Kohtulahendite kogumik

KOHTUJURISTI ETTEPANEK
MANUEL CAMPOS SÁNCHEZ-BORDONA
esitatud 26. aprillil 2017[1]

Kohtuasi 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
versus
Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM)

(eelotsusetaotlus, mille on esitanud College van beroep voor het bedrijfsleven (teise astme halduskohus majandusküsimustes, Madalmaad))

Finantsinstrumentide turud – Mitmepoolsed kauplemissüsteemid – Mõiste „reguleeritud turg“ – Investeerimisfondide juht – Avatud investeerimisfondid – Turu kuritarvitamine ja siseinfo kasutamine

1. Finantsinstrumentidega kauplemise süsteemides on turustatavate finantstoodete mitmekesistumise tõttu viimastel aastatel toimunud peadpööritav areng.

2. Vajadus pakkuda investoritele piisavat kaitset, vähendada riski ja suurendada riiklikku järelevalvet nende turgude toimimise üle, et tagada finantsstabiilsus, on nõudnud kauplemissüsteemide progressiivset kohandamist. Traditsioonilistele väärtpaberibörsidele on lisandunud uued, nii mitmepoolsed kui ka kahepoolsed platvormid, mis võimaldavad teha tehinguid igat tüüpi finantsinstrumentidega, alates kõige lihtsamatest kuni kõige keerukamateni välja.

3. Liidu seadusandja on asunud seda sektorit täielikult reguleerima. Selleks ja vahel raskesti mõistetavat terminoloogiat kasutades on ta välja arendanud omaette profiiliga institutsioonid: „reguleeritud turud“, „mitmepoolsed finantseerimissüsteemid“, „organiseeritud lepingute sõlmimise süsteemid“ ja „kliendi korralduste ühingusisesed täitjad“.

1 Algkeel: hispaania.

4. See kohtuasi võimaldab Euroopa Kohtul täiendada oma alles väljakujunemata kohtupraktikat kauplemissüsteemide, eriti reguleeritud turgude tunnuste kohta. Eelotsusetaotluse esitanud kohus soovib teada, kas süsteem nimega Euronext Fund Service (edaspidi „EFS“), mida haldab Euronext Amsterdam N.V.,[2] on või ei ole reguleeritud turg, arvestades et sellel tegutsevad investorid ainult avatud tüüpi investeerimisfondidega.

I. Õiguslik raamistik

A. Liidu õigus

5. Kohtuvaidluse jaoks kõige olulisemad õigusnormid on sätestatud direktiivis 2004/39/EÜ[3] (tuntud „MiFID I direktiiv“) ja selle peamistes rakendusnormides, mis on direktiiv 2006/73/EÜ[4] ja määrus (EÜ) nr 1287/2006[5] (edaspidi „MiFID I normid“ või „MiFID I normistik“). Samuti on tingimata oluline arvesse võtta direktiivi 2003/6/EÜ[6].

6. 2008. aasta finantskriis mõjutas MiFID I direktiivi ja selle rakendusnorme tervikuna, tuues välja mõned puudused finantsturgude toimimises ja läbipaistvuses. Lisaks on tehnoloogia areng sundinud tugevdama õiguslikku raamistikku, eriti kauplemissüsteemide oma, et suurendada nende läbipaistvust, parandada investorite kaitset, tugevdada usaldust, käsitleda seni reguleerimata aspekte ja tagada, et järelevalveasutustel oleksid oma ülesannete täitmiseks tingimata vajalikud volitused.

7. Seepärast asendatakse MiFID I normistik, mis jõustus 2007. aastal, alates 3. jaanuarist 2018 niinimetatud MiFID II normistikuga, mille moodustavad peamiselt direktiiv 2014/65/EL[7] (edaspidi „MiFID II direktiiv“) ja määrus (EL) nr 600/2014[8]. Kuigi MiFID II direktiiv ei ole veel jõustunud ega ole ilmselgelt põhikohtuasjale kohaldatav, sisaldab see tarvilikke juhtnööre MiFID I normide tõlgendamiseks.

1. Direktiiv 2004/39

8. MiFID I direktiivi artikli 1 lõikes 1 on sätestatud, et „[k]äesolevat direktiivi kohaldatakse investeerimisühingute ja reguleeritud turgude suhtes“.

9. Selle põhjendused 2, 5, 6, 44 ja 49 on järgmise sisuga:

„(2) […] on vaja näha ette ühtlustamise tase, mida on vaja investoritele kõrgetasemelise kaitse pakkumiseks ja selleks et võimaldada investeerimisühingutel osutada päritoluriigi järelevalve all teenuseid kogu ühenduses, mis on ühtne turg […]

2 Euronext Amsterdam N.V nimetati ajaloolise Amstedami Väärtpaberibörsi õigusjärglaseks ja see tegutseb reguleeritud turu põhimõttel.

3 Euroopa Parlamendi ja nõukogu 21. aprilli 2004. aasta direktiiv finantsinstrumentide turgude kohta, millega muudetakse nõukogu direktiive 85/611/EMÜ ja 93/6/EMÜ ning Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2000/12/EÜ ja tunnistatakse kehtetuks nõukogu direktiiv 93/22/EMÜ (ELT 2004, L 145, lk 1).

4 Komisjoni 10. augusti 2006. aasta direktiiv, millega rakendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2004/39/EÜ seoses investeerimisühingute suhtes kohaldatavate organisatsiooniliste nõuete ja tegutsemistingimustega ning nimetatud direktiivi jaoks määratletud mõistetega (ELT 2006, L 241, lk 26).

5 Komisjoni 10. augusti 2006. aasta määrus, millega rakendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2004/39/EÜ seoses investeerimisühingute suhtes kohaldatavate organisatsiooniliste nõuete ja tegutsemistingimustega ning nimetatud direktiivi jaoks määratletud mõistetega (ELT 2006, L 241, lk 1).

6 Euroopa Parlamendi ja nõukogu 28. jaanuari 2003. aasta direktiiv siseringitehingute ja turuga manipuleerimise (turu kuritarvitamise) kohta (EÜT 2003, L 96, lk 16; ELT eriväljaanne 06/04, lk 367).

7 Euroopa Parlamendi ja nõukogu 15. mai 2014. aasta direktiiv finantsinstrumentide turgude kohta ning millega muudetakse direktiive 2002/92/EÜ ja 2011/61/EL (ELT 2014, L 173, lk 349).

8 Euroopa Parlamendi ja nõukogu 15. mai 2014. aasta määrus finantsinstrumentide turgude kohta ning millega muudetakse määrust (EL) nr 648/2012 (ELT 2014, L 173, lk 84).

[…]

(5) […] [o]n vaja tunnustada uue organiseeritud kauplemissüsteemide põlvkonna esilekerkimist kõrvuti reguleeritud turgudega, mille suhtes tuleks kehtestada kohustused eesmärgiga säilitada finantsturgude tõhusat ja korrektset toimimist […]

[…]

(6) Tuleks kehtestada reguleeritud turu ja mitmepoolse kauplemissüsteemi[9] määratlused ning need teineteisega tihedalt ühitada, kajastamaks tõsiasja, et nad väljendavad sama organiseeritud kauplemisfunktsiooni. Määratlustest tuleks välja jätta kahepoolsed süsteemid, kui investeerimisühing asub kauplema enda nimel, mitte riskivaba osapoolena ostja ja müüja vahel. Mõiste „süsteem“ hõlmab kõiki neid turge, mis koosnevad reeglistikust ja kauplemisplatvormist, samuti neid, mis tegutsevad üksnes reeglistiku alusel. Reguleeritud turud ja mitmepoolsed kauplemissüsteemid ei ole kohustatud rakendama korralduste vastavusse viimiseks „tehnilist“ süsteemi. Turg, mis koosneb üksnes reeglistikust, mis reguleerib liikmelisuse, kauplemisinstrumentide vastuvõtmise, liikmetevahelise kauplemise, aruandluse ja vajaduse korral läbipaistvuskohustusega seotud aspekte, on käesoleva direktiivi tähenduses reguleeritud turg või mitmepoolne kauplemissüsteem ja kõnealuste reeglite alusel sõlmitud tehinguid loetakse sõlmituks reguleeritud turu või mitmepoolse kauplemissüsteemi raames. Mõistet ostu- ja müügihuvid tuleb mõista laias tähenduses ning see hõlmab korraldusi, hinnapakkumisi ja huviväljendusi. Nõue intresside kokkuviimiseks süsteemis süsteemikorraldaja kehtestatud mittediskretsionaarsete eeskirjade abil, tähendab seda, et need viiakse kokku süsteemi eeskirjade alusel või süsteemi protokollide või sisemise töökorra kohaselt (sealhulgas arvutitarkvaraga hõlmatud protseduurid). Mõiste mittediskretsionaarsed eeskirjad tähendab, et need reeglid jätkavad mitmepoolset kauplemissüsteemi, ilma diskretsioonita selles osas, kuidas intressid võivad üksteist mõjutada. Määratlused nõuavad intresside kokkuviimist viisil, mille tulemuseks on leping, st et täitmine toimub süsteemi reeglite alusel või süsteemi protokollide või sisemise töökorra alusel.

[…]

(44) Investorite kaitse ja väärtpaberiturgude tõrgeteta toimimise huvides on vaja tagada tehingute läbipaistvus ning sellel eesmärgil sätestatud eeskirjade kehtimine turul tegutsevate investeerimisühingute suhtes. Et investorid või turuosalised saaksid alati hinnata kavandatava aktsiatehingu tingimusi ning hiljem kontrollida selle täitmist, tuleks kehtestada ühised eeskirjad täidetud aktsiatehingute üksikasjade avaldamiseks ja aktsiatega kauplemise kehtivate võimaluste üksikasjade avalikustamiseks. Kõnealuseid eeskirju on vaja liikmesriikide aktsiaturgude tõhusaks integreerimiseks, üldise aktsiatega seotud instrumentide hinnakujundusprotsessi tõhususe edendamiseks ja „parimal viisil täitmise“ kohustuse tõhusaks toimimiseks. Need kaalutlused nõuavad üleüldist läbipaistvuse režiimi, mis on kohaldatav kõigi aktsiatehingute suhtes, olenemata nende kahepoolsest täitmisest investeerimisühingu poolt või reguleeritud turgude või mitmepoolsete kauplemissüsteemide kaudu. Käesolevast direktiivist tulenevad investeerimisühingute kohustused noteerida ostu- ja müügihinda ning täita korraldus noteeritud hinnaga, ei vabasta investeerimisühinguid kohustusest suunata korraldus teise täitmiskohta, kui kliendi korralduste ühingusisene täitmine (internalisation) võiks häirida ühingu „parimal viisil täitmise“ kohustuse järgimist.

[…]

9 [Hispaania keeles] kasutatakse direktiivis 2004/39 suurtähtlühendit SMN „mitmepoolse kauplemissüsteemi (sistema multilateral de negociación)“ lühendina.

(49) Tegevusluba reguleeritud turu pidamiseks peaks laienema kõigile tegevustele, mis on otseselt seotud korralduste väljapaneku, töötlemise, täitmise, kinnitamise ja raporteerimisega alates kõnealuste korralduste vastuvõtmisest reguleeritud turule kuni nende edastamiseni lõpuleviimiseks, ning finantsinstrumentide kauplemisele lubamisega seotud tegevustele. See peaks hõlmama ka tehinguid, mis sõlmitakse reguleeritud turu määratud turutegijate vahendusel, mis sooritatakse selle süsteemide alusel ja kooskõlas kõnealuseid süsteemi reguleerivate eeskirjadega. Mitte kõiki reguleeritud turu või mitmepoolse kauplemissüsteemi liikmete või osaliste sõlmitud tehinguid ei tuleks lugeda reguleeritud turu või mitmepoolse kauplemissüsteemi raames sõlmituks. Liikmete või osanike sõlmitud kahepoolsed tehinguid, mis ei ole kooskõlas kõigi käesoleva direktiivi alusel reguleeritud turu või mitmepoolse kauplemissüsteemi jaoks kehtestatud kohustustega, tuleks kliendi korralduste ühingusisese täitja (systematic internaliser) määratluse alusel lugeda väljaspool reguleeritud turgu või mitmepoolset kauplemissüsteemi sõlmitud tehinguteks. Sellisel juhul peaks kehtima investeerimisühingute kohustus avaldada ühingu siduvaid hinnapakkumisi, kui on täidetud käesoleva direktiiviga kehtestatud tingimused.“

10. Artikli 4 lõike 1 punktides 7, 13, 14 ja 15 on üksikasjalikult sätestatud järgmised mõisted:

„7) Kliendi korralduste ühingusisene täitja – investeerimisühing, mis teeb organiseeritud, sagedases ja süstemaatilises korras omal kulul tehinguid, täites klientide korraldusi väljaspool reguleeritud turgu või mitmepoolset kauplemissüsteemi.

[…]

13) Turu korraldaja – isik või isikud, kes juhivad ja/või korraldavad reguleeritud turu tegevust. Turu korraldajaks võib olla reguleeritud turg ise.

14) Reguleeritud turg – mitmepoolne süsteem, mida korraldab ja/või juhib turu korraldaja, kes viib kokku või hõlbustab mitmete kolmandate poolte finantsinstrumentide ostu- ja müügihuvide kokkuviimist süsteemis ja kooskõlas selle mittediskretsionaarsete eeskirjadega, viisil, mille tulemuseks on leping, seoses selle reeglite ja/või süsteemide alusel kauplemisele lubatud finantsinstrumentidega, ja kellele on antud tegevusluba ning kes tegutseb korrapäraselt ja kooskõlas III jaotise sätetega.

15) Mitmepoolne kauplemissüsteem – investeerimisühingu või turu korraldaja poolt juhitav mitmepoolne süsteem, mis viib süsteemis ja kooskõlas mittediskretsionaarsete eeskirjadega kokku mitmed kolmandate poolte finantsinstrumentide ostu- ja müügihuvid viisil, mille tulemuseks on leping vastavalt II jaotise sätetele“.

2. Määrus 1287/2006

11. Artikli 2 punktis 8 on määratletud „kauplemiskoht“ kui „reguleeritud turg, mitmepoolne kauplemissüsteem või oma ülesannetes tegutsev kliendi korralduste ühingusisene täitja ja, kui see on asjakohane, siis reguleeritud turu või mitmepoolse kauplemissüsteemiga samalaadsete ülesannetega süsteem väljaspool ühendust“.

12. Selle määruse artiklis 5 on täpsustatud:

„Käesoleva määruse kohaldamisel käsitletakse viidet tehingule üksnes viitena finantsinstrumendi ostule ja müügile. Käesoleva määruse, välja arvatud II peatüki kohaldamisel ei hõlma finantsinstrumendi ost ja müük järgnevat:

[…]

c) esmasturu tehingud (nagu emiteerimine, üleandmine ja märkimine) finantsinstrumentidega, mida on käsitletud direktiivi 2004/39/EÜ artikli 4 lõike 1 punkti 18 alapunktides a ja b.“

13. Artikli 21 lõikes 1 on loetletud kriteeriumid, et kindlaks määrata, kas investeerimisühing on kliendi korralduste ühingusisene täitja:

„Kui investeerimisühing kaupleb oma arvel, täites kliendi korraldusi väljaspool reguleeritud turgu või mitmepoolset kauplemissüsteemi, käsitletakse teda kliendi korralduste ühingusisese täitjana, kui ta vastab järgmistele kriteeriumidele, mis näitavad, et ta teostab kõnealust tegevust organiseeritult, sageli ja süstemaatiliselt:

a) tegevusel on ühingu jaoks oluline äriline tähtsus ja seda viiakse läbi vastavalt mittediskretsionaarsetele eeskirjadele ja menetlustele;

b) tegevust teeb selleks otstarbeks ette nähtud personal või automatiseeritud tehniline süsteem, olenemata sellest, kas kõnealust personali või süsteemi rakendatakse ainult sel otstarbel;

c) tegevus on klientidele regulaarselt või pidevalt kättesaadav.“

3. Direktiiv 2003/6

14. Direktiivi artikli 1 punktis 1 on sätestatud mõiste:

„*Siseteave* – täpset laadi avaldamata teave, mis on otse või kaudselt seotud ühe või mitme finantsinstrumentide emitendiga või ühe või mitme finantsinstrumendiga ning millel on avaldamise korral tõenäoliselt märkimisväärne mõju nende finantsinstrumentide hinnale või seotud tuletisinstrumentide hinnale.“

15. Artikli 6 lõikes 4 on ette nähtud:

„Finantsinstrumente emiteeriva asutuse juures juhtimisülesandeid täitvad isikud ja vajaduse korral nendega tihedalt seotud isikud peavad vähemalt teavitama pädevat asutust kõigist oma arvel tehtud tehingutest, mis on seotud kõnealuse emitendi aktsiatega või nendega seotud tuletisinstrumentide või muude finantsinstrumentidega. Liikmesriigid tagavad üldsuse juurdepääsu selliseid tehinguid vähemalt ühekaupa käsitlevale teabele niipea kui võimalik.“

B. Liikmesriigi õigus

16. Finantsjärelevalve seaduse (Wet op het financieel toezicht, edaspidi, „Wft“) artiklis 1:1 on kirjeldatud mõistet „reguleeritud turg“ järgmiselt:

„mitmepoolne süsteem, mis viib kokku või hõlbustab mitmete kolmandate poolte finantsinstrumentide ostu- ja müügihuvide kokkuviimist süsteemis ja kooskõlas selle mittediskretsionaarsete eeskirjadega viisil, mille tulemuseks on leping, seoses selle reeglite ja süsteemide alusel kauplemisele lubatud finantsinstrumentidega, ning mis tegutseb korrapäraselt ja kooskõlas tegevusloa ja jooksva järelevalve kohta kehtivate sätetega.“

17. Artikli 5:60 lõike 1 punktis a) on sätestatud, et iga isik,

– kes juhib või osaleb Madalmaades asuva emitendi – kes emiteeris või kavatseb emiteerida finantsinstrumente artikli 5:56 lõike 1 punkti a tähenduses – igapäevase tegevuse juhtimises [s.o finantsinstrumente, millega võib kaubelda reguleeritud turul või mitmepoolses kauplemissüsteemis],

– või isik, kelle korraldusel sõlmiti leping käesoleva punkti tähenduses sellise finantsinstrumendi ostmiseks, mis ei ole väärtpaber,

– või isik, kes kavatseb sõlmida lepingu käesoleva punkti tähenduses sellise finantsinstrumendi ostmiseks, mis ei ole siirdväärtpaber,

on kohustatud registreerima enda nimel sõlmitud või teostatud tehingud osakutega, mis on seotud (artikli 5:60 lõike 1) punktides a, b või c loetletud emitentidega või finantsinstrumentidega, mille väärtuse määrab muu hulgas nimetatud osakute väärtus, hiljemalt viiendal tööpäeval pärast tehingu toimumise kuupäeva.

18. Artikli 5:56 lõike 1 punkti a kohaselt on eelmises sättes nimetatud isikutel keelatud kasutada siseinfot tehingu sõlmimiseks või teostamiseks Madalmaades või Madalmaadest või mitte-liikmesriigis või mitte-liikmesriigist finantsinstrumentidega, millega võib kaubelda reguleeritud turul, mille kohta on antud tegevusluba artikli 5:26 lõike 1 tähenduses, või mitmepoolses kauplemissüsteemis, mille jaoks investeerimisühingul on tegevusluba artikli 2:96 tähenduses, või millega kauplemiseks reguleeritud turul on esitatud loataotlus.

19. Vastavalt artikli 1:40 lõikele 1 esitab järelevalveasutus arve kulude kohta, mis tekkisid seoses nimetatud seaduse kohaste ülesannete täitmisega, nendele ettevõtjatele, kellega seoses nimetatud ülesandeid täideti, kui neid kulusid ei kaeta riigieelarvest.

20. Finantsjärelevalve finantseerimise määruse (Besluit bekostiging financieel toezicht) artiklite 5 ja 6 ja artikli 8 lõike 1 taande i punkti 4 alusel on Stichting Autoriteit Financiële Marktenil (Madalmaade finantsjärelevalveasutus; edaspidi „AFM“) õigus kehtestada Wft artikli 5:60 lõike 1 punkti a tähenduses emitentidele tasusid.

II. Vaidlus liikmesriigi kohtus ja eelotsuse küsimus

21. Põhikohtuasjas on vaidluse poolteks ühelt poolt AFM ja teiselt poolt Robeco Hollands Bezit N.V. ja teised üksteist äriühingut (väärtpaberitesse ühiseks investeeringuks loodud avatud investeerimisettevõtjad ehk avatud investeerimisfondid; edaspidi „Robeco“ või „Robeco fondid“), kes vaidlustasid selle asutuse määratud tasude teated.

22. Vaidluse esemeks on konkreetselt AFM-i 30. oktoobri 2009. aasta, 31. detsembri 2010. aasta, 30. septembri 2011. aasta ja 28. septembri 2012. aasta otsused (edaspidi „esimesed otsused“). AFM nõudis nendega Wft artikli 1:40 ja artikli 5:60 lõike 1 alguse ja punkti a ja finantsjärelevalve finantseerimise määruse (Besluit bekostiging financieel toezicht) alusel Robeco fondidelt majandusaastate 2009, 2010, 2011 ja 2012 eest tasusid vastavalt summas 110 eurot, 350 eurot, 630 eurot ja 180 eurot.

23. AFMi sõnul tuli neid tasusid maksta järelevalveülesannete eest, mida see asutus täitis Robeco fondide suhtes direktiivi 2003/6 kohaselt, mis on Madalmaade õigusesse üle võetud Wft-ga, mis kohustab reguleeritud turgudel kaubeldavate finantsinstrumentide emitente edastama teavet oma korraldajate tegevuse kohta.

24. AFM jättis 13. detsembri 2012. aasta otsuses Robeco kaebused rahuldamata.

25. Robeco esitas selle otsuse peale kaebuse Rechtbank Rotterdamile (Rotterdami kohus, Madalmaad), kes jättis selle oma 24. detsembri 2013. aasta kohtuotsusega rahuldamata.

26. See kohus jättis Robeco nõuded rahuldamata ja nõustus AMFi põhiseisukohtadega. Ta tuvastas, et EFSi süsteem vastab Wft artikli 1:1 mõiste „reguleeritud turg“ määratlusele. Wft artikkel 5:60 oli haldus- ja järelevalvenõukogude liikmetele kohaldatav ja AFMi poolt sissenõutavad tasud olid õigusega kooskõlas.

27. Robeco kaebas esimese astme otsuse peale edasi College van beroep voor het bedrijfslevenile (teise astme halduskohus majandusküsimustes, Madalmaad), kes peab lõpuks välja selgitama, kas EFSi süsteem kuulub või mitte direktiivi 2004/39 mõiste „reguleeritud turg“ alla.

28. Eelotsusetaotluse esitanud kohus loeb tuvastatuks mitmed põhikohtuasja andmed ja asjaolud, mida ma kirjeldan kokkuvõtlikult.

29. Esiteks kinnitab ta, et Euronextil on Wft artikli 5:26 lõike 1 alusel tegevusluba reguleeritud turu korraldamiseks. EFS on üks Euronexti segment on, mis on organiseeritud eraldi kauplemissüsteemina, milles kaubeldakse ainult avatud investeerimisfondide osakutega. Robeco fondid on *open end* (muutuva kapitaliga) investeerimisfondid ja peavad täitma ostetavate või emiteeritavate osakute ostu või müügi korraldusi EFSi kaudu.

30. Teiseks kinnitab eelotsusetaotluse esitanud kohus, et fondide fondivalitsejad ja vahendajad kuuluvad EFSi süsteemi selle liikmetena. Igal investeerimisfondil või investeerimisfondide grupil on oma fondivalitseja, kes kaupleb investeerimisfondi või -fondide grupi arvel ja riisikol. Vahendaja ehk maakler võtab omandiväärtpaberite ostu- ja müügikorraldused vastu ja edastab need vastava investeerimisühingu fondivalitsejale.

31. Lõpuks selgitab eelotsusetaotluse esitanud kohus, et EFSi süsteemis tehakse tehingud tulevaste hindade kindlaksmääramise põhjal. Vahendaja võib anda fondivalitsejale korralduse kuni kella 16.00-ni (*cut-off-time*), pärast mida arvestatakse investeerimisfonfi varade puhasväärtus (ja sellega väljastatava või ostetava omandiväärtpaberi väärtus) *cut-off-time*'i järgi kehtivate kursside alusel. Fondivalitseja täidab talle esitatud korralduse järgmisel hommikul kell 10.00, võttes aluseks arvestatud varade puhasväärtuse koos piiratud juurde- või mahaarvamisega, olenevalt investeerimisfondile tekkinud ülekandekuludest. Fondivalitsejad ega ka vahendajad EFSi süsteemis omavahel tehinguid ei tee. EFSi tehingud tehakse juhendite EFS-Trading-Manual ja TCS-web User Guide to the EFS reeglite järgi.

32. Nendest asjaoludest lähtudes kaldub College van beroep voor het bedrijfsleven (teise astme halduskohus majandusküsimustes) vastupidi esimese astme kohtu otsusele arvama, et EFSi süsteem ei ole mitmepoolne ja et järelikult ei saa seda liigitada reguleeritud turuks MiFID I direktiivi artikli 4 lõike 1 punkti 14 tähenduses.

33. Tema hinnangul on MiFID I direktiivi põhjenduses 6 eristatud kahepoolseid süsteeme (kliendi korralduste ühingusisese täitja kord) mitmepoolsetest kauplemissüsteemidest, mille hulka kuuluvad reguleeritud turud. Erinevus seisneb selles, et kahepoolsetes süsteemides tehakse tehinguid ainult investeerimisühing ja investori vahel, samas kui mitmepoolsetes on võimalikud ka investorite omavahelised tehingud. EFS on tema hinnangul kahepoolne süsteem, sest selles kauplevad vahendaja (investori esindajana) ja fondivalitseja (fondide nimel), nii et esimene teeb tehinguid teisega.

34. Eelotsusetaotluse esitanud kohtu hinnangul viitab MiFID I direktiivi põhjendus 6, et süsteemi, milles tehakse ainult tehinguid, mille suhtes ei kehti teavitamiskohustust, ei saa kvalifitseerida reguleeritud turuks. Määruse nr 1287/2006 artikli 5 alguse ja punkti c alusel on EFSi süsteemi tehingud esmasturu tehingud, mitte tehingud, mis hõlmavad finantsinstrumendi ostu ja müüki. Selle

määruse III peatükk ei ole tema hinnangul nendele esmasturu tehingutele kohaldatav ja seepärast selles kehtestatud teavitamiskohustused EFSi süsteemi tehingute suhtes ei kehti. Kuna esmasturu tehingud tehakse ainult EFSi kaudu, mistõttu nende suhtes teavitamiskohustused ei kehti, ei ole EFS reguleeritud turg.

35. Seda hinnangut kinnitab eelotsusetaotluse esitanud kohtu sõnul asjaolu, et EFSi süsteemi kaudu kaubeldavate omandiväärtpaberite väärtus määratakse kindlaks nende puhasväärtuse arvutamise teel, nagu eespool märgitud. Seevastu reguleeritud turul ei määrata hinda kindlaks nii, vaid osalejate pakkumise ja nõudluse alusel.

36. Lõpuks kinnitab asja arutav kohus, et EFS ei ole reguleeritud turg, sest sellel ei toimu hindadega manipuleerimist ja vaevalt võib toimuda tehinguid siseinfoga.

37. Kõigele vaatamata näib, et on võimalik väita ka, et EFS on reguleeritud turg MiFID I direktiivi artikli 4 lõike 1 punkti 14 tähenduses. Ta tunnistab, et selle direktiivi selle artikli ega põhjenduse 6 sisust ei saa otseselt järeldada, et reguleeritud turuks ei saa liigitada kauplemisplatvormi, kus ei tehta ainult tehinguid, millele kehtib teavitamiskohustus, ja millel kauplemishind ei kujune pakkumise ja nõudluse konkurentsis. Piisab sellest, et tegu on turuga, mis toimib normistiku põhjal, nagu on kirjeldatud põhjenduses 6, ja et esinevad MiFID I direktiivi artikli 4 lõike 1 punktis 14 sätestatud määratluse asjaolud.

38. Lisaks võiks eelotsusetaotluse esitanud kohtu hinnangul EFSi süsteem kuuluda MiFID I direktiivi mõiste „reguleeritud turg“ alla, sest EFS on autonoomne kauplemisplatvorm, mida korraldab asjaomase tegevusloaga Euronext; see on mitmepoolne süsteem, millega on liitunud paljud vahendajad ja fondivalitsejad, kes on volitatud esitama korraldusi; EFSi süsteemi kasutajaid võib lugeda Euronexti suhtes kolmandateks isikuteks; ja EFSi süsteemis viiakse omavahel kokku vahendajate ja fondivalitsejate ostu- ja müügihuvid sõlmida tehinguid.

39. Arvestades kahtlusi mõiste „reguleeritud turg“ tõlgendamises, esitas College van beroep voor het bedrijfsleven (teise astme halduskohus majandusküsimustes, Madalmaad) Euroopa Kohtule järgmise eelotsuse küsimuse:

„Kas süsteemi, milles osalevad mitmed fondivalitsejad ja maaklerid, kes esindavad tehingutes selle süsteemi siseselt *open-end*-investeerimisfonde või investoreid, ning mis faktiliselt toetab ainult *open-end*-investeerimisfonde nende ülesandes täita investorite poolt nendele antud omandiväärtpaberite ostu ja müügi korraldusi, tuleb käsitada reguleeritud turuna MiFID direktiivi artikli 4 lõike 1 punkti 14 tähenduses, ning millised tunnused on jaatava vastuse korral antud asjas otsustava tähendusega?“

III. Eelotsuse küsimuse analüüs

40. Eelotsusetaotluse esitanud kohus soovib, et Euroopa Kohus selgitaks, kas EFSi süsteemi tunnustega finantsinstrumentidega kauplemise platvorm on või ei ole MiFID I direktiivi tähenduses reguleeritud turg. Arvan, et enne, kui arutada, kuidas sellele küsimusele vastata, on vaja anda ülevaade MiFID I direktiivis kehtestatud finantsinstrumentidega kauplemise süsteemide regulatsioonist ja alates selle vastuvõtmisest toimunud muutusest. Kuigi MiFID II normistiku jõustumisest alates 3. jaanuarist 2018 tulenevad muutused ei ole kohtuvaidlusele *ratione temporis* kohaldatavad, viitan ma ka nendele.

A. Sissejuhatavad märkused finantsinstrumentidega kauplemise süsteemide kohta

41. MiFID I direktiiv ja selle rakendusnormid on finantsinstrumentidega kauplemise süsteemide õiguslikku korda oluliselt muutnud.[10] Nende turgude integratsiooni, konkurentsi ja tõhususe suurendamiseks liidus kaotati kauplemismonopol, mis eksisteeris mõnes liikmesriigis, kus olid traditsioonilised väärtpaberibörsid, ja avati konkurents traditsiooniliste platvormide ja alternatiivsete uute kauplemissüsteemide vahel, mis hakkasid tänu tehnoloogia arengule tekkima, kuid jäid reguleerimisest välja.

42. Liidu seadusandja eesmärk oli – nagu ma juba märkisin – suurendada läbipaistvust, täiendada investorite kaitset, suurendada usaldust ja tagada järelevalveasutustele nende ülesannete täitmiseks vajalikud volitused.[11]

43. MiFID I direktiiv käsitles kolme tüüpi finantsinstrumentidega kauplemise süsteeme, millest kaks on mitmepoolsed (reguleeritud turud ja mitmepoolsed kauplemissüsteemid)[12] ja üks kahepoolne (kliendi korralduste ühingusisene täitja). Lisaks nendele süsteemidele, mis vastavad organiseeritud kauplemismudelile, näevad MiFID I normid ette finantsinstrumentidega mitteorganiseeritud kauplemise võimaluse (*over-the-counter*, edaspidi „OTC“).

44. Esimene ja kõige rohkem väljakujunenud finantsinstrumentidega kauplemise süsteemi kategooria on reguleeritud turud, mida on kasutanud MIFID I ja II normistikud ja teised liidu õiguse normid. Kuigi ma analüüsin reguleeritud turge iseloomustavaid elemente hiljem üksikasjalikumalt, on need turud MiFID I direktiivi artikli 4 lõike 1 punkti 14 määratluse järgi mitmepoolsed finantsinstrumentidega kauplemise süsteemid, mida juhib turu korraldaja, kes kohaldab mittediskretsionaarseid eeskirju ja milles viiakse kokku kolmandate poolte finantsinstrumentide ostu ja müügi huvid, mille tulemuseks on lepingute sõlmimine. Need on sarnased klassikalistele väärtpaberibörsidele ja Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve (edaspidi „ESMA“)[13] andmebaasi andmetel on praegu liidus sada kaks reguleeritud turgu (Madalmaades neli, millest üks on Euronext Amsterdam).

45. Teine kategooria, mis vastab niinimetatud mitmepoolsetele kauplemissüsteemidele, lisati MiFID I direktiiviga, et hõlmata alternatiivseid kauplemismehhanisme, mis olid tehnoloogia arenguga praktikas tekkinud. Mitmepoolsed kauplemissüsteemid on ka mitmepoolsed kauplemissüsteemid, milles toimivad omavahel kolmandatest isikutest ostjate ja müüjate huvid, mille tulemusel sõlmitakse lepingud, korraldaja või investeerimisühingu mittediskretsionaarsel juhtimisel ja mille jaoks on vajalik tegevusluba haldusasutuselt. Kuigi nende kord on sarnane reguleeritud turgude korrale, eristab neid see, et neid finantsinstrumentide tüüpe, millega võib tehinguid teha, eelnevalt ei kontrollita.

46. ESMA andmebaasi[14] andmetel on liidus praegu viissada viiskümmend üks mitmepoolset kauplemissüsteemi, millest tõuseb mahu poolest esile platvorm BATS Trading Ltd (Ühendkuningriik). Madalmaades on kaks: Tom MTF Derivatives Markets ja Tom MTF Cash Markets.

10 Need kauplemissüsteemid *„are multilateral systems or networks, which provide trading, clearing, settlement, and reporting services in relation to securities and derivative transactions. They support financial markets by providing essential services, connecting counterparties, reducing transaction costs through economies of scale, managing systemic and counterparty risks, and fostering transparency“* (Ferrarini, G. ja Saguato, P., „Regulating Financial Market Infrastructures“, *ECGI Working Paper* nr 259/2014, juuni 2014, lk 7).

11 Komisjoni rahastatud uuringu andmetel suurenes selle tulemusel konkurents finantsinstrumentidega kauplemise eri keskuste vahel, suuremate valikuvõimalustega investorite jaoks teenuseosutajate ja kättesaadavate finantsinstrumentide osas – neid edusamme on võimendanud tehnoloogia areng. Üldiselt on vastavalt Oxera uuringule Monitoring Prices, *Costs and Volumes of Trading and Post-trading Services*, 2011, tehingukulud vähenenud ja integratsioon on suurenenud. Vt ka dokument KOM(2011) 652 lõplik, p 2.

12 Mitmepoolseid süsteeme võib nimetada ka „kauplemisplatvormideks“, mis on määratletud kui „süsteem, mille tööd korraldab investeerimisühing või turu korraldaja direktiivi 2004/39/EÜ artikli 4 lõike 1 punktide 1 ja 13 tähenduses, v.a kliendi korralduste ühingusisene täitja artikli 4 lõike 1 punkti 7 tähenduses, ning mis viib süsteemis kokku finantsinstrumentide ostu- ja müügihuvid viisil, mille tulemuseks on leping kooskõlas nimetatud direktiivi II või III jaotisega“, nagu on sätestatud Euroopa Parlamendi ja nõukogu 4. juuli 2012. aasta määruse (EL) nr 648/2012 börsiväliste tuletisinstrumentide, kesksete vastaspoolte ja kauplemisteabehoidlate kohta (ELT 2012, L 201, lk 1) artikli 2 punktis 4.

13 Vt andmed veebisaidil https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_rma.

14 Vt andmed järgmisel lingil https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_mtf.

47. Kolmas kategooria, mis lisati MiFID I direktiiviga, on niinimetatud „kliendi korralduste ühingusisesed täitjad“. Erinevalt eelmistest ei ole need korraldatud mitmepoolsete kauplemiskeskustena, mida juhib kolmas isik ja kuhu koonduvad investorid, et finantsinstrumente osta ja müüa, vaid kahepoolsete kauplemissüsteemidena. Need on vastavalt MiFID I direktiivi artikli 4 lõike 1 punktile 7 investeerimisühingud, mis teevad organiseeritud, sagedases ja süstemaatilises korras omal kulul tehinguid, täites klientide korraldusi. Seda kauplemissüsteemi ei ole määratletud iseenesest, vaid seda kasutava isiku seisukohast.

48. Kuigi kliendi korralduste ühingusisesed täitjad ei vaja halduslikku tegevusluba riiklikult järelevalveasutuselt, on need piisava suurusega ettevõtjad selleks, et nende siseselt investorite ostu- ja müügikorraldusi omavahel vastavusse viia, mistõttu kehtivad nende suhtes arvukad läbipaistvuskohustused. Kliendi korralduste ühingusisese täitja kord ei ole ilmselt osutunud väga atraktiivseks, sest ESMA andmetel [15] on sellena kogu liidus registreeritud ainult üksteist äriühingut ja Madalmaades mitte ühtegi.

49. Lisaks nendele finantsinstrumentidega organiseeritud tehingute tegemise kauplemissüsteemidele on MiFID I direktiivis – nagu juba nägime – ette nähtud neljas finantsinstrumentide kohta tehtud korralduste täitmise viis: OTC. Nii tuleneb selle põhjendusest 53, [16] mille kohaselt ei nõuta „kauplemiseelse läbipaistvuse reeglite kohaldamist börsiväliste tehingute suhtes, mille tunnusjooneks on nende ühekordsus ja ebakorrapärasus ning mida sooritatakse professionaalsete osapooltega ja mis moodustavad osa ärisidemetest, mida omakorda iseloomustavad turu standardmahust suuremad tehingud, ja kui tehinguid sõlmitakse väljaspool asjaomase ühingu poolt tavaliselt oma äritegevuseks kliendi korralduste ühingusisese täitjana kasutatavat süsteemi“.

50. MiFID I direktiivis kohaldamisalast on võib-olla kliendi korralduste ühingusisestele täitjatele kehtestatud nõuete (määruse nr 1287/2006 artikli 21 lõikes 3 sätestatud organiseeritud, sagedane ja süstemaatiline kauplemine), nagu ka reguleeritud turgude ja mitmepoolsete kauplemissüsteemide veelgi piirangulisema konfiguratsiooni tõttu välja jäetud muud OTC kauplemismeetodid, mis moodustavad olulise mahu finantsinstrumentidega sõlmitud tehingutest. Nii on see niinimetatud *broker crossing systems*'i, *broker-dealer crossing networks*'i või *dark pools*'i või elektrontehinguplatvormide puhul. [17]

51. Pärast 2008. aasta finantskriisi ja arvestades kauplemisplatvormide arengut, [18] on MiFID II direktiivis, mis ei ole veel jõustunud, säilinud sama tüüpi kauplemissüsteemid, kuid on lisatud täiendav kategooria, mida on nimetatud „organiseeritud kauplemissüsteemideks“.

52. Organiseeritud kauplemissüsteemid on määratletud väga laialt, sest see uus mitmepoolne kauplemisviis peaks kavandatavalt hõlmama OTC kauplemissüsteeme, mis olid MiFID I direktiivi regulatsioonist *välja jäänud*. [19] Nende peamine erinevus reguleeritud turgudest ja mitmepoolsetest kauplemissüsteemidest on, et organiseeritud kauplemissüsteemi korraldajad võivad korraldusi täita diskretsionaarselt, mille tingimuseks on sel juhul, et tuleb täita kauplemiseelse läbipaistvuse nõudeid ja parimal viisil täitmise kohustusi.

15 Vt andmed järgmisel lingil https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_sys.

16 Vt Gomber, P., Pierron, A. kommentaarid „MiFID: Spirit and Reality of a European Financial Market Directive“, *Celent Paper*, november 2010, lk 12.

17 Vt Onofrei, A. üksikasjalik analüüs *La négotiation des instruments financiers au regard de la directive MIF*, Larcier, Bruxelles, 2012, lk 360–363.

18 MiFID II direktiivi põhjenduses 4 on seda põhjendatud järgmiselt: „Finantskriis on toonud esile puudused finantsturgude toimimises ja läbipaistvuses. Finantsturgude arenemise käigus on ilmnenud vajadus tugevdada finantsinstrumentide turgude reguleerimise raamistikku, sealhulgas juhul, kus sellistel turgudel kauplemine toimub börsiväliselt, et suurendada läbipaistvust, kaitsta paremini investoreid, suurendada usaldust, käsitleda reguleerimata valdkondi ning tagada, et järelevalveasutustele antakse nende ülesannete täitmiseks piisavad volitused.“

19 MiFID II direktiivi artikli 4 lõike 1 punktis 23 on määratletud organiseeritud kauplemissüsteem kui „mitmepoolne süsteem, mis ei ole reguleeritud turg ega mitmepoolne kauplemissüsteem ning mis võimaldab erinevate kolmandate isikute omandamis- ja võõrandamishuvisid seoses võlakirjade, struktureeritud finantstoodete, lubatud heitkoguse väärtpaberite või tuletisinstrumentidega viia süsteemis kokku selliselt, et kõnealuse kokkuviimise tulemuseks on lepingu sõlmimine kooskõlas käesoleva direktiivi II jaotisega […]“.

53. Äsja kirjeldatud areng toob välja, et liidu seadusandja soovib reguleerida erinevaid finantsinstrumentidega kauplemise süsteeme, mis on välja kujunemas, välja arvatud ainult nende instrumentide kahepoolset ja juhuslikku kauplemist.[20] Eesmärk on tegelikult, et igasugune organiseeritud kauplemine finantsinstrumentidega toimuks kummagi MiFID II direktiivis ette nähtud: mitmepoolse või kahepoolse kanali kaudu.[21] Sel viisil soodustatakse nõuetekohasemat konkurentsi eri kauplemissüsteemide vahel, ilma selle riskita, et ettevõtjad, kes soovivad järelevalveasutuste kontrollist kõrvale hoida, arendaksid välja muid alternatiivseid mehhanisme.

B. Mõiste „reguleeritud turg“ ja selle kohaldamine niisugusele kauplemisplatvormile nagu EFS

54. Eelotsusetaotluse esitanud kohus palub, et Euroopa Kohus selgitaks talle, kas EFSi süsteemi tunnustega kauplemisplatvorm kuulub või mitte MiFID I direktiivis sätestatud mõiste „reguleeritud turg“ alla. Enne kui ma selle kohta arvamust avaldan, tahaksin teha kolm täpsustust.

55. Esimene on, et see, kas EFS vastab või mitte nõuetele selleks, et seda kvalifitseerida reguleeritud turuks, tuleb liikmesriigi kohtul välja selgitada, kellele on selle platvormi kauplemisviis otseselt ja täielikult teada. Euroopa Kohus võib muidugi anda talle juhtnöörid MiFID I direktiivi tõlgendamiseks, tuues sellest välja tingimused, millele peab sellesse kategooriasse liigitatav kauplemissüsteem vastama. Selleks et vastus oleks tarvilik, tuleks nendest tingimustest erilist tähelepanu pöörata käesolevas kohtuasjas vaidlustatud tingimustele[22].

56. Teiseks täpsustuseks tuleb märkida, et liikmesriigi kohtu poolt ja kohtuistungil poolte esitatud andmed näivad kinnitavat, et EFS toimib halduslíku tegevusloa „katte all“, mille AFM andis Euronextile tegutsemiseks reguleeritud turuna.

57. Ei ole aga märgitud, et EFSi segment oleks iseenesest reguleeritud turg. Ta ei ole Madalmaade reguleeritud turgude hulgas ESMA andmebaasis[23] ega ka sellisena konkreetselt välja kuulutatud, erinevalt teistest analoogsetest.[24]

20 Selle kohta on MiFID II direktiivi artikli 1 lõikes 7 kinnitatud: „Iga mitmepoolne finantsinstrumentide süsteem peab toimima vastavalt II jaotisele (mitmepoolsete või organiseeritud kauplemissüsteemide puhul) või III jaotisele (reguleeritud turgude puhul).

Iga investeerimisühing, kes kaupleb organiseeritult, järjepidevalt, süsteemselt ja arvestatavas mahus oma arvel, täites kliendi korraldusi väljaspool reguleeritud turgu, mitmepoolset kauplemissüsteemi ja organiseeritud kauplemissüsteemi, tegutseb vastavalt määruse (EL) nr 600/2014 III jaotisele.

Ilma et see mõjutaks määruse (EL) nr 600/2014 artiklite 23 ja 28 kohaldamist, peaksid kõik esimeses ja teises lõigus osutatud finantsinstrumentide tehingud, mida ei sõlmita mitmepoolses süsteemis või kliendi korralduste süsteemse täitja kaudu, olema kooskõlas määruse (EL) nr 600/2014 III jaotise asjaomaste sätetega“.

21 Moloney järgi „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. trükk, Oxford University Press, Oxford, 2014, lk 434). Vt ka 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, lk 285.

22 Seda käsitusviisi kasutas Euroopa Kohus oma kohtuotsustes, 3.12.2015, Banif Plus Bank (C-312/14, EU:C:2015:794, punkt 51), ja 30.5.2013, Genil 48 ja Comercial Hostelera de Grandes Vinos (C-604/11, EU:C:2013:344, punkt 43).

23 MiFID I direktiivi artiklis 47 „Reguleeritud turgude loetelu“ on sätestatud: „Iga liikmesriik koostab loetelu registreeritud turgude kohta, mille jaoks ta on päritoluliikmesriigiks, ja edastab selle loetelu teistele liikmesriikidele ja komisjonile. Samal viisil tuleb teatada igast muudatusest kõnealuses loetelus. Komisjon avaldab kõigi reguleeritud turgude loetelu Euroopa Liidu Teatajas ja ajakohastab seda vähemalt kord aastas. Ühtlasi avaldab ja ajakohastab komisjon loetelu oma veebisaidil iga kord, kui liikmesriigid teatavad muutustest oma loeteludes.“

24 Näiteks Itaalia Börsi ETFplus market (the open-ended collective investment undertaking (CIUs) segment). Vt selle kohta http://www.borsaitaliana.it/fondi/formazione/formazione.htm. See turg on mõeldud avatud investeerimisfondide finantsinstrumentidega kauplemiseks ja on kantud AEVM Itaalia reguleeritud turgude loetellu ning on spetsiaalselt sellena korraldatud ja välja kuulutatud. AEVM andmebaasi on see kantud kui ELECTRONIC OPEN-END FUNDS AND ETC MARKET lingil https://registers.esma.europa.eu/publication/details?core=esma_registers_mifid_rma&docId=mifid731rma.

58. Asjaolu, et EFSi süsteemi nimetatud reguleeritud turgude loetelus ei ole, ei välista aga, et see on seda laadi. Euroopa Kohus kinnitas oma kohtuotsuses Nilaş jt,[25] et ainuüksi asjaolust, et turgu ei ole kantud kõnealusesse loetelusse, ei piisa, et välistada, et kõnealune turg on reguleeritud turg.[26]

59. Euronext võiks tegutseda ühtaegu reguleeritud turu Euronext Amsterdam ja kauplemisplatvormi EFS korraldajana. Kohtuotsuses Nilaş jt tunnistati, et direktiivis 2004/39 on selgelt silmas peetud olukordi, kus reguleeritud turu korraldaja juhib ka mõnda muud kauplemissüsteemi, ilma et sellest süsteemist saaks seetõttu reguleeritud turg.[27] Euroopa Kohus sedastab, et „reguleeritud turuks" kvalifitseerumiseks peab finantsinstrumentide turg olema saanud reguleeritud turu tegevusloa ja toimima vastavalt MiFID I direktiivi III jaotises sätestatud nõuetele.[28]

60. Asja arutava kohtu ülesanne on tema vabalt hinnatava faktilise asjaoluna välja selgitada, kas EFS on tõepoolest reguleeritud turu Euronext Amsterdam üks segment, mis toimib selle katte all, või kas see on ise eraldi kauplemisplatvorm või -süsteem, kuigi nende mõlema korraldaja on sama.

61. Kolmas täpsustus puudutab apellantidest äriühingute tunnuseid. Robeco fondid on väärtpaberitesse ühiseks investeeringuks loodud ettevõtjad (eurofondid), millele kohaldatakse direktiivi 2009/65/EÜ.[29] Selle artikli 1 lõike 2 järgi on eurofondid ettevõtjad: a) kelle ainus eesmärk on avalikkuselt saadud kapitali ühine investeerimine artikli 50 lõikes 1 osutatud vabalt võõrandatavatesse väärtpaberitesse ja/või muudesse likviidsetesse finantsvaradesse ning mis tegutsevad riski hajutamise põhimõttel, ja b) kelle osakud ostetakse või võetakse tagasi osakuomanike nõudmisel otse või kaudselt nende ettevõtjate varast.

62. Konkreetsemalt on Robeco fondid vastavalt direktiivi 2009/65 artikli 1 lõikele 3 lepingulise fondina asutatud avalikud ja avatud eurofondid (fondivalitseja juhitavad lepingulised fondid). Avatud investeerimisfondide tegevuseks on „avalik vahendite kaasamine, nende ühine investeerimine ja juhtimine, sellest investeerimisest tulenevate riskide ja tulemi jagamine ning eurofondi poolt vastutasu pakkumine oma osanikele või liikmetele".[30]

63. Robeco fondid tegelevad Euronexti juhitud EFSi süsteemi kasutades organiseeritult, sageli ja süsteemselt investorite raha kaasamisega ja seepärast tuleb EFSi põhimõtteliselt käsitada kauplemiskohana. Määruse nr 1287/2006 artikli 2 punktis 8 on „reguleeritud turg, mitmepoolne kauplemissüsteem või oma ülesannetes tegutsev kliendi korralduste ühingusisene täitja ja, kui see on asjakohane, siis reguleeritud turu või mitmepoolse kauplemissüsteemiga samalaadsete ülesannetega süsteem väljaspool ühendust".

64. Arvestades EFSi süsteemi tunnuseid, mis on eelotsusetaotluses esitatud, näib, et selle ja selles tegutsevate Robeco fondide tegevus on finantsinstrumentidega organiseeritult, sageli ja süstemaatiliselt kauplemine.

25 Kohtuotsus, 22.3.2012 (C-248/11, EU:C:2012:166, punkt 54).

26 Liikmesriigi koostatud loetellu kandmine, mida ei ole MiFID I direktiivi artikli 4 lõike 1 punkti 14 määratluses ette nähtud, oli aga küll mõiste „reguleeritud turg" üks element vastavalt artikli 1 punktile 13 nõukogu 10. mai 1993. aasta direktiivis 93/22/EMÜ väärtpaberiturul pakutavate investeerimisteenuste kohta (EÜT 1993, L 141, lk 27; ELT eriväljaanne 06/02, lk 43), mis tunnistati MiFID I direktiiviga kehtetuks alates 1. novembrist 2007.

27 Kohtuotsus, 22.3.2012, Nilaş jt (C-248/11, EU:C:2012:166, punktid 44–46).

28 *Ibidem*, punktid 42 ja 43.

29 Euroopa Parlamendi ja nõukogu 13. juuli 2009. aasta direktiiv vabalt võõrandatavatesse väärtpaberitesse ühiseks investeeringuks loodud ettevõtjaid (eurofondid) käsitlevate õigus- ja haldusnormide kooskõlastamise kohta (ELT 2009, L 302, lk 32).

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

65. Kui see on nii, peaks EFS põhimõtteliselt olema ühte tüüpi MiFID I direktiivis käsitletud kauplemissüsteemidest, nimelt reguleeritud turg, mitmepoolne kauplemissüsteem või kliendi korralduste ühingusisene täitja (välja arvatud juhul, kui tegu on ühega OTC kauplemisplatvormidest, mis jäid nendest kolmest kategooriast välja ja mis tuleks MiFID II direktiivi alusel liigitada uut tüüpi kauplemiskohaks, s.o organiseeritud kauplemissüsteemiks).

66. Kuigi liikmesriigi kohus küsib ainult, kas EFS on reguleeritud turg, pean vajalikuks, et Euroopa Kohus valgustaks teda MiFID I direktiivi teist tüüpi kauplemissüsteemide osas, et ta hindaks, kas EFS võiks olla otseselt või teise võimalusena mõni neist.

67. See analüüs on oluline seepärast, et kui EFS ei ole reguleeritud turg, saab eelotsusetaotluse esitanud kohus võib-olla kaaluda, kas see on mitmepoolne kauplemissüsteem või kliendi korralduste ühingusisene täitja, ning kindlaks määrata, kas Madalmaade õiguses ette nähtud teavitamiskohustused (seoses turu kuritarvitamise kontrollimist käsitlevate normidega) on kohaldatavad ka nende teist tüüpi kauplemissüsteemide suhtes, nii et need õigustavad vaidlusaluste tasude nõudmist AFMi poolt.

1. Reguleeritud süsteemide puhul nõutavad üldtingimused

68. MiFID I direktiivi artikli 4 lõike 1 punktis 14 sätestatud määratlusest tuleneb, et finantsinstrumentidega kauplemise süsteem peab selleks, et seda käsitada reguleeritud turuna, vastama järgmistele tingimustele:

– peab olema mitmepoolne, mitte kahepoolne kauplemissüsteem, mida korraldab turu korraldaja, kes kaupleb ostjatest ja müüjatest sõltumatu kolmanda isikuna;

– peab süsteemi sees kokku viima või võimaldama kokku viia mitmete kolmandate isikute erinevaid finantsinstrumentide ostu ja müügi huve;

– selle reeglite või süsteemide alusel kauplemisele lubatud finantsinstrumentidega tehtavad tehingud peavad võimaldama sõlmida lepinguid;

– peab toimima vastavalt mittediskretsionaarsetele eeskirjadele;

– sellel peab olema halduslik tegevusluba, mille riigi finantsjärelevalveasutused annavad, kui platvorm töötab regulaarselt kooskõlas MiFID I direktiivi III jaotisega.[31]

69. Eelotsusetaotluse esitanud kohtus ei ole vaidlust selles, et EFS vastab mõnele nendest tingimustest, nimelt:

– EFSi juhib turu korraldaja, Euronext, ja see toimib platvormina mittediskretsionaarsete eeskirjade järgi (konkreetselt juhendi Euronext Fund Service Trading Manual ja hiljem juhendi Trading Manual for the NAV Trading Facility järgi).

– Tehingute tulemusel, mida investorid ja investeerimisühingud EFSis teevad, sõlmitakse investorite ja nende ühingute vahel lepingud, kusjuures ei ole vahet, kas need lepingud sõlmitakse süsteemi sees või selle väliselt.

31 MiFID I direktiivi artikli 36 lõike 1 esimese lõigu alusel antakse reguleeritud turu tegevusluba üksnes neile süsteemidele, mis vastavad selle direktiivi III jaotise sätetele. Euroopa Kohus on otsustanud, et kuna „sama direktiivi artiklis 47 nimetatud loetelusse kandmine peab vältimatult toimuma pärast tegevusloa andmist, ei saa see loogiliselt olla üks tegevusloa andmise tingimustest“. (kohtuotsus, 22.3.2012, Nilaş jt, C-248/11, EU:C:2012:166, punkt 53).

– Lõpuks toimib EFS alates selle loomisest 2007. aastal „regulaarselt“ reguleeritud turu Euronext Amsterdam raames, mida korraldab Euronext kooskõlas MiFID I direktiivi III jaotise eeskirjadega. Kuigi seda asjaolu tuleb – nagu ma juba märkisin – kontrollida liikmesriigi kohtul, näivad tema eelotsusetaotluses esitatud, nagu ka enamiku poolte antud andmed [32] kinnitavad, et EFS tegutseb halduslíku tegevusloa alusel, mille on andnud AFM Euronextile tegutsemiseks reguleeritud turuna. [33]

70. Vaidlus piirdub seega ülejäänud nõutavate tingimustega, st süsteemi mitmepoolsusega ja võimalusega, et selles saab vastavusse viia mitme kolmanda isiku erinevaid ostu- ja müügihuve kauplemisele lubatud finantsinstrumentide suhtes. Eelotsusetaotluse esitanud kohus ja Robeco fondid nimetavad lisaks veel teisi mõiste „reguleeritud turg“ elemente, mis ei ole MiFID I direktiivi sõnastuses ette nähtud ja mida ma samuti analüüsin.

2. Mitmepoolsuse tingimus reguleeritud turgudel

71. MiFID I direktiivi põhjenduses 6 on välja toodud liidu seadusandja kavatsus eristada mitmepoolseid ja kahepoolseid finantsinstrumentidega kauplemise süsteeme. Selles on kinnitatud, et mõistete „reguleeritud turg“ ja „kliendi korralduste ühingusisene täitja“ määratlusest „tuleks välja jätta kahepoolsed süsteemid, kui investeerimisühing asub kauplema enda nimel, mitte riskivaba osapoolena ostja ja müüja vahel“.

72. Kuigi MiFID I direktiivis ei ole mitmepoolseid süsteeme määratletud, usun, et võib olla kohane kasutada MiFID II direktiivi, milles need on määratletud artikli 4 lõike 1 punktis 19: „mitmepoolne süsteem [on] süsteem või rakendus, mis võimaldab viia süsteemis kokku mitme kolmanda isiku omandamis- ja võõrandamishuvid seoses finantsinstrumentidega“.

73. Neid mõlemat õigusakti arvestades, olen seisukohal, et finantsinstrumentidega kauplemise süsteem on mitmepoolne siis, kui selles kauplevad vastastikku mitmed investorid, et osta ja müüa finantsinstrumente, ja on üks riskivaba osapool (platvormi korraldaja), kes tegutseb nende investorite vahendajana, et tagada süsteemi parem toimimine.

74. Kuigi MiFID I direktiivis ei ole ka kahepoolsete kauplemissüsteemide õiguslikku määratlust, on selle direktiivi põhjenduses 6 kinnitatud, et need on süsteemid, kus „investeerimisühing asub kauplema enda nimel, mitte riskivaba osapoolena ostja ja müüja vahel“. MiFID I direktiivi artikli 4 lõike 1 punktis 6 on selgitatud, et „kauplemine omal kulul“ on „kauplemine endale kuuluva kapitali arvel, mille tulemuseks on tehingute sõlmimine ühe või mitme finantsinstrumendiga“. Seega on kahepoolsetele kauplemissüsteemidele iseloomulik, [34] et nendes kauplevad investorid finantsinstrumentidega otse investeerimisühinguga, kes kaupleb enda nimel ja oma kapitali riskil, ilma ühegi kolmanda isiku vahenduseta.

75. Finantsinstrumentidega kauplemise platvormi mitmepoolsust eristada võimaldavad tingimused on seega kokkuvõttes järgmised: a) mitme investori osalemine finantsinstrumentide ostmiseks ja müümiseks ja b) riskivaba osapoole (korraldaja) olemasolu, kes tegutseb eri investorite vahendajana, et tagada platvormi nõuetekohane toimimine.

32 AFM teatab, et Euronext Amsterdam N.V. esitas eelotsusetaotluse esitanud kohtule kirja, mis kinnitab, et EFS on reguleeritud turg, ja milles on märgitud, et kõik nende riikide järelevalveasutused, kus Euronext reguleeritud turge korraldab (peale Madalmaade, Prantsusmaa, Ühendkuningriik, Belgia ja Portugal), olid samal arvamusel.

33 Robeco fondid täpsustasid kohtuistungil, et see asjaolu esineb alles alates 2012. aastast, kui AFM hakkas EFSi liigitama reguleeritud turuks ja nõudma temalt vaidlusaluste tasude maksmist.

34 Euroopa väärtpaberituru reguleerijate komitee (CESR) märkis, et väljendiga „mitmepoolsed süsteemid“ tahetakse välistada kahepoolsed süsteemid ja et need viimati nimetatud on „süsteemid, kus individuaalne üksus osaleb igas süsteemi sisestatud kauplemistehingus enda nimel, mitte ostja ja müüja vahelise riskivaba osapoolena. Seevastu süsteemi, kus mitmed osalejad (näiteks turuloojad) kauplevad süsteemi sisestatud korralduste osapooltena, käsitatakse mitmepoolse süsteemina“ (CESR dokumendi Standards for Alternative Trading Systems, CESR/02-086b, juuli 2002, (http://www.esma.europa.eu/system/files/l-02_086b.pdf) punkt 13).

76. Nüüd tuleb punktides 55–67 väljendatud reservatsioonidega kontrollida, kas niisugune üksus nagu EFS vastab kõnealustele tingimustele.

77. Robecco fondid argumenteerivad oma seisukohtades, et EFSi süsteem on kahepoolne. Nende arvates on see avatud investeerimisfondides omatavate osakute turustamise kanal. Investorid saavad võtta nende fondidega ühendust kas otse või EFSi süsteemi kaudu. Viimasel juhul võtavad ostu- ja müügikorraldusi oma klientidelt vastu maaklerid ehk vahendajad ja edastavad need investeerimisfondide fondivalitsejatele, kes kauplevad EFSis. Nende sõnul on EFSi kasutamise eeliseks investorite jaoks see, et see süsteem võimaldab juurdepääsu suurele hulgale investeerimisfondidele ja korralduste edastamine on tõhusam. Robeco ütluste kohaselt kohtuistungil on EFS väikeinvestorite poolt kõige enam kasutatav vahend avatud investeerimisfondide osakute omandamiseks, samas kui suurinvestorid kasutavad otsekauplemist.

78. Tema sõnul on EFS seega kahepoolne avatud investeerimisfondides osakute ostu ja müügi korralduste edastamise süsteem, milles maaklerid ei kauple omavahel ja suhtlevad ainult fondide fondivalitsejatega. Iga fondivalitseja tegutseb oma fondi nimel ega vii omandiväärtpaberite ostu ja müügi korraldusi omavahel kokku, vaid arveldab need. Antakse ainult korraldusi, mille tulemusel tehakse tehinguid esmasturul.

79. Arvan siiski, et need argumendid ei ole piisavad selleks, et välistada EFSi süsteemi mitmepoolsust.

80. Nagu rõhutavad AFM ja komisjon, on EFSi süsteemis korraldaja (Euronext Amsterdam N.V.), kes edastab fondivalitsejatele investorite ostu- ja müügikorraldused, mille on esitatud maaklerid. Ühtede (maaklerid) ja teiste (fondivalitsejad) vahelistes tehingutes toimib Euronext kui EFSi korraldaja kolmanda isikuna. Ta korraldab seda kauplemisplatvormi mittediskretsionaarselt, juhindudes juhendist Euronext Fund Service Trading Manual.

81. Maaklerid ja fondivalitsejad võivad kahtlemata teha oma tehinguid kahepoolselt, mis ei takista pidada EFSi mitmepoolseks süsteemiks, kohe kui selles osaleb turukorraldajana kolmas isik (Euronext), kes annab kauplemisele kindluse, läbipaistvuse ja suurema investorite kaitse. See seletab, et avatud investeerimisfondidesse investeerivad väikeinvestorid on peamised EFSi süsteemi kasutajad. Suurinvestoritel on vajalikud teadmised, et ennast ise kaitsta.

82. Euronexti osalemine võimaldab fondidel investoreid kaasata kergemini kui siis, kui nad kasutaksid ainult kahepoolset kauplemist. Euronext Amsterdam asutas EFSi 2007. aastal [35] nimelt tihedas koostöös AFMiga ja Madalmaade investeerimisfondide esindusühendusega. Euronext kinnitas, et uue EFSi mudeli peamine eelis investoritele oli see, et see toimib kui „*a clearly regulated market*“. [36]

83. Kui investorid või nende maaklerid ostaksid ja müüksid osakuid avatud investeerimisfondi fondivalitsejatega otse, väljaspool EFSi, siis oleks tegu kahepoolse kauplemissüsteemiga, mis esineks kliendi korralduste ühingusisese täitja kujul (kui kauplemine toimub pidevalt, sageli ja süstemaatiliselt) või OTC kauplemine, millele MiFID I direktiivi ei kohaldata (kui see kauplemine on ainult juhutine). Näib, et käesolevas asjas see nii ei ole.

84. EFSi mitmepoolne olemus ilmneb lisaks selles, et Euronext osaleb selles süsteemis korraldajana, kes ei kauple enda nimel ega riski oma kapitaliga. Veelgi enam, Euronextil on keelatud ühingute osakuid osta või vastavusse viia, selleks et säiliks tema sõltumatus ja erapooletus, mis võimaldavad tal edastada AFMile kauplemiseelset ja -järgset teavet EFSi süsteemis tehtud tehingute kohta, kooskõlas MiFID I direktiivi nõuetega.

35 Euronext kavatseb oma EFSi süsteemi laiendada Prantsusmaale, arendades Pariisi börsiturul tegutsenud avatud investeerimisühingute jaoks välja mitmepoolse platvormi, mille nimeks saab samuti Euronext Fund Services ja mida hakkab korraldama Euronext Paris. Vt teave Euronexti väljaandes *Expansion of Euronext Fund Services to include open-end funds on Euronext Paris*, Info-Flash, 24. juuli 2015.

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

3. Mitme kolmanda isiku müügi- ja ostuhuvide ristumise nõue reguleeritud turgudel

85. Teine mõiste „reguleeritud turg“ element, mis tekitab eelotsusetaotluse esitanud kohtule raskusi, on nõue, et kolmandate isikute müügi- ja ostuhuvid peavad ristuma.

86. Robeco fondid väidavad, et EFSis on ainult maakleri ja fondivalitseja vahelised kahepoolsed suhted, mille tulemusel ostetakse või müüakse osakuid. Seega fondivalitsejate omavahelist või maaklerite omavahelist lävimist ei toimu.

87. Ka see argument ei ole minu jaoks veenev. Nagu väidab Ühendkuningriigi valitsus, kohtuvad EFSi süsteemis eri fondide fondivalitsejad paljude investoreid esindavate maakleritega. Maaklerid võivad valida, milliseid tehinguid nad ühe või teise fondi fondivalitsejatega teevad, ja need fondivalitsejad võivad omakorda kaubelda paljude investorite maakleritega. Seepärast toimub mitme kolmanda isiku ostu- või müügihuvide ristumine või omavahel kokkuviimine, mis on reguleeritud turule või mitmepoolsele finantsinstrumentidega kauplemise platvormile omane tunnus.

88. EFS ei ole lihtsalt korralduste edastamise *infokanal*. See on süsteem, milles kaubeldakse finantsinstrumentidega (avatud investeerimisfondide osakud) ja mille tegevus toimub kooskõlas eeskirjadega, mille on süsteemikorraldaja, Euronext, kehtestanud *kauplemisjuhendis*.[37]

89. See lävimine ei ole kahepoolsetes kauplemissüsteemides (nagu kliendi korralduste ühingusisene täitja) lubatud. Seepärast on MiFID II direktiivi põhjenduses 17, mida võib vaatamata sellele, et see ei ole kehtiv, kasutada tõlgendamiselemendina, sätestatud, et „[k]ui kauplemiskohad on vahendid, mille puhul viiakse kokku mitme kolmanda isiku omandamis- ja võõrandamishuvid, siis kliendi korralduste süsteemsel täitjal ei tohiks lubada kauplemiskohtadega sarnaselt toimides kolmandate isikute omandamis- ja võõrandamishuve kokku viia“.

90. Tuleb arvesse võtta, et avatud investeerimisfond on eurofond, mille ülesanne on – nagu ma juba märkisin – avalikkuselt vahendite kaasamine eesmärgiga neid ühiselt investeerida ja hallata, hajutades nii riske ja jagades selle investeeringu tulu selle osaliste vahel, kes võivad sel viisil saada oma investeeringutest tulu, võttes vähem riske.

91. Avatud investeerimisfondi jaoks on määrava tähtsusega osanikelt kapitali kaasamine ja just seda püüdsidki Madalmaade fondid niisuguse organiseeritud kauplemissüsteemi loomisega nagu EFS. Selle eesmärk on soodustada ühelt poolt fondide müügi- ja ostuhuvide, mida esindavad nende fondivalitsejad, ja teiselt poolt nende fondide osakute ostmisest või müümisest huvitatud, EFSis oma maaklerite esinduses kauplevate investorite huvide ristumist. Võrreldes OTC kauplemissüsteemidega või kliendi korralduste ühingusiseselt täitjatega annab EFS kaheldamatu eelise avatud investeerimisfondide osakute suhtes ostu- ja müügihuvide ristumise soodustamiseks.

92. Lisaks, kui Robeco fondid jätkavad oma osakute turustamist kahepoolse kauplemise teel, nagu tunnistas nende kaitsja kohtuistungil, siis ei mõista ma, kuidas saaks kvalifitseerida kahepoolseks ka niisugust kauplemissüsteemi, milles sekkub Euronext. Kolmanda isiku tegutsemine sõltumatu korraldajana vastandina kahepoolsele kauplemisele toob minu arvates esile, et EFS on mitmepoolne süsteem, millega püüti soodustada mitme kolmanda isiku ostu- ja müügihuvide kokkuviimist avatud investeerimisfondide osakutega kauplemiseks.

37 Eespool nimetatud juhend *Euronext Investment Fund Services Trading Manual*, mis asendati hiljem juhendiga *Trading Manual for the NAV Trading Facility*.

4. Mõiste „reguleeritud turg“ muud võimalikud elemendid

93. Eelotsusetaotluse esitanud kohus ja Robeco fondid nimetasid veel teisi elemente, mis nende hinnangul iseloomustavad reguleeritud turge. Need on: a) kauplemissüsteemis kasutatav hinnakujundusmehhanism; b) süsteemi esmasus ja c) turu kuritarvitamise riskide esinemine või mitte. Nad on seisukohal, et nende elementide kohaldamine EFSi suhtes kinnitab, et see on kahepoolne süsteem, mitte mitmepoolne finantsinstrumentidega kauplemise platvorm.

94. Märgin juba ette ära, et ühtegi nendest elementidest ei ole MiFID I direktiivi artikli 4 lõike 1 punktis 14 antud mõiste „reguleeritud turg“ määratluses ette nähtud ja minu arvates ei tulene need sellest ka vaikimisi, mistõttu ei tule neid arvesse võtta selleks, et välja selgitada, kas niisugune platvorm nagu EFS on või ei ole reguleeritud turg.

95. Esimese teguri kohta selgitab eelotsusetaotluse esitanud kohus, et EFSis tehakse tehinguid tulevaste hindade kindlaksmääramise alusel, st pärast *cut-off-time*'i kehtivate kursside põhjal arvestatud varade puhasväärtuse alusel.[38] Robeco fondide sõnul ei toimu see EFSis tehinguhinna kindlaksmääramine platvormil kaubeldavate finantsinstrumentide pakkumise ja nõudluse seaduse järgi, mis peaks reguleeritud turul alati kehtima.

96. MiFID I direktiivis ei ole siiski sätestatud reguleeritud turge eristava elemendina ühtegi erinevatest hinnakujundusviisidest. See tegur ei ole seega oluline selleks, et kindlaks määrata, kas selle direktiivi kohaselt EFS on või ei ole reguleeritud turg.

97. Seda kinnitavad MiFID I direktiivi artikli 29 lõige 2 ja artikli 44 lõige 2, mis on rakendatud määruse nr 1287/2006 artikliga 18, milles on ette nähtud võimalus teha mitmepoolsete kauplemissüsteemide ja reguleeritud turgude puhul, mille hinnad määratakse kindlaks muude mehhanismidega kui platvormil kaubeldavate finantsinstrumentide pakkumise ja nõudlusega, kauplemiseelse läbipaistvuse kohustustest erandeid. Kui erand on lubatud, siis loogiliselt seepärast, et võib olemas olla teistsuguste hinnakujundusmehhanismidega reguleeritud turge.

98. Lisaks on kohtuistungil AFMi esitatud andmete kohaselt hinnakujunduses EFSis küll osakute pakkumisel ja nõudlusel teatav põhiroll. Kui ühe ühingu osakute nõudlus ja pakkumine langevad kokku, siis selle ühingu fondivalitseja arveldab need, aga kui nõudlus on pakkumisest suurem, maksavad investorid osakute pealt lisaprotsendi; vastupidisel juhul tehakse neile hinnaalandust. Avatud investeerimisfondi osakute suurem pakkumine või nõudlus sõltub finantsinstrumentide turgudel nende tehtud investeeringute tulemustest.

99. Teine tegur, mida nimetavad eelotsusetaotluse esitanud kohus ja Robeco fondid, on selle turu esmasus, kus avatud investeerimisfondide osakud emiteeritakse ja märgitakse, kuid ei toimu nende finantsinstrumentidega järelturu kauplemist.

100. MiFID I direktiivi mõiste „reguleeritud turg“ määratlus ei sisalda aga mingit viidet sellele elemendile (ega ka mitmepoolse kauplemissüsteemi määratlus). Lisaks, nagu kinnitab komisjon, on reguleeritud turul võimalik nii finantsinstrumentide algne turulelaskmine (esmasturu tehing) kui ka hiljem nendega järelturu kauplemine.[39] Seepärast ei takista asjaolu, et investeerimisfondide osakute emissiooni ja märkimise suhtes ei toimu hiljem kauplemist, seda, et EFS on reguleeritud turg.

38 Vt mehhanismi üksikasjalik ülevaade käesoleva ettepaneku punktis 31.

39 Moloney' järgi mõiste „reguleeritud turg“ „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. trükk, Oxford University Press, Oxford, 2014, lk 463).

101. Peale selle, nagu märgib Ühendkuningriigi valitsus, käsitleb määrus (EL) nr 1031/2010 [40] kasvuhoonegaaside saastekvootide enampakkumisi, mis on esmasturu finantsinstrumendiga kauplemistehing. Selle artikli 35 lõikes 1 on sätestatud: „Enampakkumisi viiakse läbi enampakkumisplatvormil, kellele lõike 4 teises lõigus osutatud riiklikud pädevad asutused on andnud lõike 5 kohaselt reguleeritud turu tegevusloa“. Selle normiga on seega sõnaselgelt lubatud, et vastavalt MiFID I direktiivi tingimustele reguleeritud turul tehakse esmasturgude tehinguid.

102. Lõpuks väidavad Robeco fondid ja eelotsusetaotluse esitanud kohus kordab nende väidet, et EFSi süsteemis peaaegu ei ole turu kuritarvitamise riske ja et seega ei annaks selle süsteemi lugemine reguleeritud turuks (koos sellega kaasneva kohustusega edastada teavet investeerimisfondide juhtide tegevuse kohta) investorite kaitsele midagi juurde.

103. Arvan siiski, et ka selle argumendiga ei saa nõustuda. Ühelt poolt ei ole MiFID I direktiivi mõiste „reguleeritud turg“ määratluse elementide hulgas suuremat või väiksemat turuga manipuleerimise võimalust. Teiselt poolt lükkas AFM (minu arvates põhjendatult) ümber Robeco põhiseisukoha, kinnitades turu kuritarvitamise või siseinfoga kaubitsemise võimalikkust niisugustes süsteemides nagu EFS.

104. Konkreetselt tõi AFM näiteid, kus investeerimisfondide osakutega kauplemisel on esinenud neid õigusvastaseid tegusid. Juhtudel, nagu olulise juhi lahkumine investeerimisfondist, võib tegu olla siseinfoga ja see võib viia turu kuritarvitamiseni, mis mõjutab osakute väärtust, [41] mis võib juhtuda ka otsuste puhul, nagu avatud investeerimisfondi muutmine kinniseks eurofondiks.

105. Põhikohtuasjale *ratione temporis* kohaldatava direktiivi 2003/6 artiklis 9 oli ette nähtud kohustus edastada teavet ainult niisuguste ühingute juhtide kohta, mis kauplevad instrumentidega, mis on lubatud reguleeritud turgudel, sest see oli ainus nimetatud direktiivi vastuvõtmise ajal olemas olnud organiseeritud kauplemissüsteemi tüüp. Hiljem – nagu ma juba selgitasin – loodi MiFID I direktiiviga mitmepoolsed kauplemissüsteemid ja MiFID II direktiiv näeb ette organiseeritud kauplemissüsteemide asutamise organiseeritud mitmepoolsete kauplemissüsteemidena. Nende õigusnormide süstemaatilisest tõlgendamisest saab järeldada, et kohustusi edastada järelevalveasutustele teavet, et takistada õigusvastast siseinfo kuritarvitamist (direktiivi 2003/6 artikkel 6) tuli kohaldada ka finantsinstrumentidega organiseeritud kauplemise uute, pärast 2003. aastat vastu võetud liidu õigusnormides sätestatud süsteemide eest vastutavate isikute suhtes. Seda tõlgendust kinnitab täiel määral uus määrus (EL) nr 596/2014. [42]

106. Tõlgendus, mille ma välja pakun, et EFSi tunnustega kauplemissüsteemi tuleb MiFID I direktiivi kohaselt lugeda reguleeritud turuks, on kooskõlas selle direktiivi eesmärgiga.

40 Komisjoni 12. novembri 2010. aasta määrus Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2003/87/EÜ (millega luuakse ühenduses kasvuhoonegaaside saastekvootidega kauplemise süsteem) kohase kasvuhoonegaaside saastekvootide enampakkumise ajastamise, haldamise ja muude aspektide kohta (ELT 2010, L 302, lk 1).

41 Pimco fondide juhi lahkumise tõttu 2014. aastal võeti välja 3700 miljonit eurot (https://www.ft.com/content/56aa4284-4fc1-11e4-a0a4-00144feab7de). Märkimisväärne mõju oli ka fondi Ignis Asset Management juhi ülemineku 2014. aasta lõpul fondi Old Mutual Global Investors ja fondide Bestinver Asset Management juhi väljumine (http://www.expansion.com/2014/09/23/mercados/fondos/1411459605.html).

42 Euroopa Parlamendi ja nõukogu 16. aprilli 2014. aasta määrus (EL) nr 596/2014, mis käsitleb turukuritarvitusi (turukuritarvituse määrus) ning millega tunnistatakse kehtetuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/6/EÜ ja komisjoni direktiivid 2003/124/EÜ, 2003/125/EÜ ja 2004/72/EÜ (ELT 2014, L 173, lk 1). Selle põhjendus 8 on sõnastatud järgmiselt: „[d]irektiivi 2003/6/EÜ reguleerimisala keskendus finantsinstrumentidele, millega on lubatud kaubelda reguleeritud turul või mille kohta on esitatud sellisel turul kauplemisele võtmise taotlus. Viimastel aastatel kaubeldakse finantsinstrumentidega siiski üha enam mitmepoolsetes kauplemissüsteemides. Samas kaubeldakse teatavate finantsinstrumentidega üksnes muud liiki organiseeritud kauplemissüsteemides või ainult börsiväliselt. Seetõttu peaks käesoleva määruse kohaldamisala hõlmama kõiki finantsinstrumente, millega kaubeldakse reguleeritud turul, mitmepoolsetes kauplemissüsteemides või organiseeritud kauplemissüsteemides, ja muud käitumist või tegevust, mis võib mõjutada finantsinstrumente, olenemata sellest, kas see toimub kauplemiskohas. […] See peaks tugevdama investorite kaitset, säilitama turu terviklikkuse ja tagama, et selliste instrumentide puhul on turukuritarvitus sõnaselgelt keelatud.“

107. MiFID I normistiku eesmärk, mida hiljem toetas direktiiv MiFID II, oli nimelt kehtestada regulatsiooni ja kontrolli eri kauplemissüsteemide suhtes, mis on juurde tulnud, jättes sellest välja ainult kahepoolse ja juhupõhise finantsinstrumentidega kauplemise.[43] Igasugune organiseeritud kujul kauplemine peab seega kuuluma ühe MiFID I normides ja, pärast 3. jaanuarit 2018 MiFID II normides, ette nähtud mitmepoolse või kahepoolse süsteemi alla.[44] Sel viisil soodustatakse nõuetekohasemat konkurentsi eri kauplemissüsteemide vahel, ilma riskita, et ettevõtjad, kes soovivad järelevalveasutuste kontrollidest kõrvale hoida, arendavad välja OTC kauplemissüsteemid. Kui MiFID I direktiivi mõistet „reguleeritud turg“ tõlgendada nii, et sellest jäetakse välja niisugused kauplemisplatvormid nagu EFS, milles investorid kauplevad avatud investeerimisfondidega, töötaks vastu liidu seadusandja eesmärkidega selles sektoris.

IV. Ettepanek

108. Eespool öeldut arvestades teen Euroopa Kohtule ettepaneku vastata College van beroep voor het bedrijfsleveni (teise astme halduskohus majandusküsimustes, Madalmaad) eelotsuse küsimusele järgmiselt:

Mitmepoolne finantsinstrumentidega kauplemise organiseeritud süsteem, milles viiakse investorite ostu- ja müügihuvid kokku maaklerite ja avatud investeerimisfondide kaudu, mida esindavad nende fondivalitsejad, sõltumatu korraldaja kontrolli all, tuleb kvalifitseerida reguleeritud turuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu 21. aprilli 2004. aasta direktiivi 2004/39/EÜ finantsinstrumentide turgude kohta, millega muudetakse nõukogu direktiive 85/611/EMÜ ja 93/6/EMÜ ning Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2000/12/EÜ ja tunnistatakse kehtetuks nõukogu direktiiv 93/22/EMÜ artikli 4 lõike 1 punkti 14 tähenduses.

43 Selle kohta on MiFID II direktiivi artikli 1 lõikes 7 kinnitatud: „Iga mitmepoolne finantsinstrumentide süsteem peab toimima vastavalt II jaotisele (mitmepoolsete või organiseeritud kauplemissüsteemide puhul) või III jaotisele (reguleeritud turgude puhul). Iga investeerimisühing, kes kaupleb organiseeritult, järjepidevalt, süsteemselt ja arvestatavas mahus oma arvel, täites kliendi korraldusi väljaspool reguleeritud turgu, mitmepoolset kauplemissüsteemi ja organiseeritud kauplemissüsteemi, tegutseb vastavalt määruse (EL) nr 600/2014 III jaotisele. Ilma et see mõjutaks määruse (EL) nr 600/2014 artiklite 23 ja 28 kohaldamist, peaksid kõik esimeses ja teises lõigus osutatud finantsinstrumentide tehingud, mida ei sõlmita mitmepoolses süsteemis või kliendi korralduste süsteemse täitja kaudu, olema kooskõlas määruse (EL) nr 600/2014 III jaotise asjaomaste sätetega“.

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, lk 285.