



Zbirka odločb sodne prakse

SKLEPNI PREDLOGI GENERALNEGA PRAVOBRANILCA
MANUELA CAMPOSA SANCHEZ-BORDONE,
predstavljeni 26. aprila 2017¹

Zadeva 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)

(Predlog za sprejetje predhodne odločbe, ki ga je vložilo College van beroep voor het bedrijfsleven (pritožbeno sodišče za gospodarske zadeve, Nizozemska))

„Trg finančnih instrumentov – Večstranski sistemi trgovanja – Pojem reguliranega trga – Upravljavci investicijskih skladov – Odprti investicijski skladi – Zloraba trga in uporaba notranje informacije“

1. Sistemi trgovanja s finančnimi instrumenti so v zadnjih letih doživeli vrtoglav razvoj zaradi vse večje raznovrstnosti finančnih produktov, s katerimi se trguje.
2. Zaradi nujnosti ponuditi vlagateljem ustrezno zaščito, zmanjšati tveganje in povečati javni nadzor nad delovanjem teh trgov, zato da se zagotovi finančna stabilnost, je bilo treba postopno prilagoditi sisteme trgovanja. Tradicionalnim borzam vrednostnih papirjev so se pridružile nove platforme, tako večstranske kot dvostranske, ki omogočajo trgovanje z vsemi vrstami finančnih instrumentov, od najenostavnejših do najkompleksnejših.
3. Zakonodajalec Unije se je lotil celovitega urejanja tega sektorja. S tem namenom in z uporabo včasih težko razumljive terminologije je razvil „regulirane trge“, „večstranske sisteme trgovanja“, „organizirane sisteme trgovanja“ in „sistematične internalizatorje“ (v nadaljevanju: SI) kot pojme z lastnimi značilnostmi.

¹ Jezik izvirnika: španščina.

4. Ta zadeva bo Sodišču omogočila, da razširi osnovno sodno prakso o značilnostih sistemov trgovanja, zlasti na reguliranih trgih. Predložitveno sodišče želi vedeti, ali je sistem, poimenovan Euronext Fund Service (v nadaljevanju: EFS), ki ga upravlja družba Euronext Amsterdam N.V.,² reguliran trg ali ne, glede na to, da na njem prihaja do interakcij samo med vlagatelji in odprtimi investicijskimi skladi.

I. Pravni okvir

A. Pravo Unije

5. Določbe, ki so najpomembnejše za spor, je mogoče najti v Direktivi 2004/39/ES³ (znana kot Direktiva MiFID I) in v njenih glavnih izvedbenih predpisih, in sicer v Direktivi 2006/73/ES⁴ in Uredbi (ES) št. 1287/2006⁵ (v nadaljevanju: predpisi MiFID I ali zakonodajni sveženj MiFID I). Prav tako je nujno upoštevati Direktivo 2003/6/ES.⁶

6. Na sveženj, ki ga sestavljajo Direktiva MiFID I in njeni izvedbeni predpisi, je vplivala finančna kriza leta 2008, ki je razkrila nekatere šibkosti v delovanju in preglednosti finančnih trgov. Poleg tega je tehnološki razvoj zahteval okrepitev zakonodajnega okvira, zlasti sistemov trgovanja, zato da se poveča njihova preglednost, izboljša varstvo vlagateljev, okrepi zaupanje, uredijo področja, ki so bila do takrat neurejena, in da se zagotovi, da imajo nadzorniki nujno potrebna znanja, da izvajajo svoja naloge.

7. Zato bo zakonodajni sveženj MiFID I, ki je začel veljati leta 2007, od 3. januarja 2018 nadomeščen s tako imenovanim zakonodajnim svežnjem MiFID II, ki ga sestavljata predvsem Direktiva 2014/65/EU⁷ (v nadaljevanju: Direktiva MiFID II) in Uredba (EU) št. 600/2014.⁸ Čeprav Direktiva MiFID II še ni začela veljati in se očitno ne uporabi za spor o glavni stvari, vsebuje nekatere koristne smernice glede razlage določb MiFID I.

1. Direktiva 2004/39

8. Direktiva MiFID I v členu 1(1) določa, da „se uporablja za investicijska podjetja in regulirane trge“.

9. V uvodnih izjavah 2, 5, 6, 44 in 49 je navedeno:

„(2) [...] je treba zagotoviti potrebno stopnjo uskladitve, da bi lahko vlagateljem ponudili visoko raven zaščite in investicijskim podjetjem omogočili opravljanje storitev v vsej Skupnosti, ki je enotni trg, na podlagi nadzora, ki ga opravlja matična država [...]

[...]

2 Družba Euronext Amsterdam N.V. se šteje za naslednico zgodovinske borze vrednostnih papirjev Amsterdam in deluje kot regulirani trg.

3 Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta z dne 21. aprila 2004 o trgih finančnih instrumentov in o spremembah direktiv Sveta 85/611/EGS, 93/6/EGS in Direktive 2000/12/ES Evropskega parlamenta in Sveta ter o razveljavitvi Direktive Sveta 93/22/EGS (UL, posebna izdaja v slovenščini, poglavje 6, zvezek 7, str. 263).

4 Direktiva Komisije z dne 10. avgusta 2006 o izvajanju Direktive 2004/39/ES Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z organizacijskimi zahtevami in pogoji poslovanja investicijskih družb ter opredeljenimi izrazi za namene navedene direktive (UL 2006, L 241, str. 26).

5 Uredba Komisije z dne 10. avgusta 2006 o izvajanju Direktive 2004/39/ES Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z obveznostmi vodenja evidenc za investicijske družbe, poročanjem o transakcijah, tržno preglednostjo, sprejemanjem finančnih instrumentov v trgovanje in pojmi, opredeljenimi v navedeni direktivi (UL 2006, L 241, str. 1).

6 Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta z dne 28. januarja 2003 o trgovanju z notranjimi informacijami in tržni manipulaciji (zloraba trga) (UL, posebna izdaja v slovenščini, poglavje 6, zvezek 4, str. 367).

7 Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta z dne 15. maja 2014 o trgih finančnih instrumentov ter spremembi Direktive 2002/92/ES in Direktive 2011/61/EU (UL 2014, L 173, str. 349).

8 Uredba Evropskega parlamenta in Sveta z dne 15. maja 2014 o trgih finančnih instrumentov in spremembi Uredbe (EU) št. 648/2012 (UL 2014, L 173, str. 84).

- (5) [...] Treba je priznati nastanek nove generacije sistemov organiziranega trgovanja poleg reguliranih trgov, za katere bi morale veljati obveznosti, namenjene ohranjanju učinkovitega in pravilnega delovanja finančnih trgov [...]

[...]

- (6) Uvesti je treba opredelitvi reguliranega trga in MTF⁹] in ju dobro uskladiti, tako da bosta odražali dejstvo, da oba predstavljata sredstvo za organizirano trgovanje. Opredelitvi bi morali izključevati dvostranske sisteme, v katerih se investicijsko podjetje udeležuje vsakega posla za lastni račun in ne kot pogodbeni stranka, ki brez tveganja posreduje med kupcem in prodajalcem. Izraz ‚sistem‘ zajema vse trge, ki jih sestavljata niz pravil in trgovalna platforma, ter vse tiste, ki delujejo samo na podlagi niza pravil. Za regulirane trge in MTF ni obvezno, da imajo ‚tehnični‘ sistem za usklajevanje naročil. Trg, sestavljen samo iz niza pravil, ki veljajo za vidike v zvezi s članstvom, sprejetjem instrumentov v trgovanje, trgovanjem med člani, poročanjem in, kjer je ustrezno, obveznostmi glede preglednosti, je regulirani trg ali MTF v smislu te direktive in za transakcije, sklenjene v okviru teh pravil se šteje, da so sklenjene v okviru sistemov reguliranega trga ali MTF. Izraz ‚nakupni in prodajni interesi‘ je treba razumeti v širšem pomenu in zajema naročila, ponudbe in navedbe interesov. Zahteva, da je treba interese znotraj sistema povezovati s pomočjo pravil, ki niso diskrecijska, in ki jih postavi upravljavec sistema, pomeni, da so povezani v okviru pravil sistema ali s pomočjo protokolov sistema ali internih operativnih postopkov (vključno s postopki, ki se izvajajo s pomočjo računalniške programske opreme). Izraz ‚pravila, ki niso diskrecijska‘ pomeni, da ta pravila investicijskemu podjetju, ki upravlja MTF, ne dopuščajo nobene svobode glede medsebojnega vplivanja interesov. Opredelitve zahtevajo, da se interesi povezujejo na tak način, da pride do pogodbe, kar pomeni, da se izvajanje opravi v okviru pravil sistema ali s pomočjo protokolov sistema ali po internih operativnih postopkih.

[...]

- (44) Ob dvojnem cilju zaščititi vlagatelje in zagotoviti nemoteno delovanje trgov vrednostnih papirjev je treba zagotoviti, da se doseže preglednost transakcij in da se pravila, določena za ta namen, uporabljajo za investicijska podjetja, kadar delujejo na trgih. Da bi vlagateljem ali udeležencem na trgu omogočili, da kadar koli ocenijo pogoje za transakcijo z delnicami, o kateri razmišljajo, in nato preverijo okoliščine, v katerih je bila izvedena, bi bilo treba uvesti skupna pravila glede objave podrobnosti o izvedenih transakcijah z delnicami in glede razkritja podrobnosti o trenutnih priložnostih pri trgovanju z delnicami. Ta pravila so potrebna za zagotovitev učinkovite integracije trgov lastniških vrednostnih papirjev [v] držav[ah] članic[ah], za spodbujanje učinkovitosti splošnega procesa oblikovanja cen lastniških vrednostnih papirjev in za pomoč pri učinkovitem izvajanju obveznosti ‚najboljše izvedbe‘. Te zadeve zahtevajo celovit režim preglednosti, ki se uporablja za vse transakcije delnic, ne glede na njihovo izvedbo s strani investicijskega podjetja na dvostranski podlagi ali prek reguliranih trgov ali MTF. Zaradi obveznosti investicijskih podjetij iz te direktive, da objavijo ponujeno in povpraševano ceno ter izvedejo naročilo po objavljeni ceni, investicijska podjetja niso oproščena obveznosti, da usmerijo naročilo na drugo izvedbeno mesto, če bi internacionalizacija lahko preprečila, da bi družba delovala v skladu z obveznostjo ‚najboljše izvedbe‘.

[...]

- (49) Dovoljenje za upravljanje reguliranega trga bi moralo biti razširjeno na vse dejavnosti, ki so neposredno povezane z objavljanjem, obdelavo, izvedbo in potrditvijo naročil ter poročanjem o njih od takrat, ko so taka naročila na reguliranem trgu sprejeta, do takrat, ko so posredovana v kasnejši zaključek, in na dejavnosti v zvezi s sprejemanjem finančnih instrumentov v trgovanje.

⁹ Kratica MTF se uporablja v Direktivi 2004/39 kot okrajšava za „večstranski sistem trgovanja“.

Tu bi morale biti zajete tudi transakcije, sklenjene prek posredovanja ustvarjalcev trga, ki jih imenuje regulirani trg, ter izvajane v okviru sistemov reguliranega trga in v skladu s pravili, ki veljajo za te sisteme. Ne šteje se, da so vse transakcije, ki jih sklenejo člani ali udeleženci reguliranega trga ali MTF, sklenjene v okviru sistemov reguliranega trga ali MTF. Transakcije, ki jih člani ali udeleženci sklenejo dvostransko in ki ne izpolnjujejo obveznosti, določene za reguliran trg ali MTF v okviru te direktive, bi se morale šteti za transakcije, sklenjene izven reguliranega trga ali MTF, za namene opredelitve sistematičnega internalizerja. V takem primeru bi se morala uporabljati obveznost investicijskega podjetja, da objavi zavezujoče ponudbe, če so izpolnjeni pogoji iz te direktive.“

10. Člen 4(1), točke 7, 13, 14 in 15, opredeljuje spodaj navedene pojme:

„7. ‚sistematični internalizer‘ je investicijsko podjetje, ki organizirano, pogosto in sistematično posluje za lastni račun tako, da izvaja naročila strank izven reguliranega trga ali MTF;

[...]

13. ‚upravljavec trga‘ je oseba ali so osebe, ki vodijo in/ali upravljajo dejavnosti na reguliranem trgu. Upravljavec trga je lahko regulirani trg sam;

14. ‚regulirani trg‘ je večstranski sistem, ki ga upravlja in/ali vodi upravljavec trga in ki združuje ali omogoča združevanje več nakupnih in prodajnih interesov tretjih oseb v zvezi s finančnimi instrumenti – znotraj sistema in v skladu s pravili, ki niso diskrecijska – pri čemer pride do pogodbe v zvezi s finančnimi instrumenti, sprejetimi v trgovanje, v skladu z njegovimi pravili in/ali sistemi ter za katerega je pridobljeno dovoljenje in ki deluje redno in v skladu z določbami naslova III;

15. ‚večstranski sistem trgovanja (MTF)‘ je večstranski sistem, ki ga upravlja investicijsko podjetje ali upravljavec trga in ki združuje več nakupnih in prodajnih interesov tretjih oseb v zvezi s finančnimi instrumenti – znotraj sistema in v skladu s pravili, ki niso diskrecijska – pri čemer pride do pogodbe v skladu z določbami naslova II“.

2. Uredba št. 1287/2006

11. Člen 2, točka 8, opredeljuje „mesto trgovanja“ kot „regulirani trg, MTF ali sistematičnega internalizerja, ki kot tak deluje v njegovem imenu, in po potrebi sistem izven Skupnosti s podobnimi funkcijami kot regulirani trg ali MTF“.

12. Člen 5 te uredbe določa:

„Za namen te uredbe je sklic na transakcijo sklic samo na nakup in prodajo finančnega instrumenta. Za namen te uredbe, razen poglavja II, nakup in prodaja finančnega instrumenta ne vključujeta ničesar od naslednjega:

[...]

(c) transakcij na primarnih trgih (kakor so izdajanje, dodelitev ali vpis) s finančnimi instrumenti, ki sodijo v člen 4(1)(18)(a) in (b) Direktive 2004/39/ES.“

13. Člen 21(1) našteva kriterije za ugotavljanje, ali je investicijska družba SI:

„Če investicijska družba posluje za svoj račun tako, da izvaja naročila strank zunaj reguliranega trga ali MTF, se šteje kot sistematični internalizer, če izpolnjuje naslednje kriterije, ki kažejo, da to dejavnost izvaja organizirano, pogosto in sistematično:

- (a) dejavnost ima bistveno komercialno vlogo v družbi in se opravlja v skladu s pravili in postopki, ki niso diskrecijski;
- (b) dejavnost izvaja osebje ali avtomatizirani tehnični sistem, dodeljen za ta namen, ne glede na to, ali se to osebje ali sistem uporablja za ta namen izključno ali ne;
- (c) dejavnost je redno in [ali] neprekinjeno na razpolago strankam.“

3. Direktiva 2003/6

14. V členu 1, točka 1, je naslednja opredelitev:

„Notranja informacija‘ pomeni informacijo, ki ima natančno določene lastnosti, ki ni javna in se posredno ali neposredno nanaša na enega ali več izdajateljev finančnih instrumentov ali na enega ali več finančnih instrumentov, in ki bi, če bi postala javna, verjetno imela pomemben vpliv na cene teh finančnih instrumentov ali na ceno z njimi povezanih izvedenih finančnih instrumentov.“

15. Člen 6(4) določa:

„Osebe, ki pri izdajatelju finančnih instrumentov opravljajo poslovodne naloge, in kjer je to mogoče tudi osebe, ki so z njimi tesno povezane, pristojnemu organu vsaj sporočijo, da obstajajo transakcije, ki so se opravile za njihov račun, in se nanašajo na delnice navedenega izdajatelja ali na izvedene ali druge z njimi povezane finančne instrumente. Države članice zagotovijo čim prej ko je to mogoče takojšen dostop javnosti do informacij, ki se nanašajo na takšne transakcije, [vsaj] na individualni osnovi.“

B. Nacionalno pravo

16. Člen 1:1 Wet op het financieel toezicht (zakon o nadzoru finančnih trgov; v nadaljevanju: Wft) opisuje pojem reguliranega trga tako:

„večstranski sistem, ki povezuje ali omogoča povezovanje več nakupnih in prodajnih interesov tretjih oseb v zvezi s finančnimi instrumenti – znotraj sistema in v skladu s pravili, ki niso diskrecijska – ki vodi do pogodbe v zvezi s finančnimi instrumenti, sprejetimi v trgovanje v skladu z njegovimi pravili in sistemi, ter ki deluje redno in v skladu z določbami o dovoljenjih in stalnem nadzoru“.

17. V skladu s členom 5:60(1)(a) je vsak,

- ki odloča o rednem poslovanju ali sodeluje pri odločanju o tem poslovanju izdajatelja s sedežem na Nizozemskem, ki je izdal ali namerava izdati finančne instrumente v smislu člena 5:56(1)(a) [to je finančne instrumente, sprejete v trgovanje na reguliranem trgu ali v večstranski sistem trgovanja],
- oziroma vsak, na predlog katerega se je sklenila pogodba o nakupu finančnega instrumenta v smislu te točke, če ne gre za vrednostni papir,
- oziroma vsak, ki predlaga sklenitev pogodbe o nakupu finančnega instrumenta v smislu te točke, če ne gre za prenosljiv vrednostni papir,

zavezan najpozneje do petega delovnega dne po datumu transakcije poročati o transakcijah, ki jih je opravil ali izvršil za svoj račun, z deleži izdajateljev, navedenih v točkah (a), (b) ali (c) (člena 5:60(1)), ali s finančnimi instrumenti, katerih vrednost je določena z vrednostjo teh deležev.

18. V skladu s členom 5:56(1)(a) je vsakomur, ki je naveden v prejšnji določbi, prepovedano uporabljati notranje informacije, če na Nizozemskem ali iz nje ali iz države članice opravlja ali izvršuje transakcije s finančnimi instrumenti, ki so sprejeti v trgovanje na reguliranem trgu, za katerega je bilo izdano dovoljenje v smislu člena 5:26(1), ali v večstranskem sistemu trgovanja, za katerega ima investicijsko podjetje dovoljenje v smislu člena 2:96, ali za katere je vložena zahteva za sprejetje v trgovanje.

19. V skladu s členom 1:40(1) nadzorni organ za svojo dejavnost, ki jo opravlja v zvezi z izvrševanjem svojih nalog, obračuna stroške podjetjem, za katera so se opravljale te dejavnosti, če ti stroški ne gredo v breme državnega proračuna.

20. Stichting Autoriteit Financiële Markten (organ za nadzor nad finančnimi trgi, Nizozemska; v nadaljevanju: AFM) je v skladu s členi 5, 6 in 8(1)(i), točka 4, Besluit bekostiging financieel toezicht (uredba o financiranju nadzora nad finančnimi trgi) pooblaščen, da naloži takse izdajateljem iz člena 5:60(1)(a) Wft.

II. Spor o glavni stvari in vprašanje za predhodno odločanje

21. V postopku v glavni stvari gre za spor med AFM ter družbo Robeco Hollands Bezit N.V. in enajstimi drugimi družbami (kolektivni naložbeni podjemi za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje ali odprti investicijski skladi; v nadaljevanju: Robeco ali skladi Robeco), ki izpodbijajo nekatere obračune taks, ki jih je izstavil navedeni organ.

22. In sicer so predmet spora odločbe AFM z dne 30. oktobra 2009, 31. decembra 2010, 30. septembra 2011 in 28. septembra 2012 (v nadaljevanju: prve odločbe). AFM je s temi odločbami na podlagi členov 1:40 in 5:60(1), začetek in točka (a), Wft in Besluit bekostiging financieel toezicht (uredba o financiranju nadzora nad finančnimi trgi) skladom Robeco naložil takse v višini 110 EUR, 350 EUR, 630 EUR oziroma 180 EUR za poslovna leta 2009, 2010, 2011 in 2012.

23. Po mnenju AFM je obveznost plačila teh taks posledica nalog nadzora, ki jih je v zvezi s skladi Robeco ta organ prevzel v okviru izvajanja Direktive 2003/6, ki je bila na Nizozemskem prenesena z Wft in ki nalaga izdajateljem finančnih instrumentov, ki se tržijo na reguliranih trgih, obveznost, da poročajo o dejavnostih svojih upravljavcev.

24. AFM je z odločbo z dne 13. decembra 2012 zavrnil ugovore, ki jih je vložila družba Robeco.

25. Družba Robeco je pri rechtbank Rotterdam (sodišče v Rotterdamu, Nizozemska) zoper to odločbo vložila tožbo, ki jo je navedeno sodišče zavrnilo s sodbo z dne 24. decembra 2013.

26. To sodišče je zavrnilo zahtevke družbe Robeco in sprejelo trditve AFM. Ugotovilo je, da sistem EFS ustreza opredelitvi pojma reguliranega trga v členu 1:1 Wft. Po njegovem mnenju je za člane upravnih odborov in nadzornih svetov veljal člen 5:60 Wft, takse, ki jih je naložil AFM, pa so bile v skladu z zakonodajo.

27. Družba Robeco je izpodbijala prvostopenjsko sodbo pri College van beroep voor het bedrijfsleven (pritožbeno sodišče za gospodarske zadeve, Nizozemska), ki mora dokončno razjasniti, ali sistem EFS spada pod pojem reguliranega trga iz Direktive 2004/39 ali ne.

28. Predložitveno sodišče več elementov in okoliščin spora o glavni stvari šteje za dokazane in jih na kratko opiše.

29. Prvič, trdi, da ima Euronext dovoljenje za upravljanje reguliranega trga v skladu s členom 5:26(1) Wft. En segment Euronext je EFS, ki je ločen sistem trgovanja, v katerem se trguje izključno z enotami premoženja investicijskih skladov s spremenljivim kapitalom. Skladi Robeco so „open end“ investicijski skladi (s spremenljivim kapitalom) in morajo prek EFS izvrševati naročila za nakup ali izdajo enot premoženja.

30. Drugič, predložitveno sodišče navaja, da so zastopniki skladov in borzni posredniki del sistema EFS kot člani. Vsak investicijski sklad oziroma skupina investicijskih skladov ima svojega zastopnika, ki trguje za račun in na tveganje investicijskega sklada oziroma skupine investicijskih skladov. Borzni posrednik (*broker*) zbira naročila vlagateljev za nakup in prodajo, ki jih posreduje zastopniku zadevnega investicijskega sklada.

31. Nazadnje predložitveno sodišče pojasni, da se v sistemu EFS transakcije opravljajo na podlagi določanja bodočih cen. Borzni posrednik lahko do 16. ure (rok) izda naročilo zastopniku, nato pa se čista vrednost sredstev investicijskega sklada (in s tem vrednost enot premoženja, ki bodo izdane ali kupljene) po roku izračuna na podlagi ponudb. Zastopnik izvrši naročilo, ki ga je prejel, naslednji dan ob 10. uri na podlagi čiste vrednosti sredstev, izračunane z omejenim doplačilom oziroma popustom, ki izhaja iz transakcijskih stroškov, nastalih investicijskemu sklada. Zastopniki skladov ne sklepajo poslov med seboj v sistemu EFS, enako velja za borzne posrednike. V EFS se transakcije opravljajo v skladu s pravili iz EFS Trading Manual in iz TCS-web User Guide to the EFS.

32. College van beroep voor het bedrijfsleven (pritožbeno sodišče za gospodarske zadeve) izhaja iz teh elementov in se v nasprotju z odločitvijo sodišča prve stopnje nagiba k mnenju, da sistem EFS ni večstranski in da ga zato ni mogoče obravnavati kot regulirani trg v smislu člena 4(1), točka 14, Direktive MiFID I.

33. Po njegovem mnenju se v uvodni izjavi 6 Direktive MiFID I razlikuje med dvostranskimi sistemi (ureditev SI) in večstranskimi sistemi trgovanja, med katere spadajo regulirani trgi. Razlika je v tem, da se v dvostranskih sistemih posli sklepajo izključno med investicijsko družbo in vlagateljem, medtem ko v večstranskih sistemih lahko posle sklepajo tudi sami vlagatelji med seboj. EFS naj bi bil dvostranski sistem, saj tam delujeta borzni posrednik (kot zastopnik vlagatelja) in zastopnik skladov (v njihovem imenu), pri čemer prvi sklepa posle z drugim.

34. Po mnenju predložitvenega sodišča uvodna izjava 6 Direktive MiFID I nakazuje na to, da sistema, v katerem se izvajajo zgolj transakcije, glede katerih ne obstaja obveznost poročanja, ni mogoče opredeliti kot regulirani trg. V skladu s členom 5, začetek in točka (c), Uredbe št. 1287/2006 naj bi bile transakcije sistema EFS transakcije na primarnih trgih, ne pa transakcije, ki zajemajo nakup in prodajo finančnega instrumenta. Poglavje III navedene uredbe naj ne bi veljalo za navedene transakcije na primarnem trgu in zato naj obveznosti poročanja, ki jih navedeno poglavje določa, ne bi bile predpisane za transakcije v sistemu EFS. Ker je mogoče v EFS izvajati izključno transakcije na primarnem trgu, za katere torej ne velja obveznost poročanja, naj EFS tudi zato ne bi bilo mogoče šteti za regulirani trg.

35. To razumevanje po mnenju predložitvenega sodišča potrjuje tudi to, da se vrednost enot premoženja, s katerimi se trguje prek sistema EFS, določa z izračunom čiste vrednosti sredstev, kot je bilo pojasnjeno zgoraj. Nasprotno pa se cena na reguliranem trgu ne določa tako, temveč na podlagi ponudbe in povpraševanja tistih, ki na njem trgujejo.

36. Nazadnje predložitveno sodišče dodaja, da EFS ni regulirani trg, saj se na njem cen ne manipulira in bi težko prišlo do transakcij na podlagi notranjih informacij.

37. Kljub vsemu pa meni, da bi bilo mogoče zagovarjati tudi opredelitev EFS kot reguliranega trga v smislu člena 4(1), točka 14, Direktive MiFID I. Priznava, da ni mogoče niti iz besedila tega člena niti iz uvodne izjave 6 navedene direktive neposredno sklepati, da se trgovalna platforma, v okviru katere se ne izvajajo le transakcije, za katere velja obveznost poročanja, in v okviru katere se cena ne oblikuje na podlagi ponudbe in povpraševanja, ne more šteti za regulirani trg. Zadostuje, da obstaja trg, ki ga sestavlja niz pravil, kot so opisana v uvodni izjavi 6, in da so podani elementi opredelitve iz člena 4(1), točka 14, Direktive MiFID I.

38. Poleg tega predložitveno sodišče meni, da bi sistem EFS lahko spadal pod pojem reguliranega trga v smislu Direktive MiFID I, saj je EFS avtonomna trgovalna platforma, ki jo upravlja družba Euronext na podlagi ustreznega dovoljenja; gre za večstranski sistem, ki mu pripadajo različni borzni posredniki in zastopniki skladov, ki imajo pooblastilo izdajati naročila; uporabniki sistema EFS se lahko štejejo za tretje osebe v razmerju do družbe Euronext; v sistemu EFS pa prav tako prihaja do pokrivanja interesov borznih posrednikov in zastopnikov skladov za nakup in prodajo, zaradi česar se sklepajo posli.

39. Glede na dvome v zvezi z razlago pojma „regulirani trg“ je College van beroep voor het bedrijfsleven (pritožbeno sodišče za gospodarske zadeve) Sodišču predložilo to vprašanje za predhodno odločanje:

„Ali je treba sistem, v katerem je udeleženi veliko zastopnikov skladov in borznih posrednikov, ki v tem sistemu pri transakcijah zastopajo odprte investicijske sklade oziroma vlagatelje, in ki dejansko olajša izključno tem odprtim investicijskim skladom, da izpolnijo svojo obveznost izvrševanja naročil vlagateljev za nakup in prodajo enot premoženja, šteti za regulirani trg v smislu člena 4(1), točka 14, [Direktive MiFID I], in, če je odgovor na to vprašanje pritrdilen, katere značilnosti so za to odločilne?“

III. Analiza vprašanja za predhodno odločanje

40. Predložitveno sodišče želi, da Sodišče razjasni, ali je platforma za trgovanje s finančnimi instrumenti, ki ima značilnosti sistema EFS, regulirani trg v smislu Direktive MiFID I ali ne. Preden se lotim odgovora na to vprašanje, menim, da je treba razložiti ureditev sistemov trgovanja s finančnimi instrumenti, ki jo določa Direktiva MiFID I, in razvoj, do katerega je prišlo od začetka njene uporabe. Prav tako se bom skliceval na spremembe, ki izhajajo iz zakonodajnega svežnja MiFID II, ki bo začel veljati 3. januarja 2018, čeprav se za ta spor ne uporabljajo *ratione temporis*.

A. Uvodna pojasnila glede sistemov trgovanja s finančnimi instrumenti

41. Direktiva MiFID I in njeni izvedbeni predpisi so precej spremenili pravno ureditev sistemov trgovanja s finančnimi instrumenti.¹⁰ Zaradi večje povezanosti, konkurenčnosti in učinkovitosti teh trgov v Uniji se je odpravil monopol nad trgovanjem, ki je obstajal v nekaterih državah članicah in ki so ga imele tradicionalne borze, tako da se je odprla konkurenca med tradicionalnimi platformami in novimi alternativnimi sistemi trgovanja, ki so se pojavili zaradi tehnološkega razvoja, vendar so ostali neurejeni.

¹⁰ Ti sistemi trgovanja „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“ (Ferrari, G. in Saguato, P., „Regulating Financial Market Infrastructures“, *ECGI Working Paper* št. 259/2014, junij 2014, str. 7).

42. Namen zakonodajalca Unije je bil, kot sem že omenil, povečati preglednost, izboljšati varstvo vlagateljev, okrepiti zaupanje in zagotoviti nadzornim organom natančne pristojnosti za opravljanje njihovih nalog.¹¹

43. Direktiva MiFID I ureja tri vrste sistemov trgovanja s finančnimi instrumenti, med katerimi sta dva večstranska (regulirani trgi in MTF)¹² in eden dvostranski (SI). Poleg teh sistemov, ki ustrezajo modelu organiziranega trgovanja, predpisi MiFID I dopuščajo možnost neorganiziranega trgovanja (*over-the-counter*, v nadaljevanju: OTC) s finančnimi instrumenti.

44. Prva in najbolj uveljavljena kategorija sistema trgovanja s finančnimi instrumenti je sistem reguliranih trgov, ki se uporabi v zakonodajnih svežnjih MiFID I in II in v drugih predpisih prava Unije. Čeprav bom pozneje podrobneje analiziral njihove značilnosti, so regulirani trgi v skladu z opredelitvijo v členu 4(1), točka 14, Direktive MiFID I večstranski sistemi trgovanja s finančnimi instrumenti, ki jih upravlja upravljavec v skladu s pravili, ki niso diskrecijska, in kjer pride do interakcije nakupnih in prodajnih interesov več tretjih oseb, na podlagi česar se sklepajo pogodbe. Podobni so klasičnim borzam in po podatkih Evropskega organa za vrednostne papirje in trge (v nadaljevanju: ESMA)¹³ v tem trenutku obstajata v Uniji 102 regulirana trga (štirje so na Nizozemskem, eden od njih je Euronext Amsterdam).

45. Druga kategorija, ki ustreza tako imenovanim večstranskim sistemom trgovanja (MTF), je bila uvedena z Direktivo MiFID I, zato da zajame alternativne mehanizme trgovanja, ki so se v praksi zaradi tehnološkega napredka pojavili v praksi. MTF so prav tako večstranski sistemi trgovanja, ki združujejo več nakupnih in prodajnih interesov tretjih oseb, ki pripeljejo do sklenitve pogodb, ki jih upravlja upravljavec ali investicijsko podjetje v skladu s pravili, ki niso diskrecijska, in za katere je potrebno upravno dovoljenje. Čeprav je njihova ureditev podobna ureditvi reguliranih trgov, pa se razlikujejo po tem, da se vrst finančnih instrumentov, ki so lahko predmet transakcije, ne preverja predhodno.

46. Po podatkih ESMA¹⁴ je v Uniji trenutno 150 MTF, med katerimi zaradi svojega prometa izstopa platforma družbe BATS Trading Ltd (Združeno kraljestvo). Na Nizozemskem sta dve platformi, in sicer Tom MTF Derivatives Markets in Tom MTF Cash Markets.

47. Tretja kategorija, ki jo je uvedla Direktiva MiFID I, so tako imenovani „sistematični internalizerji“. Drugače kot prejšnji dve kategoriji, ti niso mesta večstranskega trgovanja, ki jih upravlja tretja oseba in kjer se srečujejo vlagatelji zaradi prodaje in nakupa finančnih instrumentov, temveč so dvostranski sistemi trgovanja. V skladu s členom 4(1), točka 7, Direktive MiFID I gre za investicijska podjetja, ki organizirano, pogosto in sistematično trgujejo za lastni račun tako, da izvajajo naročila strank. Ta sistem trgovanja ni opredeljen kot tak, temveč v povezavi s subjektom, ki ga izvaja.

48. Čeprav SI ne potrebujejo upravnega dovoljenja nacionalnega nadzornega organa, gre za podjetja, ki so dovolj velika, da interno združujejo naročila za nakup in prodajo vlagateljev, zaradi česar zanje veljajo številne obveznosti preglednosti. Režim SI očitno ni bil najbolj privlačen, saj je po podatkih ESMA¹⁵ kot SI registriranih samo 11 podjetij v vsej Uniji, nobeno od njih na Nizozemskem.

11 V skladu s študijo, ki jo je financirala Komisija, je bil rezultat povečanje konkurenčnosti med različnimi mesti trgovanja s finančnimi instrumenti, vlagatelji imajo večjo izbiro glede izvajalcev storitev in razpoložljivih finančnih instrumentov, pri čemer je k temu prispeval tudi tehnološki napredek. V skladu s študijo Oxera, *Monitoring Prices, Costs and Volumes of Trading and Post-trading Services*, 2011, so se na splošno stroški poslovanja zmanjšali, trgi pa so bolj povezani. Glej tudi dokument COM(2011) 652 final, str. 2.

12 V skladu s členom 2, točka 4, Uredbe (EU) št. 648/2012 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 4. julija 2012 o izvedenih finančnih instrumentih OTC, centralnih nasprotnih strankah in repozitorijih sklenjenih poslov (UL 2012, L 201, str. 1) je večstranske sisteme mogoče poimenovati tudi „mesto trgovanja“, ki je opredeljeno kot „sistem, ki ga upravlja investicijsko podjetje ali upravljavec trga v smislu člena 4(1)[, točki 1 in 13,] Direktive 2004/39/ES, ki ni sistematični internalizator, opredeljen v členu 4(1)[, točka 7,] navedene direktive, in na njem se zbirajo interesi za nakup ali prodajo finančnih instrumentov v okviru sistema, iz česar potem nastane pogodba v skladu z naslovom II ali III navedene direktive“.

13 Glej podatke na https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_rma.

14 Glej podatke na tej povezavi https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_mtf.

15 Glej podatke na tej povezavi https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_sys.

49. Poleg trgovanja s finančnimi instrumenti prek teh sistemov organiziranega trgovanja Direktiva MiFID I, kot sem že navedel, predvideva četrti način izvajanja naročil v zvezi s finančnimi instrumenti, OTC. To je mogoče razbrati iz njene uvodne izjave 53,¹⁶ v skladu s katero se zahteva „uporabo pravil o preglednosti pred trgovanjem za transakcije, ki se opravljajo na prostem trgu, katerih značilnosti so tudi, da so priložnostne in neredne ter se izvajajo s pogodbenimi strankami, ki so trgovci na debelo, in so del poslovnega odnosa, za katerega samega so značilni posli nad standardnim tržnim obsegom, in pri katerih se posli opravljajo izven sistemov, ki jih zadevna družba navadno uporablja za svoje poslovanje kot sistematični internalizer“.

50. Direktiva MiFID I je morda zaradi zahtev, naloženih SI (organizirano, pogosto in sistematično poslovanje, konkretizirano v členu 21(3) Uredbe št. 1287/2006), ter zaradi še strožje ureditve reguliranih trgov in MTF ni uredila drugih vrst trgovanja OTC, ki pomenijo precejšen del trgovanja s finančnimi instrumenti. Za to gre pri tako imenovanih *broker crossing systems*, *broker-dealer crossing networks* ali *dark pools* ali elektronskih trgovalnih platformah.¹⁷

51. Po finančni krizi leta 2008 in glede na razvoj trgovalnih platform¹⁸ je Direktiva MiFID II, ki sicer še ne velja, ohranila isto tipologijo sistemov trgovanja, vendar je dodala še eno kategorijo, poimenovano „organizirani sistemi trgovanja“ (v nadaljevanju: OTF).

52. OTF so opredeljeni zelo na široko, saj ta nova vrsta večstranskega trgovanja skuša zajeti sisteme trgovanja OTC, ki *niso bili zajeti* z ureditvijo Direktive MiFID I.¹⁹ Od reguliranih trgov in MTF se razlikujejo predvsem v tem, da upravljavci OTF lahko diskrecijsko izvršujejo naročila, vendar, glede na okoliščine primera, ob upoštevanju zahtev preglednosti pred trgovanjem in obveznosti najboljše izvršitve.

53. Pravkar opisani razvoj kaže na to, da skuša zakonodajalec Unije regulirati različne sisteme trgovanja s finančnimi instrumenti, ki se razvijajo, edini izjemi pa sta dvostransko in občasno trgovanje z navedenimi instrumenti.²⁰ Cilj je namreč, da se vse organizirano trgovanje s finančnimi instrumenti odvija prek katerega od večstranskih ali dvostranskih sistemov iz Direktive MiFID II.²¹ Tako se spodbuja ustrežnejša konkurenca med različnimi sistemi trgovanja brez nevarnosti, da bi upravljavci, ki bi se želeli izogniti nadzoru nadzornih organov, razvili druge alternativne mehanizme.

16 Glej komentarje Gomberja, P., Pierrona, A., „MiFID: Spirit and Reality of a European Financial Market Directive“, *Celent Paper*, november 2010, str. 12.

17 Glej podrobno analizo v Onofrei, A., *La négociation des instruments financiers au regard de la directive MIF*, Larcier, Bruselj 2012, str. od 360 do 363.

18 Uvodna izjava 4 Direktive MiFID II to utemelji tako: „Ob finančni krizi so se pokazale slabosti v delovanju in preglednosti finančnih trgov. Dogajanja na finančnih trgih so pokazala na nujnost okrepitve okvira za regulacijo trgov finančnih instrumentov, tudi kadar trgovanje na takšnih trgih poteka na prostem trgu (OTC), da bi povečali njihovo preglednost, bolje zaščitili vlagatelje, utrdili zaupanje, obravnavali neurejena področja ter zagotovili, da bodo imeli nadzorni organi ustrezna pooblastila za opravljanje svojih nalog.“

19 Člen 4(1), točka 23, Direktive MiFID II opredeljuje organizirani sistem trgovanja (OTF) kot „večstranski sistem, ki ni regulirani trg ali MTF ter v katerem lahko medsebojno vplivajo nakupni in prodajni interesi več tretjih oseb v zvezi z obveznicami, strukturiranimi finančnimi produkti, pravicami do emisije ali izvedenimi finančnimi instrumenti, pri čemer se sklene pogodba v skladu z naslovom II te direktive [...]“.

20 V tem smislu člen 1(7) Direktive MiFID II določa: „Vsi večstranski sistemi za finančne instrumente delujejo v skladu z določbami naslova II glede MTF ali OTF ali naslova III glede reguliranih trgov. Vsako investicijsko podjetje, ki organizirano, pogosto, sistematično in v znatni meri posluje za svoj račun pri izvrševanju naročil strank zunaj reguliranega trga, MTF ali OTF, deluje v skladu z naslovom III Uredbe (EU) št. 600/2014. Brez poseganja v člena 23 in 28 Uredbe (EU) št. 600/2014 so vsi posli s finančnimi instrumenti iz prvega in drugega pododstavka, ki niso sklenjeni v večstranskih sistemih ali v sistematičnih internalizatorjih, skladni z ustreznimi določbami naslova III Uredbe (EU) št. 600/2014.“

21 Po mnenju Moloneya „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. izd., Oxford University Press, Oxford, 2014, str. 434). Glej tudi 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, str. 28.

B. Pojem reguliranega trga in uporaba tega pojma za trgovalno platformo, kot je EFS

54. Predložitveno sodišče prosi Sodišče, naj razjasni, ali opredelitev reguliranega trga iz Direktive MiFID I zajema trgovalno platformo, ki ima značilnosti sistema EFS, ali ne. Preden predstavim svoje mnenje v zvezi s tem, bi želel pojasniti tri stvari.

55. Prvič, naloga predložitvenega sodišča, ki neposredno in v celoti pozna način delovanja EFS, je, da razjasni, ali ta platforma izpolnjuje zahteve, na podlagi katerih jo je mogoče opredeliti kot regulirani trg, ali ne. Sodišče seveda lahko da smernice za razlago Direktive MiFID I ter iz nje izlušči pogoje, ki jih mora izpolnjevati sistem trgovanja, zato da ga je mogoče uvrstiti v to kategorijo. Da bi bil odgovor koristen, je treba med temi pogoji posebno pozornost posvetiti pogojem, ki so sporni v tej zadevi.²²

56. Drugič, navesti je treba, da informacije, ki jih je dalo predložitveno sodišče, in informacije, ki so jih podale stranke na obravnavi, potrjujejo, da EFS deluje pod „okriljem“ upravnega dovoljenja, ki ga je AFM podelil družbi Euronext, da deluje na reguliranem trgu.

57. Vendar ni gotovo, ali sam segment EFS pomeni regulirani trg. Naveden ni niti med nizozemskimi reguliranimi trgi v zbirki podatkov ESMA²³ niti se posebej – drugače kot njemu podobni – ne oglašuje kot tak.²⁴

58. Vendar dejstvo, da sistema EFS ni na navedenem seznamu reguliranih trgov, ni ovira, da ne bi imel take narave. Sodišče je v sodbi Nilas in drugi²⁵ navedlo, da zgolj dejstvo, da trg ni vpisan na ta seznam, ne zadostuje za to, da bi se lahko izključilo, da je zadevni trg regulirani trg.²⁶

59. Družba Euronext bi lahko delovala hkrati kot upravljavec reguliranega trga Euronext Amsterdam in trgovalne platforme EFS. V sodbi Nilas in drugi je bilo ugotovljeno, da Direktiva 2004/39 izrecno obravnava položaje, kjer upravljavec reguliranega trga prav tako upravlja drug sistem trgovanja, ne da bi se ta sistem zato spremenil v regulirani trg.²⁷ Da se sistem trgovanja s finančnimi instrumenti opredeli kot „regulirani trg“ je Sodišče ugotovilo, da se zahteva, da ta trg dobi dovoljenje kot regulirani trg, in da je njegovo delovanje v skladu z zahtevami iz naslova III Direktive MiFID I.²⁸

60. Predložitveno sodišče mora ugotoviti – kot dejstvo glede katerega ima prsto presojo – ali je EFS resnično segment reguliranega trga Euronext Amsterdam, ki deluje pod njegovim okriljem, ali pa je sam ločena platforma oziroma sistem trgovanja, čeprav je upravljavec v obeh primerih isti.

22 Ta pristop je uporabilo Sodišče v sodbah z dne 3. decembra 2015, Banif Plus Bank (C-312/14, EU:C:2015:794, točka 51), in z dne 30. maja 2013, Genil 48 in Comercial Hostelera de Grandes Vinos (C-604/11, EU:C:2013:344, točka 43).

23 Člen 47 Direktive MiFID I, naslovljen „Seznam reguliranih trgov“, določa: „Vsaka država članica sestavi seznam reguliranih trgov, ki jim je matična država članica, in ta seznam posreduje drugim državam članicam in Komisiji. Podobno sporočanje se izvede za vsako spremembo tega seznama. Komisija objavi seznam vseh reguliranih trgov v Uradnem listu Evropske unije in ga enkrat letno posodobi. Komisija objavi in posodobi seznam tudi na svoji spletni strani vsakokrat, ko ji države članice sporočijo spremembe svojih seznamov.“

24 Tako ETFplus market (the open-ended collective investment undertaking (CIUs) segment) na Borsa italiana (italijanska borza). Glej v zvezi s tem, <http://www.borsaitaliana.it/fondi/formazione/formazione.htm>. Ta trg se ukvarja s trgovanjem s finančnimi instrumenti odprtih investicijskih skladov in je na seznamu reguliranih trgov v Italiji ESMA ter se je oblikoval in izrecno oglaševal kot tak. V zbirki podatkov ESMA je naveden kot ELECTRONIC OPEN-END FUNDS AND ETC MARKET na povezavi https://registers.esma.europa.eu/publication/details?core=esma_registers_mifid_rma&docId=mifid731rma.

25 Sodba z dne 22. marca 2012 (C-248/11, EU:C:2012:166, točka 54).

26 Vpis na seznam, ki ga pripravi država članica, ki ni omenjen v opredelitvi iz člena 4(1), točka 14, Direktive MiFID I, pa je bil del pojma „regulirani trg“ v skladu s členom 1, točka 13, Direktive Sveta 93/22/EGS z dne 10. maja 1993 o investicijskih storitvah na področju vrednostnih papirjev (UL, posebna izdaja v slovenščini, poglavje 6, zvezek 2, str. 43), ki jo je prvonavedena razveljavila s 1. novembrom 2007.

27 Sodba z dne 22. marca 2012, Nilas in drugi (C-248/11, EU:C:2012:166, točke od 44 do 46).

28 *Ibidem*, točke od 42 do 43.

61. Tretje pojasnilo se nanaša na značilnosti podjetij, ki so tožeče stranke. Skladi Robeco so kolektivni naložbeni podjemi za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP), za katere velja Direktiva 2009/65/ES.²⁹ V skladu s členom 1(2) so KNPVP tisti podjemi, katerih: (a) edini namen je skupno vlaganje kapitala, zbranega pri javnosti, v prenosljive vrednostne papirje ali druga likvidna finančna sredstva, navedena v členu 50(1), in ki poslujejo po načelu razpršitve tveganj, in (b) enote premoženja se na zahtevo imetnikov ponovno odkupijo ali izplačajo, neposredno ali posredno, iz sredstev teh podjetij.

62. Natančneje, skladi Robeco so v skladu s členom 1(3) Direktive 2009/65 javni in odprti KNPVP, ustanovljeni po pogodbenem pravu (kot splošni skladi, ki jih upravljajo družbe za upravljanje). Dejavnost odprtih investicijskih skladov „je javno zbiranje sredstev, vlaganje in skupno upravljanje navedenih sredstev, razpršitev tveganj in razdelitev rezultatov iz te naložbe ter dajanje nasprotnih ponudb s strani KNPVP svojim imetnikom enot premoženja ali družbenikom“.³⁰

63. Skladi Robeco z uporabo sistema EFS, ki ga upravlja družba Euronext, organizirano, pogosto in sistematično zbirajo denar vlagateljev ter bi bilo načeloma zato EFS treba šteti za sistem trgovanja. Člen 2, točka 8, Uredbe št. 1287/2006 opredeljuje „mesto trgovanja“ kot „regulirani trg, MTF ali sistematični internalizer, ki kot tak deluje v njegovem imenu, in po potrebi sistem izven Skupnosti s podobnimi funkcijami kot regulirani trg ali MTF“.

64. Ob upoštevanju značilnosti EFS, predstavljenih v predložitveni odločbi, njegove dejavnosti in dejavnosti skladov Robeco, ki so v njem udeleženi, se zdi, da gre za organizirano, pogosto in sistematično trgovanje s finančnimi instrumenti.

65. Če je tako, bi EFS moral načeloma spadati v eno od vrst sistemov trgovanja, urejenih v Direktivi MiFID I, in sicer regulirani trg, MTF ali SI (razen če gre za eno od trgovalnih platform OTC, ki ne spadajo v te tri kategorije in ki bi jih bilo treba v skladu z Direktivo MiFID II uvrstiti v novo vrsto sistema trgovanja, in sicer OTF).

66. Čeprav predložitveno sodišče sprašuje zgolj, ali je EFS regulirani trg, menim, da je nujno, da Sodišče razloži druge vrste sistemov trgovanja iz Direktive MiFID I, zato da presodi, ali bi lahko EFS neposredno ali podredno spadal pod enega od njih.

67. Ta analiza je pomembna, saj če EFS ni regulirani trg, bi si predložitveno sodišče morda lahko zastavilo vprašanje, ali je MTF ali SI, in ugotovilo, ali obveznosti poročanja, predvidene v nizozemski zakonodaji (v zvezi s pravili o nadzoru zlorab trga), veljajo tudi za te druge vrste sistemov trgovanja in je torej pobiranje spornih taks s strani AFM utemeljeno.

1. Splošni pogoji, ki veljajo za regulirane sisteme

68. Iz opredelitve iz člena 4(1), točka 14, Direktive MiFID I je mogoče sklepati, da morajo biti v sistemu trgovanja s finančnimi instrumenti, zato da se lahko šteje za regulirani trg, podani ti pogoji:

- Mora biti večstranski in ne dvostranski sistem trgovanja, ki ga upravlja upravljavec trga, ki deluje kot tretja oseba, neodvisna od kupcev in prodajalcev.
- Mora združevati ali omogočati združevanje znotraj sistema več nakupnih in prodajnih interesov tretjih oseb v zvezi s finančnimi instrumenti.

²⁹ Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta z dne 13. julija 2009 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP) (UL 2009, L 302, str. 32).

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

- Transakcije v zvezi s finančnimi instrumenti, sprejetimi v trgovanje v skladu z njegovimi pravili in/ali sistemi, morajo pripeljati do sklenitve pogodb.
- Mora delovati v skladu s pravili, ki niso diskrecijska.
- Mora imeti upravno dovoljenje, ki ga podelijo nacionalni organi za finančni nadzor, če platforma deluje redno in v skladu z določbami iz naslova III Direktive MiFID I.³¹

69. Pred predložitvenim sodiščem ni sporno, da EFS izpolnjuje nekatere od teh pogojev, in sicer:

- EFS upravlja upravljavec trga, družba Euronext, in deluje kot platforma v skladu s pravili, ki niso diskrecijska (natančneje, pravila so določena v Euronext Fund Service Trading Manual in nato še v Trading Manual for the NAV Trading Facility).
- Transakcije, ki se izvajajo v EFS med vlagatelji in investicijskimi skladi, pripeljejo do sklenitve pogodb med vlagatelji in navedenimi skladi, ne glede na to, ali se te pogodbe sklenejo v sistemu ali zunaj njega.
- Nazadnje, EFS od njegove ustanovitve leta 2007 v okviru reguliranega trga Euronext Amsterdam, pri čemer je družba Euronext upravljavec, „redno deluje“ v skladu z določbami iz naslova III Direktive MiFID I. Čeprav mora to, kakor sem že navedel, preveriti predložitveno sodišče, informacije, ki izhajajo iz predložitvene odločbe, in informacije, ki jih je podala večina strank,³² potrjujejo, da EFS deluje na podlagi upravnega dovoljenja, ki ga je AFM podelil družbi Euronext, da deluje kot regulirani trg.³³

70. Razprava se torej omeji na ostale zahtevane pogoje, in sicer na večstranskost sistema in na možnost, da omogoča združevanje nakupnih in prodajnih interesov več tretjih oseb v zvezi s finančnimi instrumenti, sprejetimi v trgovanje. Predložitveno sodišče in skladi Robeco poleg tega navajajo druge sestavine pojma regulirani trg, ki niso omenjeni v formulaciji Direktive MiFID I, ki jih bom prav tako analiziral.

2. Pogoj večstranskosti za regulirane trge

71. Uvodna izjava 6 Direktive MiFID I poudarja namen zakonodajalca Unije, da razlikuje med večstranskimi in dvostranskimi sistemi trgovanja s finančnimi instrumenti. Tam je navedeno, da bi morala pojma reguliranega trga in MTF „izključevati dvostranske sisteme, v katerih se investicijsko podjetje udeležuje vsakega posla za lastni račun in ne kot pogodbeni stranka, ki brez tveganja posreduje med kupcem in prodajalcem“.

72. Čeprav Direktiva MiFID I ne opredeljuje večstranskih sistemov, menim, da bi se bilo koristno zateči k Direktivi MiFID II, ki jih je opredelila v členu 4(1), točka 19: „večstranski sistem pomeni sistem ali infrastrukturo, v kateri lahko vzajemno delujejo nakupni in prodajni trgovski interesi več tretjih oseb v zvezi s finančnimi instrumenti“.

31 V skladu s členom 36(1), prvi pododstavek, Direktive MiFID I se dovoljenje za regulirani trg podeli samo tistim sistemom trgovanja, ki so skladni z določbami iz naslova III navedene direktive. Sodišče je menilo, da ker „vpis na seznam iz člena 47 te direktive nujno sledi pridobitvi tega dovoljenja, logično ne more pomeniti pogoja zanj“ (sodba z dne 22. marca 2012, Nilas in drugi, C-248/11, EU:C:2012:166, točka 53).

32 AFM sporoča, da je družba Euronext Amsterdam N.V. predložitvenemu sodišču poslala potrdilo o statusu EFS kot reguliranega trga in navedla, da so vsi nadzorni organi držav, v katerih Euronext upravlja regulirane trge (poleg Nizozemske še Francija, Združeno kraljestvo, Belgija in Portugalska), enakega mnenja.

33 Skladi Robeco so na obravnavi pojasnili, da je ta okoliščina podana šele od 2012, ko je AFM začel uvrščati EFS med regulirane trge in od njega zahtevati plačilo spornih taks.

73. Ob upoštevanju obeh besedil menim, da je sistem trgovanja s finančnimi instrumenti večstranski, če tam vzajemno deluje več vlagateljev, zato da kupujejo in prodajajo finančne instrumente, in obstaja pogodbeni stranka, ki je izvzeta iz tveganja (upravljavec platforme), ki posreduje med temi vlagatelji, da zagotovi boljše delovanje sistema.

74. Čeprav v Direktivi MiFID I ni niti zakonske opredelitve dvostranskih sistemov trgovanja, pa je v njeni uvodni izjavi 6 navedeno, da so to sistemi, „v katerih se investicijsko podjetje udeležuje vsakega posla za lastni račun in ne kot pogodbeni stranka, ki brez tveganja posreduje med kupcem in prodajalcem“. Člen 4(1), točka 6, Direktive MiFID I pojasni, da je „poslovanje za lastni račun [...] trgovanje z uporabo lastnega kapitala, katerega rezultat je sklenitev transakcij z enim ali več finančnimi instrumenti“. Torej je za dvostranske sisteme trgovanja značilno,³⁴ da v njih vlagatelji trgujejo s finančnimi instrumenti neposredno z investicijskim podjetjem, ki deluje za svoj račun in na tveganje lastnega kapitala, brez posredovanja tretje osebe.

75. Elemente, ki omogočajo prepoznati večstranskost platforme za trgovanje s finančnimi instrumenti, je torej mogoče povzeti tako: (a) udeležba več vlagateljev pri nakupu in prodaji finančnih instrumentov in (b) obstoj pogodbene stranke, ki ne nosi tveganja (upravljavec) in ki posreduje med več vlagatelji, zato da zagotovi ustrezno delovanje platforme.

76. Zdaj pa je treba s pridržki, izraženimi v točkah od 55 do 67, preveriti, ali ima subjekt, kot je EFS, navedene elemente.

77. Skladi Robeco v svojem stališču trdijo, da je sistem EFS dvostranski sistem. Po njihovem mnenju gre za kanal za distribucijo enot premoženja odprtih investicijskih skladov. Vlagatelji lahko bodisi stopijo v neposreden stik s temi skladi bodisi to storijo prek sistema EFS. V zadnjem navedenem primeru borzni posredniki ali posredniki zbirajo nakupna in prodajna naročila svojih strank ter jih posredujejo zastopnikom investicijskih skladov, ki so v EFS. Prednost, ki naj bi jo vlagatelji imeli zaradi uporabe EFS, naj bi bila, da ta sistem olajša dostop do velikega števila investicijskih skladov in da je prenos naročil učinkovitejši. Glede na trditve skladov Robeco na obravnavi, EFS največ uporabljajo majhni vlagatelji, zato da kupijo enote premoženja odprtih investicijskih skladov, medtem ko veliki vlagatelji običajno trgujejo neposredno.

78. EFS naj bi bil torej dvostranski sistem prenosa naročil za nakup in prodajo enot premoženja odprtih investicijskih skladov, v katerih borzni posredniki ne trgujejo med seboj in se povezujejo samo z zastopniki skladov. Vsak zastopnik deluje za račun lastnega sklada ter ne išče ujemanja med naročili za nakup in prodajo enot premoženja, temveč jih izvrši. Izdajajo se samo naročila, ki pripeljejo do transakcij na primarnem trgu.

79. Menim pa, da ti argumenti ne zadostujejo za izključitev večstranskosti sistema EFS.

80. Tako kot poudarjata AFM in Komisija, je v sistemu EFS upravljavec (Euronext Amsterdam N.V.), ki zastopnikom skladov posreduje naročila za nakup in prodajo vlagateljev, ki jih zastopajo borzni posredniki. V transakcijah med enimi (borzni posredniki) in drugimi (zastopniki) deluje družba Euronext (kot upravljavec EFS) kot tretja oseba. To trgovalno platformo upravlja v skladu s pravili, ki niso diskrecijska, in sicer v skladu z Euronext Fund Service Trading Manual.

³⁴ Odbor evropskih zakonodajalcev za vrednostne papirje je navedel, da so z izrazom „večstranski sistemi“ izključeni dvostranski sistemi in da so ti sistemi „sistemi, v katerih se posamezni subjekt udeležuje vsakega posla, vnesenega v sistem, za lastni račun, in ne kot pogodbeni stranka, ki brez tveganja posreduje med kupcem in prodajalcem. Nasprotno pa se sistem, v katerem več udeležencev (na primer ustvarjalci trga) deluje kot pogodbeni stranke pri naročilih, vnesenih v sistem, šteje za večstranski sistem“ (točka 13 dokumenta CESR, Standards for Alternative Trading Systems, CESR/02-086b, julij 2002, http://www.esma.europa.eu/system/files/1-02_086b.pdf).

81. Borzni posredniki in zastopniki skladov lahko nedvomno izvajajo svoje transakcije dvostransko, kar pa ni ovira za to, da se EFS obravnava kot večstranski sistem takoj, ko tretja oseba (družba Euronext) posreduje kot upravljavec trga, ki zagotavlja varnost trgovanja, preglednost in boljše varstvo vlagateljev. Ta okoliščina pojasni dejstvo, da so glavni uporabniki sistema EFS majhni vlagatelji v odprte investicijske sklade. Veliki vlagatelji imajo potrebna znanja, da se zaščitijo sami.

82. Posredovanje družbe Euronext omogoča skladom, da lažje pritegnejo vlagatelje, kot pa če bi trgovali zgolj dvostransko. Družba Euronext Amsterdam je namreč ustvarila EFS leta 2007³⁵ v tesnem sodelovanju z AFM in z združenjem predstavnikov nizozemskih investicijskih skladov. Družba Euronext je potrdila, da je glavna prednost novega modela EFS za vlagatelje prednost delovanja na „*a clearly regulated market*“.³⁶

83. Če bi vlagatelji ali njihovi borzni posredniki kupovali ali prodajali enote premoženja neposredno od zastopnikov odprtega investicijskega sklada, zunaj sistema EFS, bi šlo za dvostranski sistem trgovanja, ki bi imel obliko SI (če bi se izvajal trajno, pogosto in sistematično) ali trgovanje OTC, ki ni urejeno v Direktivi MiFID I (če je zgolj občasno). Zdi se, da v obravnavani zadevi ne gre za to.

84. Večstranska narava EFS postane poleg tega očitna zato, ker družba Euronext posreduje v sistemu kot upravljavec, ki ne deluje za svoj račun niti ne izpostavlja svojega kapitala tveganju. Prav tako družba Euronext ne sme kupovati, prodajati ali izvajati ujemanja (*matching*), kar zadeva enote premoženja skladov, zato da ohrani neodvisnost in nepristranskost, ki ji omogočata, da AFM posreduje informacije pred in po trgovanju o transakcijah, izvedenih v sistemu EFS, v skladu z določbami Direktive MiFID I.

3. Zahteva za regulirane trge po križanju nakupnih in prodajnih interesov več tretjih oseb

85. Drugi element opredelitve reguliranega trga, ki povzroča težave predložitvenemu sodišču, je zahteva, da se križajo prodajni in nakupni interesi več tretjih oseb.

86. Skladi Robeco dodajajo, da so v EFS samo dvostranska razmerja med borznim posrednikom in zastopnikom skladov, na podlagi katerih se kupujejo ali prodajajo enote premoženja. Torej naj ne bi bilo interakcije med zastopniki skladov oziroma med borznimi posredniki.

87. Niti ta argument se mi ne zdi prepričljiv. Kot trdi britanska vlada, se v sistemu EFS zastopniki različnih skladov srečujejo z več borznimi posredniki, ki zastopajo vlagatelje. Borzni posredniki lahko izbirajo, katere transakcije bodo izvršili z zastopniki enih ali drugih skladov, navedeni zastopniki pa lahko trgujejo z borznimi posredniki več vlagateljev. Zato obstaja križanje oziroma interakcija med nakupnimi ali prodajnimi interesi več tretjih oseb, kar je značilnost reguliranega trga oziroma vsake platforme večstranskega trgovanja s finančnimi instrumenti.

88. EFS ni zgolj *informacijski kanal* za posredovanje naročil. Je sistem, v katerem se trguje s finančnimi instrumenti (enotami premoženja odprtih investicijskih skladov) in katerega dejavnost se opravlja v skladu s pravili, ki jih določi upravljavec sistema, družba Euronext, v *priročniku za trgovanje*.³⁷

35 Družba Euronext namerava razširiti svoj sistem EFS v Francijo z razvojem večstranske platforme za odprte investicijske sklade, ki delujejo na pariškem borznem trgu; platforma se bo prav tako imenovala Euronext Fund Services, upravljala pa jo bo družba Euronext Paris. Glej informacije na Euronext, *Expansion of Euronext Fund Services to include open-end funds on Euronext Paris*, Info-Flash, 24. julij 2015.

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

37 Zgoraj omenjeni *Euronext Investment Fund Services Trading Manual*, ki ga je nato nadomestil *Trading Manual for the NAV Trading Facility*.

89. Navedena interakcija v dvostranskih sistemih trgovanja (kot so SI) ni dovoljena. Zato je v uvodni izjavi 17 Direktive MiFID II, ki jo je mogoče uporabiti kot razlagalno orodje, kljub temu da še ne velja, navedeno, da „[m]edtem ko so mesta trgovanja sistemi, v katerih se srečuje več nakupnih in prodajnih interesov tretjih oseb, sistematičnemu internalizatorju ne bi smelo biti dovoljeno, da funkcionalno na enak način združuje nakupne in prodajne interese tretjih oseb kot mesto trgovanja“.

90. Upoštevati je treba, da je odprti investicijski sklad KNPVP, katerega naloga je – kot sem že navedel – javno zbiranje sredstev z namenom vlaganja in skupnega upravljanja navedenih sredstev, s čimer se razpršijo tveganja in razdelijo rezultati te naložbe med imetnike enot premoženja, ki tako lahko dosežejo nekatere donose iz svojih naložb ob manjši izpostavljenosti tveganjem.

91. Za odprti investicijski sklad je bistveno zbiranje kapitala imetnikov enot premoženja in to je bil namen nizozemskih skladov, ko so vzpostavili organiziran sistem trgovanja, kot je EFS. Cilj tega sistema je promovirati interakcijo prodajnih in nakupnih interesov skladov, ki jih zastopajo njihovi zastopniki, in vlagateljev, ki želijo kupiti ali prodati enote premoženja navedenih skladov in ki jih v EFS zastopajo njihovi borzni posredniki. V primerjavi s sistemi trgovanja OTC ali s SI ima EFS nedvomno prednost v tem, da olajša interakcijo nakupnih in prodajnih interesov glede enot premoženja odprtih investicijskih skladov.

92. Poleg tega, če skladi Robeco še vedno tržijo svoje enote premoženja prek dvostranskega trgovanja, kakor je priznal njihov zastopnik na obravnavi, ne morem razumeti, kako bi bilo mogoče sistem trgovanja, v katerem posreduje družba Euronext, opredeliti tudi kot dvostranski sistem. Menim, da delovanje tretje osebe kot neodvisnega upravljavca – v nasprotju z dvostranskim trgovanjem – očitno kaže na to, da je EFS večstranski sistem, s katerim se želi promovirati interakcijo nakupnih in prodajnih interesov več tretjih oseb za trgovanje z enotami premoženja odprtih investicijskih skladov.

4. Drugi mogoči elementi pojma regulirani trg

93. Predložitveno sodišče in skladi Robeco so omenili druge elemente, ki po njihovem mnenju označujejo regulirane trge. To so ti elementi: (a) mehanizem oblikovanja cen, ki se uporablja v sistemu trgovanja, (b) primarnost sistema in (c) obstoj ali neobstoj tveganja zlorabe trga. Menijo, da če bi se ti elementi uporabili za EFS, bi to potrdilo, da gre za dvostranski sistem, ne pa za večstransko platformo trgovanja s finančnimi instrumenti.

94. Navedel sem že, da nobeden od teh elementov ni omenjen v opredelitvi reguliranega trga v členu 4(1), točka 14, Direktive MiFID I, in prav tako menim, da ne izhajajo implicitno iz nje, zaradi česar se ne bi smeli upoštevati pri presoji, ali je platforma, kot je EFS, regulirani trg ali ne.

95. Kar zadeva prvi dejavnik, je predložitveno sodišče pojasnilo, da se v EFS izvajajo transakcije na podlagi določitve bodočih cen; z drugimi besedami, na podlagi čiste vrednosti sredstev, izračunane po roku na podlagi ponudb.³⁸ Po mnenju skladov Robeco se ta oblika določanja cene transakcij v EFS ne ravna po zakonu ponudbe in povpraševanja po finančnih instrumentih, ki se tržijo na platformi, ki bi vedno moral veljati na reguliranem trgu.

96. Vendar v Direktivi MiFID I kot razlikovalni element reguliranih trgov ni določen nobeden od različnih načinov oblikovanja cen. Zato ta dejavnik ni pomemben za ugotovitev, ali je EFS v skladu z navedeno direktivo regulirani trg ali ne.

³⁸ Glej podrobnejšo predstavitev mehanizma v točki 31 teh sklepnih predlogov.

97. To potrjujeta člena 29(2) in 44(2) Direktive MiFID I, ki se izvajata s členom 18 Uredbe št. 1287/2006, v katerem je omenjena možnost določiti izjeme od obveznosti preglednosti pred trgovanjem v primeru MTF in reguliranih trgov, kjer se cene določajo na podlagi mehanizmov, ki nimajo nič skupnega s ponudbo in povpraševanjem po finančnih instrumentih, s katerimi se trguje na platformi. Če se dopusti izjema, je to seveda zato, ker lahko obstajajo regulirani trgi z drugačnimi mehanizmi oblikovanja cen.

98. Poleg tega imata po podatkih, ki jih je dal AFM na obravnavi, ponudba in povpraševanje po enotah premoženja gotovo določeno vlogo pri oblikovanju cen v EFS. Če se povpraševanje in ponudba po enotah premoženja nekega sklada ujemata, njegov zastopnik izvede kliring, toda če je povpraševanje večje od ponudbe, potem vlagatelji plačajo dodatni odstotek na enote premoženja; v obratnem primeru dobijo popust. Večja ponudba ali večje povpraševanje po enotah premoženja odprtega investicijskega sklada je odvisna od rezultatov njegovih vlaganj na trgih finančnih instrumentov.

99. Drugi dejavnik, ki ga navajajo predložitveno sodišče in skladi Robeco, je primarnost trga, kjer se izdajajo in vpisejo enote premoženja odprtih investicijskih skladov, pri čemer ni sekundarnega trgovanja s temi finančnimi instrumenti.

100. Vendar opredelitev reguliranega trga v Direktivi MiFID I ne vsebuje nobenega sklicevanja na ta element (niti opredelitev MTF). Poleg tega, kot trdi Komisija, je na reguliranem trgu mogoča tako prva (primarna) izdaja finančnih instrumentov kot naknadno sekundarno trgovanje z njimi.³⁹ Zato to, da izdajanje in vpisovanje enot premoženja v investicijske sklade nista predmet poznejšega trgovanja, ne pomeni ovire, da se EFS ne bi štel za regulirani trg.

101. Poleg tega, kot navaja britanska vlada, Uredba (EU) št. 1031/2010⁴⁰ ureja dražbe pravic do emisije toplogrednih plinov, pri katerih gre za primarno trgovanje s finančnim instrumentom. V skladu z njenim členom 35(1) se „[d]ražbe izvajajo zgolj v dražbenem sistemu, ki so ga pristojni nacionalni organi iz drugega pododstavka odstavka 4 potrdili kot reguliran trg v skladu z odstavkom 5“. Ta določba torej izrecno sprejema, da se na reguliranem trgu v skladu s pogoji iz Direktive MiFID I izvajajo transakcije primarnega trga.

102. Nazadnje skladi Robeco dodajajo, predložitveno sodišče pa se z njihovim zagovorom strinja, da v sistemu EFS skoraj ni tveganja zlorabe trga in da torej to, da bi bil opredeljen kot regulirani trg (s posledično obveznostjo poročanja v zvezi z dejavnostmi upravljavcev investicijskih skladov), ne bi prispevalo ničesar k zaščiti vlagateljev.

103. Vendar menim, da niti tega argumenta ni mogoče sprejeti. Na eni strani med elementi opredelitve reguliranega trga v Direktivi MiFID I ni večje ali manjše možnosti, da pride do zlorabe trga. Na drugi strani je AFM oporekal (menim, da utemeljeno) trditvi družbe Robeco in potrdil možnost zlorabe trga ali trgovanja na podlagi notranjih informacij v sistemih, kot je EFS.

39 Za N. Moloneyja pojem reguliranega trga „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. izdaja, Oxford University Press, Oxford, 2014, str. 463).

40 Uredba Komisije z dne 12. novembra 2010 o časovnem načrtu, upravljanju in drugih vidikih dražbe pravic do emisije toplogrednih plinov na podlagi Direktive 2003/87/ES Evropskega parlamenta in Sveta o vzpostavitvi sistema za trgovanje s pravicami do emisije toplogrednih plinov v Skupnosti (UL 2010, L 302, str. 1).

104. Natančneje, AFM je navedel primere, v katerih je do teh nezakonitih ravnanj prišlo v okviru trgovanja z enotami premoženja investicijskih skladov. V primerih, kot je izstop pomembnega upravljavca investicijskega sklada, lahko obstajajo notranje informacije in pripeljejo do zlorabe trga, ki vpliva na vrednost enot premoženja,⁴¹ do tega pa lahko prav tako pride zaradi odločitev, kot je sprememba odprtega investicijskega sklada v zaprti KNPVP.

105. Člen 9 Direktive 2003/6, ki velja *ratione temporis* za spor o glavni stvari, omenja samo obveznost posredovanja informacij o upravljavcih družb s finančnimi instrumenti, sprejetimi v trgovanje na reguliranem trgu, saj je bil ta trg edina vrsta organiziranega sistema trgovanja, ki je obstajal ob sprejetju navedene direktive. Kot sem že pojasnil, je Direktiva MiFID I pozneje ustvarila MTF, Direktiva MiFID II pa predvideva uvedbo OTF kot novih večstranskih sistemov organiziranega trgovanja. Na podlagi sistematične razlage teh predpisov je mogoče sklepati, da morajo obveznosti posredovanja informacij nadzornim organom, zato da se preprečijo nezakonita dejanja zlorabe notranjih informacij (člen 6 Direktive 2003/6), veljati tudi za odgovorne za nove organizirane sisteme trgovanja s finančnimi instrumenti, ki jih vsebujejo določbe prava Unije po letu 2003. To razlago v celoti potrjuje nova Uredba (EU) št. 596/2014.⁴²

106. Razlaga, ki jo predlagam, da je treba sistem trgovanja, ki ima značilnosti EFS, šteti za regulirani trg v skladu z Direktivo MiFID I, je v skladu z ciljem navedene direktive.

107. Cilj zakonodajnega svežnja MiFID I, ki ga je pozneje podprl MiFID II, je bil namreč regulirati in nadzirati različne sisteme trgovanja, ki so se pojavljali, pri tem pa iz njih izpustiti samo dvostransko in občasno trgovanje s finančnimi instrumenti.⁴³ Vsako organizirano trgovanje mora torej spadati pod enega od sistemov, večstranskega ali dvostranskega, predvidenih v predpisih MiFID I in po 3. januarju 2018 MiFID II.⁴⁴ Tako se daje prednost ustrežnji konkurenci med različnimi sistemi trgovanja brez nevarnosti, da bi upravljavci, ki bi se želeli izogniti nadzoru nadzornih organov, razvili sisteme trgovanja OTC. Če bi se pojem reguliranega trga iz Direktive MiFID I razlagal tako, da bi izključeval trgovalne platforme, kot je EFS, kjer pride do interakcij med vlagatelji in odprtimi investicijskimi skladi, bi bili cilji, ki jim sledi zakonodajalec Unije v tem sektorju, izkrivljeni.

41 Izstop upravljavca skladov družbe Pimco septembra 2014 je povzročil dvig 3700 milijonov evrov (<https://www.ft.com/content/56aa4284-4fc1-11e4-a0a4-00144feab7de>). Prav tako je imel na koncu leta 2014 pomembne posledice prehod upravljavca z družbe Ignis Asset Management na družbo Old Mutual Global Investors ter izstop upravljavca skladov družbe Bestinver Asset Management (<http://www.expansion.com/2014/09/23/mercados/fondos/1411459605.html>).

42 Uredba (EU) št. 596/2014 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. aprila 2014 o zlorabi trga (uredba o zlorabi trga) ter razveljavitvi Direktive 2003/6/ES Evropskega parlamenta in Sveta ter direktiv Komisije 2003/124/ES, 2003/125/ES in 2004/72/ES (UL 2014, L 173, str. 1). V njeni uvodni izjavi 8 je navedeno: „Področje uporabe Direktive 2003/6/ES je bilo osredotočeno na finančne instrumente, ki so uvrščeni v trgovanje na reguliranem trgu ali za katere je bil vložen zahtevek za uvrstitev v trgovanje na takem trgu. V zadnjih letih pa se s finančnimi instrumenti vse pogosteje trguje v večstranskih sistemih trgovanja (MTF). Poleg tega se z nekaterimi finančnimi instrumenti trguje le v drugih vrstah organiziranih sistemov trgovanja (OTF) ali na prostem trgu (OTC). V področje uporabe te uredbe bi bilo treba zato vključiti vse finančne instrumente, s katerimi se trguje na organiziranem trgu, v MTF ali OTF, in vsa druga ravnanja ali dejanja, ki lahko vplivajo na takšne finančne instrumente, ne glede na to, ali potekajo na mestih trgovanja. [...] S tem bi se morala izboljšati zaščita vlagateljev, ohraniti celovitost trgov in zagotoviti jasna prepoved tržne zlorabe takšnih instrumentov.“

43 V tem smislu člen 1(7) Direktive MiFID II določa: „Vsi večstranski sistemi za finančne instrumente delujejo v skladu z določbami naslova II glede MTF ali OTF ali naslova III glede reguliranih trgov. Vsako investicijsko podjetje, ki organizirano, pogosto, sistematično in v znatni meri posluje za svoj račun pri izvrševanju naročil strank zunaj reguliranega trga, MTF ali OTF, deluje v skladu z naslovom III Uredbe (EU) št. 600/2014. Brez poseganja v člena 23 in 28 Uredbe (EU) št. 600/2014 so vsi posli s finančnimi instrumenti iz prvega in drugega pododstavka, ki niso sklenjeni v večstranskih sistemih ali v sistematičnih internalizatorjih, skladni z ustreznimi določbami naslova III Uredbe (EU) št. 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, str. 285.

IV. Predlog

108. Glede na zgoraj navedeno Sodišču predlagam, naj na vprašanje za predhodno odločanje College van beroep voor het bedrijfsleven (pritožbeno sodišče za gospodarske zadeve, Nizozemska) odgovori tako:

„Organiziran sistem trgovanja s finančnimi instrumenti, ki je večstranski in kjer pod nadzorom neodvisnega upravljavca pride do interakcije nakupnih in prodajnih interesov vlagateljev prek borznih posrednikov in odprtih investicijskih skladov, ki jih zastopajo njihovi zastopniki, je treba opredeliti kot regulirani trg v smislu člena 4(1), točka 14, Direktive 2004/39/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 21. aprila 2004 o trgih finančnih instrumentov in o spremembah direktiv Sveta 85/611/EGS, 93/6/EGS in Direktive 2000/12/ES Evropskega parlamenta in Sveta ter o razveljavitvi Direktive Sveta 93/22/EGS.“