sa tento systém považoval za regulovaný trh (z čoho by vyplynula povinnosť poskytovať informácie o činnostiach správcov investičných fondov), ochrana investorov by sa nijako nezmenila.

103. Domnievam sa však, že ani toto tvrdenie nemožno prijať. Po prvé súčasťou definície pojmu regulovaný trh uvedenej v smernici MiFID I nie je väčšia či menšia pravdepodobnosť, že dôjde k manipulovaniu s trhom. Po druhé AFM (podľa môjho názoru odôvodnene) vyvrátil tvrdenie spoločností Robeco, pričom potvrdil možnosť zneužívania trhu alebo obchodovania s dôvernými informáciami v systémoch, ako je EFS.

104. AFM konkrétne uviedol prípady, v ktorých k takým protiprávnym konaniam došlo pri obchodovaní s podielmi v investičných fondoch. V prípade, keď dôjde k odchodu významného správcu investičného fondu, môžu existovať dôverné informácie a tieto informácie môžu spôsobiť konanie spočívajúce v zneužívaní trhu, ktoré má vplyv na hodnotu podielov,<sup>41</sup> pričom táto skutočnosť môže nastať napríklad aj v prípade rozhodnutí o premene otvoreného investičného fondu na uzavretý PKIPCP.

<sup>39</sup> Moloney uvádza, že pojem regulovaný trh „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*. 3. vyd. Oxford: Oxford University Press, 2014, s. 463).

<sup>40</sup> Nariadenie Komisie z 12. novembra 2010 o harmonograme, správe a iných aspektoch obchodovania s emisnými kvótami skleníkových plynov formou aukcie podľa smernice Európskeho parlamentu a Rady 2003/87/ES o vytvorení systému obchodovania s emisnými kvótami skleníkových plynov v Spoločenstve (Ú. v. EÚ L 302, 2010, s. 1).

<sup>41</sup> Odchod správcu fondov Pimco v septembri 2014 viedol k výberu 3 700 miliónov eur (<https://www.ft.com/content/56aa4284-4fc1-11e4-a0a4-00144feab7de>). Významný vplyv mal tiež prechod správcu Ignis Asset Management do Old Mutual Global Investors koncom roka 2014 a odchod správcu fondov Bestinver Asset Management (<http://www.expansion.com/2014/09/23/mercados/fondos/1411459605.html>).



105. Článok 9 smernice 2003/6, ktorá sa z hľadiska *ratione temporis* vzťahuje na spor vo veci samej, stanovoval len povinnosť poskytnúť informácie o správcoch spoločností, ktorých finančné nástroje boli prijaté na obchodovanie na regulovaných trhoch, lebo to bol jediný typ systému organizovaného obchodovania, ktorý existoval v čase prijatia uvedenej smernice. Ako som už vysvetlil, smernica MiFID I neskôr zaviedla MTF a smernica MiFID II stanovuje zavedenie OTF ako nových multilaterálnych systémov organizovaného obchodovania. Na základe systematického výkladu týchto predpisov možno dospieť k záveru, že povinnosti poskytovať orgánom dohľadu informácie na zabránenie protiprávnym konaniam spočívajúcim v zneužívaní dôverných informácií (článok 6 smernice 2003/6) sa mali vzťahovať aj na subjekty zodpovedné za nové organizované systémy obchodovania s finančnými nástrojmi, ktoré sú upravené v ustanoveniach práva Únie prijatých po roku 2003. Tento výklad v plnom rozsahu potvrdilo nové nariadenie (EÚ) č. 596/2014<sup>42</sup>.

106. Výklad, ktorý navrhujem a podľa ktorého systém obchodovania s takými znakmi, aké má EFS, treba považovať za regulovaný trh v zmysle smernice MiFID I, je v súlade s cieľom, ktorý sleduje táto smernica.

107. Cieľom súboru predpisov MiFID I, ktorý neskôr potvrdil aj súbor predpisov MiFID II, totiž bolo regulovať jednotlivé systémy obchodovania, ktoré postupne vznikali, a zabezpečiť ich kontrolu, pričom jedinou výnimkou malo byť príležitostné bilaterálne obchodovanie s finančnými nástrojmi.<sup>43</sup> Akékoľvek organizované obchodovanie teda musí spadať pod jeden z multilaterálnych alebo bilaterálnych systémov upravených v predpisoch MiFID I a od 3. januára 2018 v predpisoch MiFID II.<sup>44</sup> Takto sa podporuje účinnejšia hospodárska súťaž medzi jednotlivými systémami obchodovania, pričom nehrozí, že hospodárske subjekty, ktoré sa chcú vyhnúť kontrolám orgánov dohľadu, využijú systémy obchodovania typu OTC. Ak by sa pojem regulovaný trh v zmysle smernice MiFID I vykladal tak, že vylučuje systémy obchodovania, ako je EFS, v ktorých vzájomne pôsobia investori a otvorené investičné fondy, došlo by k zmareniu cieľov, ktoré normotvorca Únie sleduje v tomto odvetví.

#### IV. Návrh

108. So zreteľom na vyššie uvedené navrhujem, aby Súdny dvor odpovedal na prejudiciálnu otázku, ktorú mu položil College van beroep voor het bedrijfsleven (Odvolací súd pre hospodárske veci, Holandsko), takto:

Organizovaný multilaterálny systém obchodovania s finančnými nástrojmi, v ktorom vzájomne pôsobia záujmy investorov zastúpených maklérmí nakupovať a predávať a záujmy otvorených investičných fondov zastúpených agentmi, pod dohľadom nezávislého organizátora, sa má považovať za regulovaný trh v zmysle článku 4 ods. 1 bodu 14 smernice Európskeho parlamentu a Rady 2004/39/ES

42 Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 596/2014 zo 16. apríla 2014 o zneužívaní trhu (nariadenie o zneužívaní trhu) a o zrušení smernice Európskeho parlamentu a Rady 2003/6/ES a smerníc Komisie 2003/124/ES, 2003/125/ES a 2004/72/ES (Ú. v. EÚ L 173, 2014, s. 1). Jeho odôvodnenie 8 znie takto: „Rozsah pôsobnosti smernice 2003/6/ES sa zameriaval na finančné nástroje prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu, alebo pre ktoré sa podala žiadosť o prijatie na obchodovanie na takomto trhu. Avšak v posledných rokoch sa s finančnými nástrojmi čoraz viac obchodovalo v rámci multilaterálnych obchodných systémov (MTF). Existujú aj finančné nástroje, s ktorými sa obchoduje len v rámci iných druhov organizovaných obchodných systémov (OTF) alebo sa s nimi obchoduje len mimo burzy (OTC). Rozsah pôsobnosti tohto nariadenia by mal preto zahrnúť akýkoľvek finančný nástroj, s ktorým sa obchoduje na regulovanom trhu, MTF alebo OTF, a akékoľvek iné správanie alebo konanie, ktoré môže mať vplyv na takýto finančný nástroj bez ohľadu na to, či sa udeje na obchodnom mieste. ... To by malo zlepšiť ochranu investorov, zachovať integritu trhov a zabezpečiť, aby sa jasne zakázalo zneužívanie trhu v prípade týchto nástrojov.“

43 V tomto zmysle sa v článku 1 ods. 7 smernice MiFID II konštatuje: „Všetky multilaterálne systémy obchodovania s finančnými nástrojmi sú prevádzkované buď v súlade s ustanoveniami hlavy II týkajúcimi sa MTF alebo OTF, alebo v súlade s ustanoveniami hlavy III týkajúcimi sa regulovaných trhov.“

Všetky investičné spoločnosti, ktoré na organizovanom, frekventovanom, systematickom a významnom základe obchodujú na vlastný účet vykonávaním pokynov klientov mimo regulovaného trhu, MTF alebo OTF[,] sú prevádzkované v súlade s hlavou III nariadenia (EÚ) č. 600/2014.

Bez toho, aby boli dotknuté články 23 a 28 nariadenia (EÚ) č. 600/2014[,] všetky transakcie s finančnými nástrojmi uvedenými v prvom a druhom pododseku, ktoré sa neuzatvárajú na multilaterálnych systémoch alebo prostredníctvom systematických internalizátorov, musia byť v súlade s príslušnými ustanoveniami hlavy III nariadenia (EÚ) č. 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? In: *European Company and Financial Review*, 2012, s. 285.

z 21. apríla 2004 o trhoch s finančnými nástrojmi, o zmene a doplnení smerníc Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a smernice Európskeho parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení smernice Rady 93/22/EHS.