



Zbirka odločb sodne prakse

SODBA SODIŠČA (četrti senat)

z dne 16. novembra 2017*

„Predhodno odločanje – Direktiva 2004/39/ES – Trgi finančnih instrumentov – Člen 4(1), točka 14 – Pojem ‚regulirani trg‘ – Področje uporabe – Sistem, pri katerem so na eni strani udeleženi borzni posredniki, ki zastopajo vlagatelje, in na drugi zastopniki odprtih investicijskih skladov, ki imajo obveznost, da izvršijo naročila v zvezi s svojimi skladi“

V zadevi C-658/15,

katero predmet je predlog za sprejetje predhodne odločbe na podlagi člena 267 PDEU, ki ga je vložilo College van Beroep voor het Bedrijfsleven (pritožbeno upravno sodišče za gospodarske zadeve, Nizozemska) z odločbo z dne 2. decembra 2015, ki je na Sodišče prispela 7. decembra 2015, v postopku

Robeco Hollands Bezit in drugi

proti

Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM),

SODIŠČE (četrti senat),

v sestavi T. von Danwitz, predsednik senata, C. Vajda (poročevalec), E. Juhász, sodnika, K. Jürimäe, sodnica, in C. Lycourgos, sodnik,

generalni pravobranilec: M. Campos Sánchez-Bordona,

sodna tajnica: M. Ferreira, glavna administratorica,

na podlagi pisnega postopka in obravnave z dne 1. februarja 2017,

ob upoštevanju stališč, ki so jih predložili:

- za Robeco Hollands Bezit NV in druge E. Pijnacker Hordijk in A. M. ter Haar, odvetnika,
- za Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM) M. J. Blotwijk, odvetnik, in M. van Kwawegen, agentka,
- za vlado Združenega kraljestva D. Robertson, B. Kennelly in S. Simmons, agenti,
- za Evropsko komisijo I. V. Rogalski in F. Wilman, agenta,

po predstavitvi sklepnih predlogov generalnega pravobranilca na obravnavi 26. aprila 2017

* Jezik postopka: nizozemščina.

izreka naslednjo

Sodbo

- 1 Predlog za sprejetje predhodne odločbe se nanaša na razlago 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 (UL, posebna izdaja v slovenščini, poglavje 6, zvezek 7, str. 263).
- 2 Ta predlog je bil vložen v okviru spora med družbo Robeco Hollands Bezit NV in desetimi drugimi družbami na eni strani in Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM) (organ za nadzor nad finančnimi trgi, Nizozemska) na drugi glede taks, ki jih je AFM tem družbam obračunal iz naslova stroškov, ki jih je imel v okviru svojih nalog nadzora.

Pravni okvir

Pravo Unije

Direktiva 2004/39

- 3 V uvodnih izjavah 2, 5 in 6 Direktive 2004/39 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. [...]

[...]

(5) Treba je vzpostaviti celovit regulativni režim, ki bo veljal za opravljanje transakcij s finančnimi instrumenti, ne glede na načine trgovanja, na katere se take transakcije sklepajo, da bi zagotovili visoko kakovost opravljanja investicijskih transakcij in vzdrževali integriteto in splošno učinkovitost finančnega sistema. Določiti je treba koherenten in na tveganje občutljiv okvir za urejanje glavnih vrst ureditev naročanja in izvajanja, ki se trenutno uporabljajo na evropskem finančnem trgu. [...]

(6) Uvesti je treba opredelitvi reguliranega trga in MTF [(večstranski sistem trgovanja)] 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). [...]“

4 Člen 4(1), točke 6, 7, 14, 15 in 17, te direktive določa:

„Za namene te direktive se uporabljajo naslednje opredelitve:

[...]

6. ‚poslovanje za lastni račun‘ je trgovanje z uporabo lastnega kapitala, katerega rezultat je sklenitev transakcij z enim ali več finančnimi instrumenti;

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;

[...]

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;

[...]

17. ‚finančni instrument‘ je eden od instrumentov iz oddelka C Priloge I;

[...]“

5 Točka 3 navedenega oddelka C se nanaša na „enote v kolektivnih investicijskih podjetjih“.

Nizozemsko pravo

6 Člen 1:40(1) Wet op het financieel toezicht (zakon o nadzoru finančnih trgov, v nadaljevanju: Wft) določa, da nadzorni organ za svojo dejavnost, ki jo opravlja v zvezi z izvrševanjem svojih zakonskih nalog, obračuna stroške podjetjem, za katera so se opravljale te dejavnosti, če ti stroški ne gredo v breme državnega proračuna.

7 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 izdajateljem iz člena 5:60(1)(a) Wft v ta namen naloži takse.

8 Člen 5:60(1)(a) Wft določa, da mora vsakdo, 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) tega zakona, ter vsakdo, ki je podal predlog, na podlagi katerega je bila sklenjena pogodba nakupu o finančnega instrumenta v smislu te določbe, ki ni vrednostni papir, ali predlog za sklenitev prodajne pogodbe o nakupu finančnega instrumenta v smislu navedene določbe, ki ni vrednostni papir, 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 členu 5:60(1), točke od (a) do (c), Wft ali s finančnimi instrumenti, katerih vrednost je določena z vrednostjo teh deležev.

- 9 V skladu s členom 5:56(1)(a) Wft je vsakomur, ki spada v kategorijo oseb iz prejšnjega odstavka 2 tega člena, prepovedano uporabljati notranje informacije za opravljanje ali izvrševanje transakcij na Nizozemskem ali iz nje ali v državi, ki ni članica Evropske unije, s finančnimi instrumenti, ki so sprejeti v trgovanje na reguliranem trgu, za katerega je bilo izdano dovoljenje v smislu člena 5:26(1) tega zakona, 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.
- 10 Člen 1:1 Wft določa:

„regulirani trg je večstranski sistem, 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 – tako, da vodi do pogodbe v zvezi s finančnimi instrumenti, sprejetimi v trgovanje v skladu z njegovimi pravili in/ali sistemi, ter ki deluje redno in v skladu z določbami o dovoljenjih in stalnem nadzoru.“

Spor o glavni stvari in vprašanje za predhodno odločanje

- 11 Pritožnice iz postopka v glavni stvari so odprti investicijski skladi. Za trgovanje s svojimi enotami premoženja uporabljajo sistem „Euronext Fund Services“ (v nadaljevanju: sistem EFS), ki je segment družbe Euronext Amsterdam NV (v nadaljevanju: Euronext), pri čemer ima ta družba dovoljenje za upravljanje reguliranega trga v smislu člena 5:26(1) Wft.
- 12 Iz predložitvene odločbe izhaja, da je sistem EFS ločen sistem trgovanja, v katerem se trguje izključno z enotami premoženja odprtih investicijskih skladov. Njegovi člani so zastopniki skladov in borzni posredniki. Zadnjenavedeni zbirajo naročila vlagateljev za nakup in prodajo ter jih posredujejo zastopniku zadevnega investicijskega sklada. Transakcije se opravijo po „terminski“ ceni v smislu, da kadar borzni posrednik naročilo zastopniku investicijskega sklada odda do 16. ure, ga zadnjenavedeni izvede naslednji dan ob 10. uri na podlagi čiste vrednosti premoženja, prilagojene zaradi upoštevanja transakcijskih stroškov.
- 13 AFM je z vrsto odločb, ki so bile potrjene z odločbo z dne 13. decembra 2012, pritožnicam iz postopka v glavni stvari na podlagi člena 1:40 Wft naložil takso za leta od 2009 do 2012. Ta organ je menil, da so bile takse dolgovane, ker je sistem EFS „regulirani trg“ v smislu člena 4(1), točka 14, Direktive 2004/39, ki je bil v nizozemsko pravo prenesen s členom 1:1 Wft, kar pomeni, da se člen 5:60 Wft uporablja za uprave in nadzorne svete pritožnic.
- 14 Ker je rechtbank Rotterdam (sodišče v Rotterdamu, Nizozemska) zavrnilo tožbo zoper navedeno odločbo o potrditvi, so pritožnice iz postopka v glavni stvari začele postopek pred predložitvenim sodiščem, ki se sprašuje, ali je sistem EFS zajet z opredelitvijo „reguliranega trga“ iz navedene določbe Direktive 2004/39.
- 15 Po mnenju predložitvenega sodišča več elementov kaže na to, da sistem EFS ni večstranski sistem in zato ni regulirani trg v smislu te določbe.
- 16 Prvič, predložitveno sodišče meni, da je sistem EFS bolj podoben dvostranskemu sistemu, v katerem, kot izhaja zlasti iz uvodne izjave 6 Direktive 2004/39, transakcije potekajo zgolj med investicijskim skladom in vlagateljem. V zvezi s tem navaja, da v sistemu EFS zastopnik sklada in borzni posrednik zastopata investicijski sklad oziroma vlagatelja in prvi vedno izvaja naročila drugega.

- 17 Drugič, predložitveno sodišče ugotavlja, da ne obstaja obveznost poročanja o transakcijah, sklenjenih z uporabo sistema EFS. Po njenem mnenju je zato, ker so v uvodni izjavi 6 omenjena pravila reguliranega trga, ki se med drugim nanašajo na poročanje o transakcijah, iz tega mogoče sklepati, da sistema, v katerem se izvajajo zgolj transakcije, za katere ni obveznosti poročanja, ni mogoče opredeliti kot „regulirani trg“.
- 18 Predložitveno sodišče v teh okoliščinah meni, da iz Uredbe Komisije (ES) št. 1287/2006 z dne 10. avgusta 2006 o izvajanju Direktive 2004/39 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) izhaja, da za transakcije, opravljene na primarnem trgu, ne velja obveznost poročanja, zato naj sistema, kot je sistem EFS, v okviru katerega se izvajajo izključno transakcije na primarnem trgu, ne bi bilo mogoče šteti za „regulirani trg“.
- 19 Tretjič, predložitveno sodišče opozarja, da se cena enot premoženja v sistemu EFS določi na podlagi čiste vrednosti, po mnenju pritožnic iz postopka v glavni stvari pa je cena finančnih instrumentov, ki se tržijo na reguliranem trgu, rezultat ponudbe in povpraševanja.
- 20 Četrto, to sodišče meni, da ker je v sistemu EFS tveganje tržne manipulacije ali trgovanja na podlagi notranjih informacij zelo šibko, razlaga, da ta ni regulirani trg, ne bi bila v nasprotju s cilji Direktive 2004/39.
- 21 Vendar predložitveno sodišče ne izključuje nasprotnega stališča, po katerem je sistem ESF regulirani trg v smislu člena 4(1), točka 14, Direktive 2004/39. Navaja, da družba Euronext, ki je pridobila dovoljenje za njegovo upravljanje, ta sistem upravlja samostojno. Navedeno sodišče šteje, da je mogoče sistem EFS opredeliti kot večstranski sistem, ker je k njemu pridruženih več borznih posrednikov in zastopnikov skladov, ker se v njem trguje z enotami premoženja več investicijskih skladov in ker naročila oddaja več strank. Po mnenju tega sodišča pojem „tretje osebe“ iz te določbe, ki se razlaga ob upoštevanju vsakdanje rabe, označuje vsakega uporabnika sistema. Poleg tega so v sistemu EFS soočeni interesi kupcev in prodajalcev zaradi sklepanja pogodb, ta sistem pa deluje po pravilih, ki niso diskrecijska in so določena v dveh dokumentih z naslovom „*EFS Trading Manual*“ (priročnik za trgovanje v sistemu EFS) in „*TCS-web user Guide to the EFS*“ (navodila za uporabnike TCS-web sistema EFS).
- 22 Predložitveno sodišče tudi meni, da iz uvodne izjave 6 in člena 4(1), točka 14, Direktive 2004/39 ni mogoče neposredno sklepati, da neobstoj zahteve glede poročanja o transakcijah in oblikovanja cene na podlagi ponudbe in povpraševanja izključuje, da bi se sistem EFS opredelil kot „regulirani trg“.
- 23 V teh okoliščinah je College van beroep voor het bedrijfsleven (pritožbeno upravno sodišče za gospodarske zadeve, Nizozemska) prekinilo odločanje in Sodišču v predhodno odločanje predložilo to vprašanje:

„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 2004/39] in, če je odgovor na to vprašanje pritrdilen, katere značilnosti so za to odločilne?“

Vprašanje za predhodno odločanje

- 24 Predložitveno sodišče z vprašanjem v bistvu sprašuje, ali je treba člen 4(1), točka 14, Direktive 2004/39 razlagati tako, da je sistem trgovanja, v okviru katerega veliko zastopnikov skladov in borznih posrednikov, ki zastopajo odprte investicijske sklade oziroma vlagatelje, in katerega edini namen je

tem investicijskim skladom pomagati, da izpolnijo svojo obveznost izvrševanja naročil navedenih vlagateljev za nakup in prodajo enot premoženja, zajet z opredelitvijo „reguliranega trga“ v smislu te določbe.

- 25 Čeprav je zgolj predložitveno sodišče pristojno, da sistem EFS opredeli glede na okoliščine zadeve v glavni stvari, pa je Sodišče pristojno, da iz določb Direktive 2004/39, v obravnavanem primeru iz njenega člena 4(1), točka 14, določi merila, ki jih to sodišče lahko ali mora uporabiti pri tem (glej v tem smislu sodbo z dne 3. decembra 2015, Banif Plus Bank, C-312/14, EU:C:2015:794, točka 51 in navedena sodna praksa).
- 26 V členu 4(1), točka 14, Direktive 2004/39 je regulirani trg opredeljen kot večstranski sistem, ki ga upravlja in/ali vodi upravljavec trga ter 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 ter ki deluje redno in v skladu z določbami naslova III te direktive.
- 27 V zvezi s tem je iz predložitvene odločbe razvidno, da so nekatere značilnosti reguliranega trga, ki so natančneje določene v tej opredelitvi, pri sistemu EFS dejansko podane. Tako ga po mnenju predložitvenega sodišča upravlja družba Euronext in deluje po pravilih, ki niso diskrecijska, in sicer pravilih, ki so vsebovana v dokumentih z naslovom „*EFS Trading Manual*“ in „*TCS-web user Guide to the EFS*“, ki ju je izdala ta organizacija. Na podlagi naročil, ki jih borzni posredniki v okviru sistema EFS oddajo zastopnikom investicijskih skladov, pride do sklenitve pogodb v zvezi z enotami premoženja teh skladov. Poleg tega je družba Euronext pridobila dovoljenje za upravljanje sistema EFS, glede katerega nič ne kaže na to, da ne bi bil v skladu z določbami naslova III Direktive 2004/39, kar mora preveriti predložitveno sodišče.
- 28 Ugotoviti je treba tudi, da so navedene enote premoženja investicijskih skladov „finančni instrumenti“ v smislu člena 4(1), točka 17, Direktive 2004/39 v povezavi s prilogo I, oddelek C, točka 3, k tej direktivi.
- 29 Da bi se odgovorilo na vprašanje predložitvenega sodišča, je torej treba preučiti, ali je treba takšen sistem trgovanja šteti za večstranski sistem, ki združuje ali omogoča združevanje več nakupnih in prodajnih interesov tretjih oseb, v smislu člena 4(1), točka 14, Direktive 2004/39.
- 30 Čeprav v tej direktivi pojem večstranski sistem ni opredeljen, je v njeni uvodni izjavi 6 navedeno, da bi morala pojma „regulirani trg“ in „večstranski sistem trgovanja (MTF)“, ki sta vrsti večstranskega sistema iz navedene direktive, 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. V skladu s členom 4(1), točka 6, Direktive 2004/39 poslovanje za lastni račun pomeni uporabo lastnega kapitala, katerega rezultat je sklenitev transakcij s finančnimi instrumenti.
- 31 Iz jasnega razlikovanja med večstranskim sistemom in dvostranskim sistemom je treba izpeljati, da je upravljavec trga ali investicijsko podjetje, ki upravlja večstranski sistem, pri sklenitvi transakcij v tem sistemu udeležen brez tveganja in brez uporabe lastnega kapitala. To posredovanje v skladu z opredelitvijo iz člena 4(1), točka 14, Direktive 2004/39 poteka med več nakupnimi in prodajnimi interesi, ki jih izrazijo tretje osebe, zadnjenavedene pa je treba razumeti kot vsako fizično ali pravno osebo, ki je ločena in neodvisna od sistema trgovanja in njegovega upravljavca.
- 32 Pojasnila predložitvenega sodišča kažejo na to, da sistem EFS te značilnosti ima in ga je zato treba šteti za „regulirani trg“ v smislu člena 4(1), točka 14, Direktive 2004/39.

- 33 Prvič, zdi se namreč, da se transakcije nakupa in prodaje enot premoženja odprtih investicijskih skladov med borznimi posredniki, ki zastopajo vlagatelje, oziroma zastopniki teh odprtih investicijskih skladov, izvedejo v sistemu EFS, ki pri teh transakcijah ne prevzema tveganja in ne uporabi lastnega kapitala.
- 34 V teh okoliščinah ni mogoče sprejeti stališča, da je sistem EFS bolj podoben dvostranskemu sistemu, ker naročilo vlagatelja dejansko izvede investicijski sklad znotraj samega sebe. Kot je generalni pravobranilec navedel v točki 92 sklepnih predlogov, takšno stališče ne upošteva posredovanja družbe Euronext, ki sistem EFS upravlja kot neodvisni upravljavec glede na te posle – v nasprotju z dvostranskim trgovanjem.
- 35 Kot opozarja vlada Združenega kraljestva, v zvezi s tem ni upošteveno, da v sistemu, kakršen je sistem EFS, različni borzni posredniki ali različni zastopniki investicijskih skladov ne trgujejo med seboj, ker lahko zadnjenavedeni v okviru tega sistema sklepajo posle z veliko borznimi posredniki in obratno.
- 36 Drugič, ugotoviti je treba, da je združevanje več nakupnih in prodajnih interesov, ki jih izrazijo tretje osebe, podano s prisotnostjo borznih posrednikov, ki zastopajo vlagatelje, in zastopnikov investicijskih skladov v sistemu EFS.
- 37 Na eni strani so ti borzni posredniki in zastopniki glede na navedeni sistem tretje osebe, ker so ločeni in neodvisni od njega.
- 38 Na drugi strani dejstvo, ki ga izpostavljajo predložitveno sodišče in pritožnice iz postopka o glavni stvari, da zastopniki in njihovi investicijski skladi zgolj in obvezno izvajajo naročila za izdajo in ponovni nakup enot premoženja investicijskih skladov, ki jih prejmejo prek sistema EFS, ne preprečuje, da se v tem sistemu na podlagi prisotnosti teh zastopnikov in navedenih borznih posrednikov v njem združi več nakupnih in prodajnih interesov. Izraza „nakupni in prodajni interesi“ iz uvodne izjave 6 Direktive 2004/39 namreč glede na široko pojmovanje tega izraza ni mogoče razumeti tako, da pozicije udeleženca v sistemu poslovanja izključuje zgolj zato, ker te izhajajo iz obveznosti ponovnega nakupa ali izdaje teh enot premoženja.
- 39 Tretjič, predložitveno sodišče in pritožnice iz postopka o glavni stvari ugotavljajo nekatere značilnosti sistema EFS, ki se nanašajo na neobstoje obveznosti poročanja o transakcijah, ki so izvedene v okviru tega sistema, njihovo primarnost, to, da cene niso neposredni rezultat ponudbe in povpraševanja, ampak čiste vrednosti kupljenih ali prodanih enot premoženja, kakor je ugotovljena na dan po oddaji naročil, ter šibko tveganje tržne manipulacije ali trgovanja na podlagi notranjih informacij. Menijo, da te značilnosti govorijo proti opredelitvi navedenega sistema kot regulirani trg.
- 40 Vendar nobene od teh značilnosti, tudi če bi se potrdile, ni mogoče šteti za nezdružljivo s pojmom „regulirani trg“, kot je opredeljen v členu 4(1), točka 14, Direktive 2004/39.
- 41 Kot v pisnih stališčih poudarjajo AFM, vlada Združenega kraljestva in Evropska komisija, ta določba namreč ne vsebuje nobenega pojasnila ali omejitve glede delovanja reguliranega trga v zvezi s poročanjem ali neporočanjem o transakcijah, primarnostjo ali sekundarnostjo zadnjenavedenih ali oblikovanjem cene teh transakcij.
- 42 Kar natančneje zadeva poročanje o transakcijah, je treba poudariti, da navedba v uvodni izjavi 6 Direktive 2004/39 – da je trg, ki je sestavljen le iz niza pravil, ki med drugim veljajo za vidike v zvezi s poročanjem o transakcijah, regulirani trg ali MTF – nakazuje zgolj na to, da je za namene opredelitve kot regulirani trg ali MTF dovolj, da ima trg te značilnosti. Na podlagi tega ni mogoče sklepati, da je poročanje o transakcijah nujen pogoj za takšno opredelitev.
- 43 Trditve, ki se v bistvu nanaša na nepotrebnost opredelitve sistema EFS kot „regulirani trg“ zaradi šibkega tveganja zlorab pri izvedbi transakcij, ni mogoče sprejeti. Kot namreč v svojem pisnem stališču poudarja Komisija, cilj določb Direktive 2004/39, ki se nanašajo na regulirane trge, ni omejen na

preprečevanje zlorab. Kot namreč med drugim izhaja iz uvodnih izjav 2 in 5 te direktive, se te določbe v širšem smislu nanašajo na potrebno stopnjo uskladitve, da bi lahko vlagateljem ponudili visoko raven zaščite z vzpostavitvijo celovitega regulativnega režima, ki bo veljal za opravljanje transakcij s finančnimi instrumenti, da bi zagotovili visoko kakovost opravljanja transakcij in vzdrževali celovitost in splošno učinkovitost finančnega sistema.

- 44 Na podlagi vsega navedenega je treba na postavljeno vprašanje odgovoriti, da je treba člen 4(1), točka 14, Direktive 2004/39 razlagati tako, da je sistem trgovanja, v okviru katerega veliko zastopnikov skladov in borznih posrednikov, ki zastopajo odprte investicijske sklade oziroma vlagatelje, in katerega edini namen je tem investicijskim skladom pomagati, da izpolnijo svojo obveznost izvrševanja naročil navedenih vlagateljev za nakup in prodajo enot premoženja, zajet z opredelitvijo „reguliranega trga“ v smislu te določbe.

Stroški

- 45 Ker je ta postopek za stranke v postopku v glavni stvari ena od stopenj v postopku pred predložitvenim sodiščem, to odloči o stroških. Stroški za predložitev stališč Sodišču, ki niso stroški omenjenih strank, se ne povrnejo.

Iz teh razlogov je Sodišče (četrti senat) razsodilo:

Člen 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 je treba razlagati tako, da je sistem trgovanja, v okviru katerega veliko zastopnikov skladov in borznih posrednikov, ki zastopajo odprte investicijske sklade oziroma vlagatelje, in katerega edini namen je tem investicijskim skladom pomagati, da izpolnijo svojo obveznost izvrševanja naročil navedenih vlagateljev za nakup in prodajo enot premoženja, zajet z opredelitvijo „reguliranega trga“ v smislu te določbe.

Podpisi