Συλλογή της Νομολογίας

ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΤΟΥ ΓΕΝΙΚΟΥ ΕΙΣΑΓΓΕΛΕΑ
M. CAMPOS SÁNCHEZ-BORDONA
της 26ης Απριλίου 2017[1]

Υπόθεση 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
κατά
Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM)

[αίτηση του College van beroep voor het bedrijfsleven
(εφετείο εμπορικών υποθέσεων, Κάτω Χώρες)
για την έκδοση προδικαστικής αποφάσεως]

«Αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων – Πολυμερείς μηχανισμοί διαπραγματεύσεως – Έννοια της ρυθμιζόμενης αγοράς – Διαχειριστές οργανισμών επενδύσεων – Οργανισμοί επενδύσεων “ανοικτού τύπου” – Κατάχρηση αγοράς και χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών»

1. Τα συστήματα διαπραγματεύσεως χρηματοπιστωτικών μέσων εξελίχθηκαν με ιλιγγιώδεις ρυθμούς τα τελευταία χρόνια ως αποτέλεσμα της διαφοροποιήσεως των χρηματοοικονομικών προϊόντων που διατίθενται στην αγορά.

2. Η αναγκαιότητα παροχής κατάλληλης προστασίας στους επενδυτές, μειώσεως του κινδύνου και αυξήσεως της δημόσιας εποπτείας της λειτουργίας των οικείων αγορών, για τη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, επέβαλε τη βαθμιαία προσαρμογή των συστημάτων διαπραγματεύσεως. Στα παραδοσιακά χρηματιστήρια αξιών προστέθηκαν νέοι χώροι διαπραγματεύσεως, τόσο πολυμερείς όσο και διμερείς, όπου γίνεται χρήση κάθε είδους χρηματοπιστωτικών μέσων, από τα πιο απλά έως τα πιο εξειδικευμένα.

3. Ο νομοθέτης της Ένωσης ρύθμισε διεξοδικά τον συγκεκριμένο τομέα. Για τον σκοπό αυτό, και με ενίοτε δυσνόητη ορολογία, ανέπτυξε ως ιδιαίτερες έννοιες τις «ρυθμιζόμενες αγορές», τα «πολυμερή συστήματα χρηματοδοτήσεως», τους «μηχανισμούς οργανωμένης διαπραγματεύσεως» και τους «συστηματικούς εσωτερικοποιητές» (στο εξής: ΣΕ).

1 Γλώσσα του πρωτοτύπου: η ισπανική.

4. Με την παρούσα υπόθεση, παρέχεται στο Δικαστήριο η δυνατότητα να διευρύνει τη νέα ακόμη νομολογία του σχετικά με τα χαρακτηριστικά των συστημάτων διαπραγματεύσεως και ιδίως των οργανωμένων αγορών. Το αιτούν δικαστήριο ζητεί να διευκρινισθεί αν το σύστημα με την ονομασία Euronext Fund Service (στο εξής: EFS), το οποίο διαχειρίζεται η Euronext Amsterdam N.V.[2], αποτελεί ρυθμιζόμενη αγορά, λαμβανομένου υπόψη ότι σε αυτό αλληλεπιδρούν μόνο επενδυτές με οργανισμούς επενδύσεων «ανοικτού τύπου».

I. Το νομικό πλαίσιο

A. Το δίκαιο της Ένωσης

5. Οι διατάξεις οι οποίες ενδιαφέρουν κυρίως στην παρούσα υπόθεση περιέχονται στην οδηγία 2004/39/ΕΚ[3] (γνωστή ως «οδηγία MiFID I») και στους κύριους κανόνες εφαρμογής της, οι οποίοι είναι η οδηγία 2006/73/ΕΚ[4] και ο κανονισμός (ΕΚ) 1287/2006[5] (στο εξής: κανόνες MiFID I ή κανονιστικό πλαίσιο MiFID I). Θα πρέπει επίσης να ληφθεί υπόψη η οδηγία 2003/6/ΕΚ[6].

6. Το κανονιστικό πλαίσιο που αποτελείται από την οδηγία MiFID I και τους κανόνες εφαρμογής της υπέστη τις συνέπειες της χρηματοπιστωτικής κρίσεως του 2008, η οποία ανέδειξε ορισμένες αδυναμίες στη λειτουργία και στη διαφάνεια των χρηματοπιστωτικών αγορών. Επιπλέον, η εξέλιξη της τεχνολογίας επέβαλε την ενίσχυση του κανονιστικού πλαισίου και ιδίως των συστημάτων διαπραγματεύσεως, για την αύξηση της διαφάνειας αυτών, τη βελτίωση της προστασίας των επενδυτών, την ενίσχυση της εμπιστοσύνης, την αντιμετώπιση των μη ρυθμιζόμενων τομέων και τη διασφάλιση της εκχωρήσεως επαρκών εξουσιών στους εποπτικούς φορείς για την εκπλήρωση των καθηκόντων τους.

7. Ως εκ τούτου, το κανονιστικό πλαίσιο MiFID I, το οποίο τέθηκε σε ισχύ το 2007, θα αντικατασταθεί από τις 3 Ιανουαρίου 2018 με το κανονιστικό πλαίσιο MiFID II, το οποίο περιλαμβάνει ουσιαστικά την οδηγία 2014/65/ΕΕ[7] (στο εξής: οδηγία MiFID II) και τον κανονισμό (ΕΕ) 600/2014.[8] Καίτοι δεν έχει τεθεί ακόμη σε ισχύ και, προφανώς, δεν εφαρμόζεται στη διαφορά της κύριας δίκης, η οδηγία MiFID II περιέχει μερικές χρήσιμες κατευθυντήριες οδηγίες για την ερμηνεία των κανόνων MiFID I.

1. Οδηγία 2004/39

8. Στο άρθρο 1, παράγραφος 1, της οδηγίας MiFID I προβλέπεται ότι αυτή «εφαρμόζεται στις επιχειρήσεις επενδύσεων και στις ρυθμιζόμενες αγορές».

2 Η Euronext Amsterdam N.V. είναι διάδοχος του ιστορικού χρηματιστηρίου αξιών του Άμστερνταμ και λειτουργεί ως ρυθμιζόμενη αγορά.

3 Οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 21ης Απριλίου 2004, για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, για την τροποποίηση των οδηγιών 85/611/ΕΟΚ και 93/6/ΕΟΚ του Συμβουλίου και της οδηγίας 2000/12/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και για την κατάργηση της οδηγίας 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου (ΕΕ 2004, L 145, σ. 1).

4 Οδηγία της Επιτροπής, της 10ης Αυγούστου 2006, για την εφαρμογή της οδηγίας 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, όσον αφορά τις οργανωτικές απαιτήσεις και τους όρους λειτουργίας των επιχειρήσεων επενδύσεων, καθώς και τους ορισμούς που ισχύουν για τους σκοπούς της εν λόγω οδηγίας (ΕΕ 2006, L 241, σ. 26).

5 Κανονισμός της Επιτροπής, της 10ης Αυγούστου 2006, για την εφαρμογή της οδηγίας 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τις υποχρεώσεις τήρησης αρχείων για τις επιχειρήσεις επενδύσεων, τη γνωστοποίηση συναλλαγών, τη διαφάνεια της αγοράς, την εισαγωγή χρηματοπιστωτικών μέσων προς διαπραγμάτευση, καθώς και τους ορισμούς που ισχύουν για τους σκοπούς της οδηγίας αυτής (ΕΕ 2006, L 241, σ. 1).

6 Οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 28ης Ιανουαρίου 2003, για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς) (ΕΕ 2003, L 96, σ. 16).

7 Οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 15ης Μαΐου 2014, για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και την τροποποίηση της οδηγίας 2002/92/ΕΚ και της οδηγίας 2011/61/ΕΕ (ΕΕ 2014, L 173, σ. 349).

8 Κανονισμός του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 15ης Μαΐου 2014, για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και για την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 648/2012 (ΕΕ 2014, L 173, σ. 84).

9. Οι αιτιολογικές σκέψεις 2, 5, 6, 44 και 49 της οδηγίας έχουν ως εξής:

«(2) […] πρέπει να εξασφαλιστεί ο απαιτούμενος βαθμός εναρμόνισης που θα προσφέρει στους επενδυτές υψηλό επίπεδο προστασίας και θα επιτρέψει στις επιχειρήσεις επενδύσεων να παρέχουν τις υπηρεσίες τους σε όλη την Κοινότητα, ως ενιαία αγορά, βάσει της εποπτείας της χώρας καταγωγής […]

[…]

(5) […] Είναι απαραίτητο να αναγνωριστεί η εμφάνιση, παράλληλα με τις ρυθμιζόμενες αγορές, μιας νέας γενεάς οργανωμένων συστημάτων διαπραγμάτευσης, τα οποία θα πρέπει να υπαχθούν σε υποχρεώσεις που να διασφαλίζουν την αποτελεσματική και εύρυθμη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών […]

[…]

(6) Οι έννοιες της ρυθμιζόμενης αγοράς και του ΠΜΔ[9] θα πρέπει να οριστούν και οι ορισμοί αυτοί να εναρμονιστούν στενά μεταξύ τους ώστε να εκφράζουν το γεγονός ότι αμφότεροι οι όροι αντιπροσωπεύουν την ίδια λειτουργία οργανωμένης διαπραγμάτευσης. Οι ορισμοί θα πρέπει να εξαιρούν τα διμερή συστήματα στα οποία επιχείρηση επενδύσεων συμμετέχει στη συναλλαγή για ίδιο λογαριασμό και όχι ως αντισυμβαλλόμενος ο οποίος παρεμβάλλεται μεταξύ αγοραστή και πωλητή χωρίς να αναλαμβάνει κίνδυνο. Ο όρος "σύστημα" περιλαμβάνει όλες τις αγορές που αποτελούνται από σύνολο κανόνων και από χώρο συναλλαγών, καθώς και τις αγορές που λειτουργούν μόνο βάσει συνόλου κανόνων. Δεν υπάρχει υποχρέωση λειτουργίας "τεχνικού" συστήματος αντιστοίχησης των εντολών για τις ρυθμιζόμενες αγορές και τα ΠΜΔ. Οι αγορές που αποτελούνται μόνον από σύνολο κανόνων σχετικών με την ιδιότητα του μέλους, την εισαγωγή χρηματοπιστωτικών μέσων στη διαπραγμάτευση, τις συναλλαγές μεταξύ μελών, την υποβολή δηλώσεων, και –ανάλογα με την περίπτωση– τις υποχρεώσεις διαφάνειας αποτελούν ρυθμιζόμενες αγορές ή ΠΜΔ κατά την έννοια της παρούσας οδηγίας, οι δε συναλλαγές που πραγματοποιούνται στο πλαίσιο αυτών των κανόνων θεωρούνται πραγματοποιούμενες εντός των συστημάτων ρυθμιζόμενης αγοράς ή ΠΜΔ. Ο όρος "ενδιαφέρον για την αγορά και την πώληση" πρέπει να ερμηνευτεί με ευρεία έννοια και υποδηλώνει εντολές, ζεύγη εντολών και κάθε άλλη εκδήλωση ενδιαφέροντος. Η απαίτηση τα ενδιαφέροντα αυτά να "…συναντώνται στο εσωτερικό του συστήματος με κανόνες που δεν παρέχουν διακριτική ευχέρεια και τους οποίους καθορίζει ο διαχειριστής αγοράς" σημαίνει ότι η συνάντησή τους γίνεται με τους κανόνες του συστήματος ή με τα πρωτόκολλα ή τις εσωτερικές λειτουργικές διαδικασίες του (περιλαμβανομένων των διαδικασιών που είναι ενσωματωμένες σε λογισμικό Η/Υ). Η έκφραση "κανόνες που δεν παρέχουν διακριτική ευχέρεια" σημαίνει ότι οι κανόνες αυτοί δεν αφήνουν στην επιχείρηση επενδύσεων που διαχειρίζεται έναν ΠΜΔ καμία διακριτική ευχέρεια ως προς τον τρόπο αλληλεπίδρασης των εν λόγω ενδιαφερόντων. Οι ορισμοί απαιτούν την αντιστοίχηση των ενδιαφερόντων με τρόπο που να οδηγεί στην κατάρτιση σύμβασης, γεγονός που συνεπάγεται την εκτέλεση της συναλλαγής σύμφωνα με τους κανόνες του συστήματος ή με τα πρωτόκολλα ή τις εσωτερικές λειτουργικές διαδικασίες του συστήματος.

[…]

(44) Για να επιτευχθεί ο διττός στόχος της προστασίας των επενδυτών και της διασφάλισης της εύρυθμης λειτουργίας των αγορών κινητών αξιών, πρέπει να εξασφαλίζεται ότι οι συναλλαγές διενεργούνται πράγματι με διαφάνεια και ότι οι κανόνες που θεσπίζονται για το σκοπό αυτό εφαρμόζονται στις επιχειρήσεις επενδύσεων όταν δραστηριοποιούνται στις αγορές. Για να παρέχεται στους επενδυτές και τους συμμετέχοντες στην αγορά η δυνατότητα να αποτιμούν

9 Το αρκτικόλεξο ΠΔΜ σημαίνει στην οδηγία 2004/39 «πολυμερής μηχανισμός διαπραγματεύσεως».

ανά πάσα στιγμή τους όρους συγκεκριμένης συναλλαγής σε μετοχές, την οποία μελετούν, και να επαληθεύουν εκ των υστέρων τους όρους εκτέλεσής της, θα πρέπει να θεσπιστούν κοινοί κανόνες για τη δημοσίευση λεπτομερών πληροφοριών σχετικά με τις συναλλαγές σε μετοχές που ολοκληρώθηκαν, καθώς και την ανακοίνωση λεπτομερών πληροφοριών για τις τρέχουσες ευκαιρίες συναλλαγών σε μετοχές. Οι κανόνες αυτοί είναι αναγκαίοι για να εξασφαλισθεί η πραγματική ενοποίηση των αγορών μετοχών των κρατών μελών, η βελτίωση της αποτελεσματικότητας της συνολικής διαδικασίας διαμόρφωσης των τιμών των μετοχών και η διευκόλυνση της αποτελεσματικής τήρησης των υποχρεώσεων "βέλτιστης εκτέλεσης". Για το σκοπό αυτό απαιτείται ένα συνολικό καθεστώς διαφάνειας που θα εφαρμόζεται σε όλες τις συναλλαγές σε μετοχές ανεξάρτητα από το εάν εκτελούνται από επιχείρηση επενδύσεων σε διμερή βάση ή μέσω ρυθμιζόμενων αγορών ή ΠΜΔ. Οι βάσει της παρούσας οδηγίας υποχρεώσεις των επιχειρήσεων επενδύσεων να ανακοινώνουν τιμή αγοράς και πώλησης και να εκτελούν την εντολή στην ανακοινωθείσα τιμή δεν απαλλάσσουν τις επιχειρήσεις επενδύσεων από την υποχρέωση να προωθούν την εντολή σε άλλο τόπο εκτέλεσης, αν η εν λόγω εσωτερικοποίηση θα μπορούσε να εμποδίσει την επιχείρηση να συμμορφωθεί με τις υποχρεώσεις βέλτιστης εκτέλεσης.

[…]

(49) Η άδεια λειτουργίας ρυθμιζόμενης αγοράς θα πρέπει να καλύπτει όλες τις δραστηριότητες που σχετίζονται άμεσα με την αναγραφή, την επεξεργασία, την εκτέλεση, την επιβεβαίωση και την κοινοποίηση των εντολών από τη λήψη τους από τη ρυθμιζόμενη αγορά έως τη διαβίβασή τους για μετέπειτα οριστικοποίηση, καθώς και τις δραστηριότητες που σχετίζονται με την εισαγωγή χρηματοπιστωτικών μέσων προς διαπραγμάτευση. Θα πρέπει επίσης να καλύπτονται οι συναλλαγές που διενεργούνται μέσω ειδικών διαπραγματευτών διορισμένων από την ρυθμιζόμενη αγορά, στα πλαίσια των συστημάτων της και σύμφωνα με τους κανόνες που τα διέπουν. Δεν θεωρούνται διενεργούμενες στα πλαίσια των συστημάτων της ρυθμιζόμενης αγοράς ή του ΠΜΔ όλες οι συναλλαγές μελών ή συμμετεχόντων της ρυθμιζόμενης αγοράς ή του ΠΜΔ. Οι συναλλαγές, που διενεργούνται μεταξύ μελών ή συμμετεχόντων σε διμερή βάση και οι οποίες δεν πληρούν όλες τις προϋποθέσεις που έχουν θεσπιστεί για τις ρυθμιζόμενες αγορές ή τους ΠΜΔ βάσει της παρούσας οδηγίας, θα πρέπει να θεωρούνται ως συναλλαγές διενεργούμενες εκτός ρυθμιζόμενης αγοράς ή ΠΜΔ για τους σκοπούς του ορισμού των συστηματικών εσωτερικοποιητών (systematic internalisers). Στην περίπτωση αυτή, η υποχρέωση των εταιριών επενδύσεων να ανακοινώνουν δημόσια τα δεσμευτικά ζεύγη εντολών θα πρέπει να εφαρμόζεται, εφόσον πληρούνται οι προϋποθέσεις που επιβάλλει η παρούσα οδηγία.»

10. Στο άρθρο 4, παράγραφος 1, σημεία 7, 13, 14 και 15, της οδηγίας αναλύονται οι ακόλουθες έννοιες ως εξής:

«7) "συστηματικός εσωτερικοποιητής" (systematic internaliser): επιχείρηση επενδύσεων η οποία συναλλάσσεται κατά τρόπο οργανωμένο, συχνά και συστηματικά για ίδιο λογαριασμό εκτελώντας εντολές πελατών εκτός ρυθμιζόμενης αγοράς ή ΠΜΔ.

[…]

13) "διαχειριστής της αγοράς": πρόσωπο ή πρόσωπα που διευθύνουν ή/και εκμεταλλεύονται τις δραστηριότητες μιας ρυθμιζόμενης αγοράς. Διαχειριστής αγοράς μπορεί να είναι και η ίδια η ρυθμιζόμενη αγορά.

14) "ρυθμιζόμενη αγορά": πολυμερές σύστημα που το διευθύνει ή το εκμεταλλεύεται διαχειριστής αγοράς και το οποίο επιτρέπει ή διευκολύνει την προσέγγιση πλειόνων συμφερόντων τρίτων για την αγορά και την πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων –εντός του συστήματος και σύμφωνα με τους κανόνες του που δεν παρέχουν διακριτική ευχέρεια– κατά τρόπο καταλήγοντα στη σύναψη σύμβασης σχετικής με χρηματοπιστωτικά μέσα εισηγμένα προς διαπραγμάτευση βάσει των κανόνων και/ή των συστημάτων του, και το οποίο έχει λάβει άδεια λειτουργίας και λειτουργεί κανονικά σύμφωνα με τις διατάξεις του Τίτλου ΙΙΙ.

15) "πολυμερής μηχανισμός διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ)": πολυμερές σύστημα που το εκμεταλλεύεται επιχείρηση επενδύσεων ή διαχειριστής αγοράς και εντός του οποίου συναντώνται πλείονα συμφέροντα τρίτων για την αγορά και την πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων –εντός του συστήματος και σύμφωνα με κανόνες που δεν παρέχουν διακριτική ευχέρεια– κατά τρόπο καταλήγοντα στην σύναψη σύμβασης σύμφωνα με τις διατάξεις του Τίτλου ΙΙ».

2. Κανονισμός 1287/2006

11. Στο άρθρο 2, σημείο 8, του κανονισμού αυτού ο «τόπος διαπραγμάτευσης» ορίζεται ως «ρυθμιζόμενη αγορά, πολυμερής μηχανισμός διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ) ή συστηματικός εσωτερικοποιητής που ενεργεί με την ιδιότητα αυτή και, κατά περίπτωση, σύστημα εκτός Κοινότητας με λειτουργίες όμοιες με εκείνες μιας ρυθμιζόμενης αγοράς ή ενός ΠΜΔ».

12. Το άρθρο 5 του εν λόγω κανονισμού διευκρινίζει τα εξής:

«Για τους σκοπούς του παρόντος κανονισμού, κάθε αναφορά σε συναλλαγή θεωρείται αναφορά μόνο στην αγορά και πώληση χρηματοπιστωτικού μέσου. Για τους σκοπούς του παρόντος κανονισμού, εκτός του κεφαλαίου ΙΙ, η αγορά και πώληση χρηματοπιστωτικού μέσου δεν περιλαμβάνει κανένα από τα ακόλουθα:

[…]

γ) συναλλαγές πρωτογενούς αγοράς (π.χ. έκδοση, κατανομή ή εγγραφή) με αντικείμενο χρηματοπιστωτικά μέσα υπαγόμενα στις διατάξεις του άρθρου 4, παράγραφος 1, σημείο 18, στοιχεία α′ και β′, της οδηγίας 2004/39/ΕΚ.»

13. Το άρθρο 21, παράγραφος 1, απαριθμεί τα κριτήρια με τα οποία προσδιορίζεται εάν η επιχείρηση επενδύσεων είναι ΣΕ ως εξής:

«Όταν μια επιχείρηση επενδύσεων διαπραγματεύεται για ίδιο λογαριασμό εκτελώντας εντολές πελατών εκτός ρυθμιζόμενης αγοράς ή ΠΜΔ, θεωρείται συστηματικός εσωτερικοποιητής εάν πληροί τα ακόλουθα κριτήρια, τα οποία καταδεικνύουν ότι ασκεί την εν λόγω δραστηριότητα κατά τρόπο οργανωμένο, συχνό και συστηματικό:

α) η δραστηριότητα διαδραματίζει ουσιαστικό εμπορικό ρόλο για την επιχείρηση και ασκείται με κανόνες και διαδικασίες που δεν συνεπάγονται διακριτική μεταχείριση·

β) η δραστηριότητα ασκείται από προσωπικό ή αυτοματοποιημένο τεχνικό σύστημα που ορίζεται ειδικά για το σκοπό αυτό, ανεξαρτήτως του αν το εν λόγω προσωπικό ή σύστημα χρησιμοποιούνται αποκλειστικά για το σκοπό αυτό·

γ) η δραστηριότητα είναι διαθέσιμη στους πελάτες σε τακτική ή συνεχή βάση.»

3. Οδηγία 2003/6

14. Το άρθρο 1, σημείο 1, της οδηγίας προβλέπει τα εξής:

«Ως “εμπιστευτικές πληροφορίες” νοούνται οι συγκεκριμένες πληροφορίες οι οποίες δεν έχουν δημοσιοποιηθεί και αφορούν, άμεσα ή έμμεσα, έναν ή περισσότερους εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων ή ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα, και οι οποίες αν δημοσιοποιούνταν θα μπορούσαν να επηρεάσουν αισθητά την τιμή αυτών των χρηματοπιστωτικών μέσων ή την τιμή των συνδεόμενων με αυτά παράγωγων μέσων.»

15. Το άρθρο 6, παράγραφος 4, του κανονισμού ορίζει τα εξής:

«Τα πρόσωπα που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα στο πλαίσιο ενός εκδότη χρηματοπιστωτικών μέσων, και ενδεχομένως οι έχοντες στενό δεσμό με αυτά, οφείλουν, τουλάχιστον να γνωστοποιούν στην αρμόδια αρχή κάθε συναλλαγή που πραγματοποιείται για δικό τους λογαριασμό και αφορά μετοχές που εκδίδονται από τον ανωτέρω εκδότη, ή παράγωγα ή άλλα χρηματοπιστωτικά μέσα που είναι συνδεδεμένα με αυτά. Τα κράτη μέλη διασφαλίζουν ευχερή πρόσβαση του κοινού στις πληροφορίες αυτές το συντομότερο δυνατό, τουλάχιστον μεμονωμένως.»

Β. Εθνικό δίκαιο

16. Στο άρθρο 1:1 του Wet op het financieel toezicht (νόμου περί εποπτείας των χρηματοπιστωτικών αγορών, στο εξής: Wft) η έννοια της ρυθμιζόμενης αγοράς ορίζεται ως εξής:

«πολυμερές σύστημα το οποίο επιτρέπει ή διευκολύνει την προσέγγιση πλειόνων συμφερόντων τρίτων για την αγορά και την πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων –εντός του συστήματος και σύμφωνα με τους κανόνες του οι οποίοι δεν παρέχουν διακριτική ευχέρεια– κατά τρόπο καταλήγοντα στη σύναψη συμβάσεως σχετικής με χρηματοπιστωτικά μέσα εισηγμένα προς διαπραγμάτευση βάσει των κανόνων και των συστημάτων του, και το οποίο λειτουργεί νομότυπα, σύμφωνα με τις διατάξεις περί αδειοδοτήσεως και συνεχούς εποπτείας.»

17. Κατά το άρθρο 5:60, παράγραφος 1, στοιχείο a, του Wft,

– όποιος, είτε μόνος του είτε όχι, καθορίζει την ημερήσια πολιτική οργανισμού εκδόσεως τίτλων εδρεύοντος στις Κάτω Χώρες ο οποίος έχει εκδώσει ή προτίθεται να εκδώσει χρηματοπιστωτικά μέσα κατά την έννοια του άρθρου 5:56, παράγραφος 1, στοιχείο a [ήτοι, χρηματοπιστωτικά μέσα τα οποία έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά ή σε πολυμερή μηχανισμό διαπραγματεύσεως],

– ή όποιος υπέβαλε πρόταση βάσει της οποίας καταρτίστηκε σύμβαση πωλήσεως σχετικά με χρηματοπιστωτικό μέσο κατά την έννοια της εν λόγω διατάξεως, εκτός από κινητές αξίες,

– ή όποιος προτείνει την κατάρτιση συμβάσεως πωλήσεως σχετικά με χρηματοπιστωτικό μέσο κατά την έννοια της εν λόγω διατάξεως, εκτός από κινητές αξίες,

οφείλει, το αργότερο την πέμπτη εργάσιμη ημέρα μετά την ημερομηνία της συναλλαγής, να γνωστοποιήσει τις για δικό του λογαριασμό πραγματοποιηθείσες ή διασφαλισθείσες συναλλαγές με αντικείμενο μετοχές οι οποίες αφορούν τον κατά τα στοιχεία a, b ή c (του άρθρου 5:60, παράγραφος 1) οργανισμό εκδόσεως ή με αντικείμενο χρηματοπιστωτικά μέσα η αξία των οποίων καθορίζεται επίσης από την αξία των μετοχών αυτών.

18. Βάσει του άρθρου 5:56, παράγραφος 1, στοιχείο a, του Wft, στα πρόσωπα που υπάγονται στην ως άνω διάταξη απαγορεύεται η χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών όταν πραγματοποιούν, στις Κάτω Χώρες ή από τις Κάτω Χώρες ή από κράτος μέλος, συναλλαγή με αντικείμενο χρηματοπιστωτικά μέσα, τα οποία έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά, για την οποία έχει χορηγηθεί άδεια κατά την έννοια του άρθρου 5:26, παράγραφος 1, ή σε πολυμερή μηχανισμό διαπραγματεύσεως, για τον οποίο η επιχείρηση επενδύσεων έχει άδεια κατά την έννοια του άρθρου 2:96, ή για τα οποία έχει ζητηθεί η εν λόγω εισαγωγή προς διαπραγμάτευση.

19. Βάσει του άρθρου 1:40, παράγραφος 1, του Wft, η εποπτεύουσα αρχή χρεώνει με τα έξοδα των δραστηριοτήτων, τις οποίες αυτή ασκεί σχετικά με την εκτέλεση των καθηκόντων της, τις επιχειρήσεις για λογαριασμό των οποίων ασκούνται οι εν λόγω δραστηριότητες, κατά το μέτρο που τα έξοδα αυτά δεν επιβαρύνουν τον κρατικό προϋπολογισμό.

20. Δυνάμει του άρθρου 5, του άρθρου 6 και του άρθρου 8, παράγραφος 1, στοιχείο i, σημείο 4, του Besluit bekostiging financieel toezicht (διατάγματος περί της χρηματοδοτήσεως της εποπτείας των χρηματοπιστωτικών αγορών), η Stichting Autoriteit Financiële Markten (αρχή εποπτείας των χρηματοπιστωτικών αγορών, Κάτω Χώρες, στο εξής: AFM) εξουσιοδοτείται να επιβάλλει επιβαρύνσεις στους οργανισμούς εκδόσεως τίτλων κατά το άρθρο 5:60, παράγραφος 1, στοιχείο a, του Wft.

II. Διαφορά της κύριας δίκης και προδικαστικό ερώτημα

21. Στη διαφορά της κύριας δίκης, η AFM είναι αντίδικος της Robeco Hollands Bezit N.V. και ένδεκα άλλων εταιριών (οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες ανοικτού τύπου ή οργανισμοί επενδύσεων ανοικτού τύπου, στο εξής: Robeco ή οργανισμοί Robeco), οι οποίες προσέβαλαν ορισμένες εισπράξεις επιβαρύνσεων που τους επέβαλε η εν λόγω αρχή.

22. Συγκεκριμένα, αντικείμενο της διαφοράς είναι οι αποφάσεις της AFM της 30ής Οκτωβρίου 2009, της 31ης Δεκεμβρίου 2010, της 30ής Σεπτεμβρίου 2011 και της 28ης Σεπτεμβρίου 2012 (στο εξής: πρώτες αποφάσεις). Μέσω αυτών, η AFM εισέπραξε από τους οργανισμούς Robeco τις επιβαρύνσεις που αντιστοιχούσαν στις χρήσεις 2009, 2010, 2011 και 2012, ύψους 110 ευρώ, 350 ευρώ, 630 ευρώ και 180 ευρώ, αντιστοίχως, κατ' εφαρμογήν του άρθρου 1:40 και του άρθρου 5:60, παράγραφος 1, αρχή και στοιχείο a, του Wft και του Besluit bekostiging financieel toezicht (διατάγματος περί χρηματοδοτήσεως της εποπτείας των χρηματοπιστωτικών αγορών).

23. Κατά την AFM, οι εν λόγω επιβαρύνσεις επιβλήθηκαν για τα καθήκοντα εποπτείας που άσκησε η εν λόγω αρχή σε σχέση με τους οργανισμούς Robeco, στο πλαίσιο της εφαρμογής της οδηγίας 2003/6, η οποία μεταφέρθηκε στην έννομη τάξη των Κάτω Χωρών με τον Wft, κατά τον οποίο, οι εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων που έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενες αγορές υποχρεούνται να διαβιβάζουν πληροφορίες σχετικά με τις δραστηριότητες των διαχειριστών τους.

24. Με την απόφαση που εξέδωσε στις 13 Δεκεμβρίου 2012, η AFM απέρριψε τα αιτήματα της Robeco.

25. Η Robeco άσκησε προσφυγή κατά της αποφάσεως ενώπιον του rechtbank Rotterdam (πρωτοδικείο Ρότερνταμ, Κάτω Χώρες), το οποίο την απέρριψε με απόφαση της 24ης Δεκεμβρίου 2013.

26. Το rechtbank Rotterdam (πρωτοδικείο Ρότερνταμ) απέρριψε τα αιτήματα της Robeco και έκανε δεκτά τα επιχειρήματα της AMF. Αποφάνθηκε ότι το σύστημα EFS ανταποκρίνεται στον ορισμό της ρυθμιζόμενης αγοράς του άρθρου 1:1 του Wft. Το άρθρο 5:60 του Wft εφαρμόζεται στα μέλη του διοικητικού και του εποπτικού συμβουλίου και οι επιβληθείσες από την AFM επιβαρύνσεις είναι νόμιμες.

27. Η Robeco άσκησε έφεση κατά της πρωτόδικης αποφάσεως ενώπιον του College van beroep voor het bedrijfsleven (εφετείου εμπορικών υποθέσεων, Κάτω Χώρες), το οποίο καλείται να κρίνει τελικώς κατά πόσον το σύστημα EFS εμπίπτει στην έννοια της ρυθμιζόμενης αγοράς της οδηγίας 2004/39.

28. Το αιτούν δικαστήριο εκτιμά ότι αποδείχθηκαν διάφορα στοιχεία και περιστατικά της διαφοράς της κύριας δίκης, τα οποία εκθέτω συνοπτικά.

29. Πρώτον, το αιτούν δικαστήριο επιβεβαιώνει ότι η Euronext διαθέτει άδεια διαχειρίσεως ρυθμιζόμενης αγοράς, δυνάμει του άρθρου 5:26, παράγραφος 1, του Wft. Το EFS αποτελεί τμήμα της Euronext και είναι οργανωμένο ως χωριστό σύστημα διαπραγματεύσεως, το οποίο διαπραγματεύεται αποκλειστικώς μερίδια σε οργανισμούς επενδύσεων μεταβλητού κεφαλαίου. Οι οργανισμοί Robeco είναι οργανισμοί επενδύσεων «ανοικτού τύπου» (μεταβλητού κεφαλαίου) και οφείλουν να εκτελούν εντολές αγοράς ή εκδόσεως μεριδίων μέσω του EFS.

30. Δεύτερον, το αιτούν δικαστήριο επιβεβαιώνει ότι οι πράκτορες των οργανισμών και οι μεσίτες συμμετέχουν στο σύστημα EFS ως μέλη. Κάθε οργανισμός επενδύσεων ή όμιλος οργανισμών επενδύσεων έχει τον δικό του πράκτορα, ο οποίος διαπραγματεύεται για λογαριασμό και με κίνδυνο του συγκεκριμένου οργανισμού επενδύσεων ή του συγκεκριμένου ομίλου οργανισμών επενδύσεων. Ο μεσίτης συγκεντρώνει τις εντολές των επενδυτών για αγορά και πώληση και τις διαβιβάζει στον πράκτορα του οικείου οργανισμού επενδύσεων.

31. Τέλος, όπως εξηγεί το αιτούν δικαστήριο, στο σύστημα EFS, οι συναλλαγές πραγματοποιούνται βάσει προθεσμιακών τιμών. Ο μεσίτης μπορεί να δώσει εντολή σε πράκτορα μέχρι τις 16.00 (καταληκτική ώρα), μετά την οποία η εσωτερική αξία του οργανισμού επενδύσεων (και επομένως η αξία του μεριδίου που πρόκειται να εκδοθεί ή να αγοραστεί) υπολογίζεται βάσει των τιμών που ισχύουν μετά την καταληκτική ώρα. Η δοθείσα σε πράκτορα εντολή εκτελείται από αυτόν στις 10:00 π.μ. το επόμενο πρωί βάσει της υπολογισθείσας εσωτερικής αξίας, με περιορισμένη απόκλιση προς τα πάνω ή προς τα κάτω λόγω των εξόδων συναλλαγής που έχει ο οργανισμός επενδύσεων. Οι πράκτορες δεν πραγματοποιούν μεταξύ τους συναλλαγές εντός του συστήματος και το ίδιο ισχύει για τους μεσίτες. Οι συναλλαγές στο EFS πραγματοποιούνται σύμφωνα με τους κανόνες του EFS Trading Manual και του TCS-web User Guide to the EFS.

32. Λαμβανομένων υπόψη των προεκτεθέντων, εν αντιθέσει προς την απόφαση που εξέδωσε το πρωτοβάθμιο δικαστήριο, το College van beroep voor het bedrijfsleven (εφετείο εμπορικών υποθέσεων) κλίνει προς την άποψη ότι το σύστημα EFS δεν είναι πολυμερές σύστημα και ότι, επομένως, δεν μπορεί να χαρακτηρισθεί ρυθμιζόμενη αγορά, κατά το άρθρο 4, παράγραφος 1, σημείο 14, της οδηγίας MiFID I.

33. Κατά το αιτούν δικαστήριο, στην αιτιολογική σκέψη 6 της οδηγίας MiFID I γίνεται διάκριση μεταξύ διμερών συστημάτων (καθεστώς του ΣΕ) και πολυμερών μηχανισμών διαπραγματεύσεως, στους οποίους περιλαμβάνονται οι ρυθμιζόμενες αγορές. Η ειδοποιός διαφορά έγκειται στο γεγονός ότι, στα διμερή συστήματα, οι συναλλαγές πραγματοποιούνται αποκλειστικά μεταξύ της επιχειρήσεως επενδύσεων και του επενδυτή· αντιθέτως, στους πολυμερείς μηχανισμούς επιτρέπονται επίσης συναλλαγές μεταξύ των επενδυτών. Το EFS είναι διμερές σύστημα, δεδομένου ότι στο πλαίσιο αυτού συναλλάσσονται μεταξύ τους ο μεσίτης (εκπροσωπώντας τον επενδυτή) και ο πράκτορας οργανισμών (εξ ονόματος των οργανισμών).

34. Κατά το αιτούν δικαστήριο, από την αιτιολογική σκέψη 6 της οδηγίας MiFID I προκύπτει ότι σύστημα στο οποίο πραγματοποιούνται αποκλειστικά συναλλαγές οι οποίες δεν υπόκεινται σε υποβολή δηλώσεων δεν μπορεί να χαρακτηρισθεί ρυθμιζόμενη αγορά. Δυνάμει του άρθρου 5, αρχή και στοιχείο γ', του κανονισμού 1287/2006, οι συναλλαγές του συστήματος EFS είναι συναλλαγές πρωτογενούς αγοράς και όχι συναλλαγές οι οποίες περιλαμβάνουν την αγορά και την πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων. Το κεφάλαιο ΙΙΙ του εν λόγω κανονισμού δεν εφαρμόζεται στις

συγκεκριμένες συναλλαγές πρωτογενούς αγοράς και, επομένως, οι υποχρεώσεις γνωστοποιήσεως που προβλέπονται σε αυτό δεν επιβάλλονται στις συναλλαγές του συστήματος EFS. Δεδομένου ότι μέσω του EFS πραγματοποιούνται αποκλειστικά και μόνο συναλλαγές πρωτογενούς αγοράς, μη υποκείμενες, επομένως, σε υποβολή δηλώσεων, το EFS δεν μπορεί να θεωρηθεί ρυθμιζόμενη αγορά.

35. Κατά το αιτούν δικαστήριο, η εκτίμηση αυτή επιρρωννύεται από το γεγονός ότι η αξία των μεριδίων που αποτελούν αντικείμενο διαπραγματεύσεως μέσω του συστήματος EFS καθορίζεται υπολογίζοντας την εσωτερική αξία τους, όπως εκτίθεται ανωτέρω. Αντιθέτως, σε ρυθμιζόμενη αγορά η τιμή δεν καθορίζεται κατ' αυτόν τον τρόπο, αλλά βάσει της προσφοράς και της ζητήσεως των συμμετεχόντων.

36. Τέλος, το αιτούν δικαστήριο προβάλλει ότι το EFS δεν είναι ρυθμιζόμενη αγορά, δεδομένου ότι δεν υπάρχει σε αυτό χειραγώγηση των τιμών και δύσκολα θα μπορούσαν να πραγματοποιηθούν συναλλαγές με εμπιστευτικές πληροφορίες.

37. Εντούτοις, το αιτούν δικαστήριο εκτιμά ότι μπορεί επίσης να υποστηριχθεί ότι το EFS αποτελεί ρυθμιζόμενη αγορά, κατά το άρθρο 4, παράγραφος 1, σημείο 14, της οδηγίας MIFID I. Αναγνωρίζει ότι ούτε από το γράμμα του εν λόγω άρθρου ούτε από την αιτιολογική σκέψη 6 της οδηγίας συνάγεται άμεσα ότι δεν μπορεί να χαρακτηρισθεί ρυθμιζόμενη αγορά χώρος διαπραγματεύσεως στον οποίο δεν πραγματοποιούνται αποκλειστικά και μόνο συναλλαγές υποκείμενες σε υποβολή δηλώσεων και στον οποίο η τιμή του υπό διαπραγμάτευση τίτλου δεν διαμορφώνεται μέσω ανταγωνισμού της προσφοράς και της ζητήσεως. Αρκεί ότι πρόκειται για αγορά η οποία λειτουργεί βάσει συνόλου κανόνων, όπως αυτοί που περιγράφονται στην αιτιολογική σκέψη 6, και ότι συντρέχουν τα στοιχεία του ορισμού του άρθρου 4, παράγραφος 1, σημείο 14, της οδηγίας MiFID I.

38. Επιπλέον, κατά το αιτούν δικαστήριο, το σύστημα EFS μπορεί να εμπίπτει στην έννοια της ρυθμιζόμενης αγοράς της οδηγίας MiFID I, δεδομένου ότι το EFS είναι ανεξάρτητος χώρος διαπραγματεύσεως, για τη διαχείριση του οποίου έχει εκδοθεί κατάλληλη άδεια από τη Euronext· είναι πολυμερής μηχανισμός, στον οποίο συμμετέχουν διάφοροι μεσίτες και πράκτορες οργανισμών οι οποίοι μπορούν να δίνουν εντολές· οι χρήστες του συστήματος EFS μπορούν να θεωρηθούν τρίτοι σε σχέση με τη Euronext και στο σύστημα EFS συναντώνται τα ενδιαφέροντα αγοράς και πωλήσεως των μεσιτών και των πρακτόρων οργανισμών με σκοπό την πραγματοποίηση συναλλαγών.

39. Λόγω των αμφιβολιών σχετικά με την ερμηνεία της έννοιας «ρυθμιζόμενη αγορά», το College van beroep voor het bedrijfsleven (εφετείο εμπορικών υποθέσεων) υπέβαλε στο Δικαστήριο το ακόλουθο προδικαστικό ερώτημα:

«Πρέπει να χαρακτηριστεί ως ρυθμιζόμενη αγορά κατά την έννοια του άρθρου 4, παράγραφος 1, σημείο 14, της [οδηγίας] MiFID [I] ένα σύστημα στο οποίο μετέχουν πλείονες πράκτορες και μεσίτες, προκειμένου εντός του συστήματος αυτού να εκπροσωπήσουν, κατά τις συναλλαγές, αντιστοίχως "ανοικτού τύπου" οργανισμούς επενδύσεων και επενδυτές, και το οποίο στην πράξη διευκολύνει μόνο αυτούς τους "ανοικτού τύπου" οργανισμούς επενδύσεων όσον αφορά την υποχρέωσή τους να εκτελούν τις διδόμενες από επενδυτές εντολές αγοράς και πωλήσεως μεριδίων, και, σε περίπτωση καταφατικής απαντήσεως, ποια χαρακτηριστικά είναι καθοριστικά προς τούτο;»

III. Εκτίμηση

40. Το αιτούν δικαστήριο ζητεί από το Δικαστήριο να διευκρινίσει κατά πόσο χώρος διαπραγματεύσεως χρηματοπιστωτικών μέσων με τα χαρακτηριστικά του συστήματος EFS αποτελεί ρυθμιζόμενη αγορά κατά την έννοια της οδηγίας MiFID I. Πριν να εξετάσω την απάντηση που πρέπει να δοθεί στο ερώτημα αυτό, εκτιμώ ότι είναι απαραίτητο να εκθέσω τη ρύθμιση των συστημάτων

διαπραγματεύσεως χρηματοπιστωτικών μέσων της οδηγίας MiFID I και τις εξελίξεις μετά τη θέση σε εφαρμογή της. Καίτοι δεν εφαρμόζονται ratione temporis στην υπό κρίση υπόθεση, θα μνημονεύσω επίσης τις αλλαγές οι οποίες θα επέλθουν, από τις 3 Ιανουαρίου 2018, με την έναρξη ισχύος του κανονιστικού πλαισίου MiFID II.

Α. Προκαταρκτικές παρατηρήσεις σχετικά με τα συστήματα χρηματοπιστωτικών μέσων

41. Η οδηγία MiFID I και οι κανόνες εφαρμογής της τροποποίησαν σε μεγάλο βαθμό το νομικό καθεστώς των συστημάτων διαπραγματεύσεως χρηματοπιστωτικών μέσων[10]. Με σκοπό την αύξηση της ενοποιήσεως, της ανταγωνιστικότητας και της αποτελεσματικότητας των οικείων αγορών στην Ένωση, καταργήθηκε το μονοπώλιο διαπραγματεύσεως, το οποίο υπήρχε σε μερικά κράτη μέλη και το οποίο κατείχαν τα παραδοσιακά χρηματιστήρια αξιών, και ελευθερώθηκε ο ανταγωνισμός μεταξύ των παραδοσιακών χώρων και των νέων εναλλακτικών συστημάτων διαπραγματεύσεως, τα οποία έκαναν την εμφάνισή τους χάρη στην ανάπτυξη της τεχνολογίας, αλλά παρέμεναν εκτός ρυθμίσεως.

42. Όπως επισημάνθηκε, βούληση του νομοθέτη της Ένωσης ήταν η αύξηση της διαφάνειας, η βελτίωση της προστασίας των επενδυτών, η ενίσχυση της εμπιστοσύνης και η διασφάλιση εκχωρήσεως επαρκών εξουσιών στους εποπτικούς φορείς για την εκπλήρωση των καθηκόντων τους[11].

43. Στην οδηγία MiFID I διαλαμβάνονται τρεις τύποι συστημάτων διαπραγματεύσεως χρηματοπιστωτικών μέσων, εκ των οποίων δύο πολυμερή συστήματα (ρυθμιζόμενες αγορές και ΠΜΔ)[12] και ένα διμερές σύστημα (ΣΕ). Εκτός των συστημάτων αυτών, τα οποία ανταποκρίνονται σε πρότυπο οργανωμένης διαπραγματεύσεως, οι κανόνες MiFID I προβλέπουν τη δυνατότητα μη οργανωμένης (over-the-counter, εξωχρηματιστηριακής) διαπραγματεύσεως χρηματοπιστωτικών μέσων.

44. Η πρώτη και πλέον καθιερωμένη κατηγορία συστήματος διαπραγματεύσεως χρηματοπιστωτικών μέσων περιλαμβάνει τις ρυθμιζόμενες αγορές, οι οποίες προβλέπονται στα κανονιστικά πλαίσια MIFID I και II και σε άλλους κανόνες του δικαίου της Ένωσης. Καίτοι θα αναλύσω στη συνέχεια λεπτομερέστερα τα στοιχεία που τις χαρακτηρίζουν, οι ρυθμιζόμενες αγορές είναι, βάσει του ορισμού του άρθρου 4, παράγραφος 1, σημείο 14, της οδηγίας MiFID I, πολυμερή συστήματα διαπραγματεύσεως χρηματοπιστωτικών μέσων, τα οποία ελέγχει διαχειριστής ο οποίος εφαρμόζει κανόνες λειτουργίας που δεν παρέχουν διακριτική ευχέρεια, στα οποία αλληλεπιδρούν συμφέροντα πλειόνων τρίτων για αγορά και πώληση, τα οποία καταλήγουν στη σύναψη συμβάσεως. Είναι παρόμοια με τα κλασικά χρηματιστήρια αξιών και, σύμφωνα με τη βάση δεδομένων της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών (στο εξής: ΕΑΚΑΑ)[13], στην Ένωση υπάρχουν επί του παρόντος εκατόν δύο ρυθμιζόμενες αγορές (τέσσερις στις Κάτω Χώρες, μεταξύ των οποίων και η Euronext Amsterdam).

10 Τα εν λόγω συστήματα διαπραγματεύσεως «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., και Saguato, P., «Regulating Financial Market Infrastructures», *ECGI Working Paper* αριθ. 259/2014, Ιούνιος 2014, σ. 7).

11 Βάσει μελέτης που χρηματοδότησε η Επιτροπή, το αποτέλεσμα ήταν η αύξηση του ανταγωνισμού μεταξύ των διάφορων κέντρων διαπραγματεύσεως χρηματοπιστωτικών μέσων, με περισσότερες δυνατότητες επιλογής για τους επενδυτές όσον αφορά τους παρόχους υπηρεσιών και τα διαθέσιμα χρηματοπιστωτικά μέσα, πρόοδος η οποία υποβοηθήθηκε από τις εξελίξεις της τεχνολογίας. Γενικά, το κόστος των συναλλαγών μειώθηκε και η ενοποίηση αυξήθηκε, κατά τη μελέτη της Oxera, Monitoring Prices, *Costs and Volumes of Trading and Post-trading Services*, 2011. Βλ., επίσης, έγγραφο COM(2011) 652 τελικό, σ. 2.

12 Τα πολυμερή συστήματα ονομάζονται επίσης «τόπος διαπραγμάτευσης», ο οποίος ορίζεται ως «σύστημα διευθυνόμενο από επιχειρήσεις επενδύσεων ή διαχειριστές αγοράς, όπως ορίζεται στο άρθρο 4, παράγραφος 1, σημείο 1, και στο άρθρο 4, παράγραφος 1, σημείο 13, της οδηγίας 2004/39/ΕΚ πλην των συστηματικών εσωτερικοποιητών όπως ορίζονται στο άρθρο 4 παράγραφος 1 σημείο 7, το οποίο διευκολύνει την προσέγγιση ενδιαφερόντων για την αγορά ή πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων εντός του συστήματος, κατά τρόπο που καταλήγει στη σύναψη σύμβασης σύμφωνα με τον τίτλο ΙΙ ή ΙΙΙ της εν λόγω οδηγίας», κατά το άρθρο 2, σημείο 4, του κανονισμού (ΕΕ) 648/2012 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 4ης Ιουλίου 2012, για τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους και τα αρχεία καταγραφής συναλλαγών (ΕΕ 2012, L 201, σ. 1).

13 Βλ. τα στοιχεία στη διεύθυνση https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_rma.

45. Η δεύτερη κατηγορία, η οποία αντιστοιχεί στους λεγόμενους πολυμερείς μηχανισμούς διαπραγματεύσεως (ΠΜΔ), θεσπίστηκε με την οδηγία MiFID I για τη συγκέντρωση όλων των εναλλακτικών μηχανισμών διαπραγματεύσεως που είχαν εμφανισθεί στην πράξη με την ανάπτυξη της τεχνολογίας. Οι ΠΜΔ είναι επίσης πολυμερή συστήματα διαπραγματεύσεως στα οποία αλληλεπιδρούν συμφέροντα πλειόνων τρίτων για αγορά και πώληση που καταλήγουν στη σύναψη συμβάσεων, τα οποία διευθύνει ή εκμεταλλεύεται διαχειριστής αγοράς ή επιχείρηση επενδύσεων σύμφωνα με κανόνες που δεν παρέχουν διακριτική ευχέρεια, βάσει της απαραίτητης διοικητικής άδειας. Καίτοι το καθεστώς τους είναι παρόμοιο με εκείνο των ρυθμιζόμενων αγορών, διαφέρουν από αυτές κατά το ότι οι τύποι χρηματοπιστωτικών μέσων που μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο συναλλαγής δεν ελέγχονται εκ των προτέρων.

46. Σύμφωνα με τη βάση δεδομένων της ΕΑΚΑΑ [14], η Ένωση διαθέτει επί του παρόντος εκατόν πενήντα ΠΜΔ, εκ των οποίων διακρίνονται λόγω όγκου τόποι διαπραγματεύσεως όπως ο BATS Trading Ltd (Ηνωμένο Βασίλειο). Στις Κάτω Χώρες υπάρχουν δύο ΠΜΔ, ο Tom MTF Derivatives Markets και ο Tom MTF Cash Markets.

47. Η τρίτη κατηγορία που θεσπίζει η οδηγία MiFID I αντιστοιχεί στους λεγόμενους «συστηματικούς εσωτερικοποιητές». Εν αντιθέσει προς τα συστήματα των δύο προηγούμενων κατηγοριών, δεν πρόκειται για κέντρα πολυμερούς διαπραγματεύσεως που διαχειρίζεται τρίτος, στα οποία προσέρχονται επενδυτές για να πωλήσουν και να αγοράσουν χρηματοπιστωτικά μέσα, αλλά για διμερή συστήματα διαπραγματεύσεως. Κατά το άρθρο 4, παράγραφος 1, σημείο 7, της οδηγίας MiFID I, είναι επιχειρήσεις επενδύσεων οι οποίες συναλλάσσονται κατά τρόπο οργανωμένο, συχνά και συστηματικά για ίδιο λογαριασμό εκτελώντας εντολές πελατών. Το εν λόγω σύστημα διαπραγματεύσεως δεν ορίζεται αφ' εαυτού, αλλά σε σχέση με τον φορέα που το διαχειρίζεται.

48. Καίτοι δεν χρειάζονται διοικητική άδεια από την εθνική εποπτική αρχή, οι ΣΕ είναι επιχειρήσεις επαρκούς μεγέθους ώστε να συσχετίζουν εσωτερικά εντολές αγοράς και πωλήσεως επενδυτών και, για τον λόγο αυτό, υπόκεινται σε πολυάριθμες υποχρεώσεις διαφάνειας. Φαίνεται ότι το καθεστώς των ΣΕ δεν προσέλκυσε ιδιαίτερο ενδιαφέρον, δεδομένου ότι, βάσει των στοιχείων της ΕΑΚΑΑ [15], σε ολόκληρη την Ένωση έχουν καταχωρισθεί μόνον ένδεκα τέτοιες επιχειρήσεις, καμία εκ των οποίων στις Κάτω Χώρες.

49. Όπως προεκτέθηκε, στο περιθώριο των συναλλαγών με αντικείμενο χρηματοπιστωτικά μέσα μέσω των εν λόγω συστημάτων οργανωμένης διαπραγματεύσεως, η οδηγία MiFID I προβλέπει έναν τέταρτο τρόπο εκτελέσεως εντολών με αντικείμενο χρηματοπιστωτικά μέσα, την εξωχρηματιστηριακή διαπραγμάτευση. Όπως συνάγεται από την αιτιολογική σκέψη 53 [16], η οδηγία αυτή δεν απαιτεί την «εφαρμογή κανόνων διαφάνειας για το στάδιο που προηγείται της διάθεσης στην αγορά στις συναλλαγές εκτός επισήμων χρηματιστηριακών αγορών, ορισμένα χαρακτηριστικά των οποίων είναι ότι πραγματοποιούνται "επί τούτου" σε μη τακτική βάση, ότι διενεργούνται με αντισυμβαλλόμενους από τον τομέα της χονδρικής και αποτελούν τμήμα επιχειρηματικής σχέσης η οποία χαρακτηρίζεται από συναλλαγές όγκου μεγαλύτερου από τον κανονικό όγκο συναλλαγών της αγοράς, και ότι στο πλαίσιό τους οι πράξεις διενεργούνται εκτός των συστημάτων που χρησιμοποιούνται συνήθως από την εκάστοτε εταιρία για τις συναλλαγές της ως συστηματικού εσωτερικοποιητή».

50. Ενδεχομένως λόγω των απαιτήσεων που επιβάλλονται στους ΣΕ (οργανωμένη, συχνή και συστηματική διαπραγμάτευση, η οποία συγκεκριμενοποιείται στο άρθρο 21, παράγραφος 3, του κανονισμού 1287/2006), καθώς και των, ακόμη πιο περιοριστικών, χαρακτηριστικών των ρυθμιζόμενων αγορών και των ΠΜΔ, η οδηγία MiFID I δεν περιέλαβε στο πεδίο εφαρμογής της

14 Βλ. τα στοιχεία στον ακόλουθο σύνδεσμο: https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_mtf.

15 Βλ. τα στοιχεία στον ακόλουθο σύνδεσμο: https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_sys

16 Βλ. σχόλια των Gomber, P., Pierron, A., «MiFID: Spirit and Reality of a European Financial Market Directive», *Celent Paper*, Νοέμβριος 2010, σ. 12.

άλλους τρόπους εξωχρηματιστηριακής διαπραγματεύσεως οι οποίοι αντιπροσωπεύουν σημαντικό όγκο των συναλλαγών με αντικείμενο χρηματοπιστωτικά μέσα. Τέτοιες είναι οι περιπτώσεις των λεγόμενων broker crossing systems, broker-dealer crossing networks ή dark pools ή χώρων ηλεκτρονικής συναλλαγής [17].

51. Μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 και λόγω της εξελίξεως των χώρων διαπραγματεύσεως [18], η οδηγία MiFID II, η οποία δεν ισχύει ακόμη, διατήρησε την ίδια τυπολογία των συστημάτων διαπραγματεύσεως, προσθέτοντας, ωστόσο, μία νέα κατηγορία, τους «μηχανισμούς οργανωμένης διαπραγματεύσεως» (στο εξής: ΜΟΔ).

52. Οι ΜΟΔ ορίζονται κατά τρόπο πολύ ευρύ, καθόσον ο νέος αυτός τρόπος πολυμερούς διαπραγματεύσεως αποσκοπεί στη συμπερίληψη των συστημάτων εξωχρηματιστηριακής διαπραγματεύσεως που είχαν *διαφύγει* της ρυθμίσεως στην οδηγία MiFID I [19]. Η κύρια διαφορά τους με τις οργανωμένες αγορές και τους ΠΜΔ είναι ότι οι διαχειριστές του ΜΟΔ μπορούν να εκτελούν τις εντολές με διακριτική ευχέρεια, η οποία τελεί, ενδεχομένως, υπό τις προϋποθέσεις της προδιαπραγματευτικής διαφάνειας και τις υποχρεώσεις βέλτιστης εκτελέσεως.

53. Η προεκτεθείσα εξέλιξη δείχνει ότι βούληση του νομοθέτη της Ένωσης είναι η ρύθμιση των διαφόρων αναπτυσσόμενων συστημάτων διαπραγματεύσεως χρηματοπιστωτικών μέσων, με μόνη εξαίρεση τη διμερή και περιστασιακή διαπραγμάτευση των εν λόγω μέσων [20]. Συγκεκριμένα, στόχος είναι κάθε οργανωμένη διαπραγμάτευση χρηματοπιστωτικών μέσων να διενεργείται μέσω κάποιου από τους πολυμερείς ή διμερείς διαύλους που προβλέπονται στην οδηγία MiFID II [21]. Κατ' αυτόν τον τρόπο προάγεται προσφορότερος ανταγωνισμός μεταξύ των διαφόρων συστημάτων διαπραγματεύσεως, χωρίς τον κίνδυνο να αναπτύξουν άλλους εναλλακτικούς μηχανισμούς οι φορείς που επιθυμούν να παρακάμψουν τους ελέγχους των εποπτικών αρχών.

Β. Έννοια της ρυθμιζόμενης αγοράς και εφαρμογή της σε χώρο διαπραγματεύσεως όπως το EFS

54. Το αιτούν δικαστήριο ζητεί από το Δικαστήριο να διευκρινίσει κατά πόσον χώρος διαπραγματεύσεως με τα χαρακτηριστικά του συστήματος EFS εμπίπτει στον ορισμό της ρυθμιζόμενης αγοράς κατά την οδηγία MiFID I. Προτού εκθέσω την άποψή μου επί του θέματος αυτού, πρέπει να διευκρινίσω τρία ζητήματα.

17 Βλ. λεπτομερή ανάλυση της Onofrei, A., *La négotiation des instruments financiers au regard de la directive MIF*, Larcier, Βρυξέλλες 2012, σ. 360 έως 363.

18 Αυτό εξηγείται στην αιτιολογική σκέψη 4 της οδηγίας MiFID II, η οποία έχει ως εξής: «Η χρηματοπιστωτική κρίση έχει αποκαλύψει τις αδυναμίες όσον αφορά τη λειτουργία και τη διαφάνεια των χρηματοπιστωτικών αγορών. Η εξέλιξη των χρηματοπιστωτικών αγορών έχει καταδείξει την ανάγκη ενίσχυσης του πλαισίου για τη ρύθμιση των αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων, συμπεριλαμβανομένων των εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών στις αγορές αυτές (συμβάσεις εξωχρηματιστηριακών παραγώγων) (OTC), με σκοπό την αύξηση της διαφάνειας, την καλύτερη προστασία των επενδυτών, την ενίσχυση της εμπιστοσύνης, την αντιμετώπιση των μη ρυθμιζόμενων τομέων και τη διασφάλιση της εκχώρησης επαρκών εξουσιών στους εποπτικούς φορείς για την εκπλήρωση των καθηκόντων τους».

19 Ο μηχανισμός οργανωμένης διαπραγματεύσεως (ΜΟΔ) ορίζεται στο άρθρο 4, παράγραφος 1, σημείο 23, της οδηγίας MiFID II ως «πολυμερές σύστημα, άλλο από ρυθμιζόμενη αγορά ή ΠΜΔ, και στο οποίο πλείονα συμφέροντα τρίτων για αγορά και πώληση ομολόγων, δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων, δικαιωμάτων εκπομπής και παράγωγων μέσων δύνανται να αλληλεπιδρούν στο εσωτερικό του κατά τρόπο που καταλήγει στη σύναψη σύμβασης σύμφωνα με τον τίτλο ΙΙ της παρούσας οδηγίας […]».

20 Συναφώς, το άρθρο 1, παράγραφος 7, της οδηγίας MiFID II ορίζει τα εξής: «Όλα τα πολυμερή συστήματα χρηματοπιστωτικών μέσων λειτουργούν σύμφωνα με τις διατάξεις του Τίτλου ΙΙ για τους ΠΜΔ ή τους ΜΟΔ, ή τις διατάξεις του Τίτλου ΙΙΙ για τις ρυθμιζόμενες αγορές.

Επιχειρήσεις επενδύσεων οι οποίες, σε οργανωμένη, συχνή, συστηματική και ουσιαστική βάση, διενεργούν συναλλαγές για ίδιο λογαριασμό όταν εκτελούνται εντολές πελατών, εκτός ρυθμιζόμενης αγοράς ή ΠΜΔ ή ΜΟΔ, λειτουργούν σύμφωνα με τον τίτλο ΙΙΙ του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 600/2014.

Με την επιφύλαξη του άρθρου 23 και του άρθρου 28 του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 600/2014, όλες οι συναλλαγές χρηματοπιστωτικών μέσων που αναφέρονται στο πρώτο και δεύτερο εδάφιο και που δεν συνάπτονται σε πολυμερή συστήματα ή συστηματικούς εσωτερικοποιητές πρέπει να συμμορφώνονται προς τις σχετικές διατάξεις του τίτλου ΙΙΙ του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 600/2014».

21 Κατά τη Moloney «MiFID II/MiFIR is designed to repatriate trading on to organized trading venues and away from OTC markets» (Moloney, N., *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3η έκδ., Oxford University Press, Oxford, 2014, σ. 434). Βλ., επίσης, 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, σ. 285.

55. Το πρώτο είναι ότι απόκειται στο εθνικό δικαστήριο, το οποίο έχει άμεση και πλήρη γνώση του τρόπου λειτουργίας του EFS, να αποσαφηνίσει κατά πόσον ο συγκεκριμένος χώρος διαπραγματεύσεως πληροί τις προϋποθέσεις για να χαρακτηρισθεί ρυθμιζόμενη αγορά. Το Δικαστήριο μπορεί, αναμφίβολα, να παράσχει κατευθυντήριες οδηγίες για την ερμηνεία της οδηγίας MiFID I, συνάγοντας από αυτήν τις προϋποθέσεις που πρέπει να πληροί ένα σύστημα διαπραγματεύσεως το οποίο μπορεί να εμπίπτει στη συγκεκριμένη κατηγορία. Μεταξύ των προϋποθέσεων αυτών, ιδιαίτερη προσοχή πρέπει να δοθεί στις επίμαχες στην παρούσα υπόθεση [22], προκειμένου να είναι η απάντηση χρήσιμη.

56. Η δεύτερη διευκρίνιση αφορά την επισήμανση ότι, βάσει των πληροφοριών που παρείχαν το εθνικό δικαστήριο και οι διάδικοι στην επ' ακροατηρίου συζήτηση, φαίνεται ότι επιβεβαιώνεται ότι το EFS λειτουργεί υπό τη γενική διοικητική άδεια που χορήγησε η AFM στη Euronext για να λειτουργεί ως ρυθμιζόμενη αγορά.

57. Εντούτοις, δεν προκύπτει ότι το τμήμα του EFS συνιστά αφ' εαυτού ρυθμιζόμενη αγορά. Το EFS δεν συγκαταλέγεται στις ολλανδικές ρυθμιζόμενες αγορές της βάσεως δεδομένων της ΕΑΚΑΑ [23], ούτε ανακοινώνεται ρητώς ως τέτοια, εν αντιθέσει προς άλλες παρόμοιες αγορές [24].

58. Εντούτοις, η μη συμπερίληψη του συστήματος EFS στην προμνησθείσα απαρίθμηση των ρυθμιζόμενων αγορών δεν σημαίνει ότι δεν μπορεί να έχει τέτοιο χαρακτήρα. Το Δικαστήριο αποφάνθηκε στην απόφαση που εξέδωσε στην υπόθεση Nilaş κ.λπ. [25], ότι το γεγονός απλώς και μόνον της μη συμπεριλήψεως στον εν λόγω κατάλογο δεν αρκεί για να αποκλειστεί το ενδεχόμενο να είναι η εν λόγω αγορά ρυθμιζόμενη [26].

59. Η Euronext θα μπορούσε να λειτουργεί ταυτόχρονα ως διαχειριστής της ρυθμιζόμενης αγοράς Euronext Amsterdam και του τόπου διαπραγματεύσεως EFS. Στην απόφαση Nilaş κ.λπ. το Δικαστήριο έκανε δεκτό ότι η οδηγία 2004/39 αφορά ρητώς καταστάσεις όπου ο διαχειριστής μιας ρυθμιζόμενης αγοράς εκμεταλλεύεται και έτερο σύστημα διαπραγματεύσεως, χωρίς το σύστημα αυτό να καθίσταται, για τον λόγο αυτό, ρυθμιζόμενη αγορά [27]. Κατά το Δικαστήριο, για να χαρακτηρισθεί ρυθμιζόμενη αγορά, ένα σύστημα διαπραγματεύσεως χρηματοπιστωτικών μέσων πρέπει να έχει λάβει άδεια λειτουργίας ως ρυθμιζόμενη αγορά και η λειτουργία του να ανταποκρίνεται στις επιταγές που προβλέπονται στον τίτλο ΙΙΙ της οδηγίας MiFID I [28].

60. Εναπόκειται στο αιτούν δικαστήριο να αποσαφηνίσει, ως πραγματικό περιστατικό το οποίο θα εκτιμήσει ελεύθερα, κατά πόσον το EFS είναι πραγματικά τμήμα της ρυθμιζόμενης αγοράς Euronext Amsterdam, το οποίο λειτουργεί υπό την κάλυψή της, ή συνιστά αφ' εαυτού διακριτό χώρο ή σύστημα διαπραγματεύσεως, παρά την ύπαρξη κοινού διαχειριστή.

22 Το Δικαστήριο εφάρμοσε την προσέγγιση αυτή στις αποφάσεις της 3ης Δεκεμβρίου 2015, Banif Plus Bank (C-312/14, EU:C:2015:794, σκέψη 51), και της 30ής Μαΐου 2013, Genil 48 και Comercial Hostelera de Grandes Vinos (C-604/11, EU:C:2013:344, σκέψη 43).

23 Κατά το άρθρο 47 της οδηγίας MiFID I, το οποίο επιγράφεται «Κατάλογος των ρυθμιζόμενων αγορών»: «Κάθε κράτος μέλος καταρτίζει τον κατάλογο των ρυθμιζόμενων αγορών των οποίων είναι κράτος μέλος καταγωγής και τον ανακοινώνει στα άλλα κράτη μέλη και στην Επιτροπή. Παρόμοια ανακοίνωση γίνεται και για κάθε τροποποίηση του καταλόγου αυτού. Η Επιτροπή δημοσιεύει τον κατάλογο όλων των ρυθμιζόμενων αγορών στην Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης και τον ενημερώνει τουλάχιστον μια φορά κατ' έτος. Η Επιτροπή δημοσιεύει επίσης τον κατάλογο στις ιστοσελίδες της και τον ενημερώνει κάθε φορά που τα κράτη μέλη κοινοποιούν αλλαγές στους δικούς τους καταλόγους».

24 Όπως η ETFplus market (the open-ended collective investment undertaking (CIUs) segment) του ιταλικού χρηματιστηρίου. Βλ., συναφώς, http://www.borsaitaliana.it/fondi/formazione/formazione.htm. Η εν λόγω αγορά έχει ως αντικείμενο τη διαπραγμάτευση χρηματοπιστωτικών μέσων οργανισμών επενδύσεων ανοικτού τύπου, περιλαμβάνεται στον κατάλογο ρυθμιζόμενων αγορών στην Ιταλία της ΕΑΚΑΑ και συστάθηκε και ανακοινώθηκε ρητώς ως τέτοια. Στη βάση δεδομένων της ΕΑΚΑΑ αναφέρεται ως ELECTRONIC OPEN-END FUNDS AND ETC MARKET στον σύνδεσμο: https://registers.esma.europa.eu/publication/details?core=esma_registers_mifid_rma&docId=mifid731rma.

25 Απόφαση της 22ας Μαρτίου 2012 (C-248/11, EU:C:2012:166, σκέψη 54).

26 Η εγγραφή στον κατάλογο που καταρτίζει το κράτος μέλος, η οποία δεν προβλέπεται στον ορισμό του άρθρου 4, παράγραφος 1, σημείο 14, της οδηγίας MiFID I, αποτελεί στοιχείο της έννοιας της «οργανωμένης αγοράς» κατά το άρθρο 1, σημείο 13, της οδηγίας 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου, της 10ης Μαΐου 1993, σχετικά με τις επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών (ΕΕ 1993, L 141, σ. 27), την οποία η οδηγία MiFID I κατάργησε από την 1η Νοεμβρίου 2007.

27 Απόφαση της 22ας Μαρτίου 2012, Nilaş κ.λπ. (C-248/11, EU:C:2012:166, σκέψεις 44 έως 46).

28 Όπ.π. (σκέψεις 42 έως 43).

61. Η τρίτη διευκρίνιση αφορά τα χαρακτηριστικά των εκκαλουσών στη διαφορά της κύριας δίκης εταιριών. Οι Robeco είναι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) στους οποίους εφαρμόζεται η οδηγία 2009/65/ΕΚ[29]. Βάσει του άρθρου 1, παράγραφος 2, της οδηγίας αυτής, ως ΟΣΕΚΑ νοείται ο οργανισμός: α) ο οποίος έχει μοναδικό σκοπό να επενδύει συλλογικά σε κινητές αξίες ή/και σε άλλα ρευστά χρηματοπιστωτικά στοιχεία που αναφέρονται στο άρθρο 50 παράγραφος 1, τα κεφάλαια που συγκεντρώνει από το κοινό, και των οποίων η λειτουργία βασίζεται στην αρχή της κατανομής των κινδύνων, και β) του οποίου τα μερίδια, ύστερα από αίτηση των κομιστών, εξαγοράζονται ή εξοφλούνται, άμεσα ή έμμεσα, με στοιχεία του ενεργητικού του οργανισμού αυτού.

62. Ειδικότερα, οι οργανισμοί Robeco είναι δημόσιοι και ανοικτού τύπου ΟΣΕΚΑ, συμβατικής μορφής (αμοιβαία κεφάλαια διαχειριζόμενα από εταιρία διαχειρίσεως), κατά το άρθρο 1, παράγραφος 3, της οδηγίας 2009/65. Η δραστηριότητα των οργανισμών επενδύσεων ανοικτού τύπου «συνίσταται στη δημόσια άντληση κεφαλαίων, στην από κοινού επένδυση και διαχείριση αυτών, στην κατανομή των κινδύνων και των αποτελεσμάτων που προκύπτουν από την εν λόγω επένδυση και στην παροχή ανταλλάγματος από τον ΟΣΕΚΑ στους μεριδιούχους ή εταίρους του»[30].

63. Χρησιμοποιώντας το σύστημα EFS το οποίο διαχειρίζεται η Euronext, οι οργανισμοί Robeco συγκεντρώνουν κατά τρόπο οργανωμένο, συχνό και συστηματικό τα χρήματα των επενδυτών και, καταρχήν, για τον λόγο αυτό, το EFS πρέπει να θεωρηθεί τόπος διαπραγματεύσεως. Το άρθρο 2, σημείο 8, του κανονισμού 1287/2006 ορίζει τον «τόπο διαπραγματεύσεως» ως «ρυθμιζόμενη αγορά, πολυμερή μηχανισμό διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ) ή συστηματικό εσωτερικοποιητή που ενεργεί με την ιδιότητα αυτή και, κατά περίπτωση, σύστημα εκτός Κοινότητας με λειτουργίες όμοιες με εκείνες μιας ρυθμιζόμενης αγοράς ή ενός ΠΜΔ».

64. Λαμβανομένων υπόψη των χαρακτηριστικών του συστήματος EFS που εκτίθενται στην απόφαση περί παραπομπής, η δραστηριότητά του και εκείνη των οργανισμών Robeco που παρεμβαίνουν σε αυτό φαίνεται να συνιστά διαπραγμάτευση χρηματοπιστωτικών μέσων κατά τρόπο οργανωμένο, συχνό και συστηματικό.

65. Ούτως εχόντων των πραγμάτων, το EFS θα πρέπει, καταρχήν, να εμπίπτει σε έναν από τους τύπους συστημάτων διαπραγματεύσεως που προβλέπονται στην οδηγία MiFID I, ήτοι, ρυθμιζόμενη αγορά, ΠΜΔ ή ΣΕ (εκτός εάν πρόκειται για χώρο εξωχρηματιστηριακής διαπραγματεύσεως που δεν εμπίπτει σε καμία από τις τρεις αυτές κατηγορίες και, βάσει της οδηγίας MiFID II, πρέπει να εμπίπτει στον νέο τύπο συστήματος διαπραγματεύσεως, ήτοι τους ΜΟΔ).

66. Καίτοι το εθνικό δικαστήριο ζητεί μόνο να διευκρινισθεί αν το EFS είναι ρυθμιζόμενη αγορά, εκτιμώ ότι το Δικαστήριο οφείλει να το διαφωτίσει σχετικά με τους άλλους τύπους συστημάτων διαπραγματεύσεως που προβλέπονται στην οδηγία MiFID I, ώστε το αιτούν δικαστήριο να μπορέσει να εκτιμήσει κατά πόσον το EFS μπορεί να αντιστοιχεί, άμεσα ή έμμεσα, σε κάποιον εξ αυτών.

67. Η ανάλυση αυτή έχει σημασία καθόσον, εάν το EFS δεν είναι ρυθμιζόμενη αγορά, το αιτούν δικαστήριο μπορεί να εξετάσει εάν είναι ΠΜΔ ή ΣΕ, καθώς και να καθορίσει εάν οι υποχρεώσεις υποβολής δηλώσεων που προβλέπονται στην ολλανδική νομοθεσία (σε σχέση με τους κανόνες για τον έλεγχο συμπεριφορών καταχρήσεως της αγοράς) ισχύουν επίσης για τους άλλους αυτούς τύπους συστημάτων διαπραγματεύσεως, ώστε να δικαιολογείται η είσπραξη των επίμαχων επιβαρύνσεων από την AFM.

29 Οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 13ης Ιουλίου 2009, για τον συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) (ΕΕ 2009, L 302, σ. 32).

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

1. Γενικές προϋποθέσεις τις οποίες πρέπει να πληρούν τα ρυθμιζόμενα συστήματα

68. Από τον ορισμό του άρθρου 4, παράγραφος 1, σημείο 14, της οδηγίας MiFID I συνάγεται ότι, για να μπορεί να θεωρηθεί ρυθμιζόμενη αγορά, ένα σύστημα διαπραγματεύσεως χρηματοπιστωτικών μέσων πρέπει να πληροί τις ακόλουθες προϋποθέσεις:

– να είναι πολυμερές, και όχι διμερές, σύστημα διαπραγματεύσεως, το οποίο διευθύνει ή εκμεταλλεύεται διαχειριστής αγοράς που ενεργεί ως τρίτος ανεξάρτητα από τους αγοραστές και τους πωλητές·

– να επιτρέπει ή να διευκολύνει την προσέγγιση πλειόνων συμφερόντων τρίτων εντός του συστήματος για την αγορά και την πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων·

– οι συναλλαγές με αντικείμενο χρηματοπιστωτικά μέσα εισηγμένα προς διαπραγμάτευση βάσει των κανόνων ή/και των συστημάτων του πρέπει να καταλήγουν στη σύναψη συμβάσεως·

– να λειτουργεί βάσει κανόνων που δεν παρέχουν διακριτική ευχέρεια·

– να διαθέτει διοικητική άδεια, την οποία οι εθνικές αρχές χρηματοοικονομικής εποπτείας χορηγούν εάν ο χώρος λειτουργεί κανονικά σύμφωνα με τις διατάξεις του τίτλου ΙΙΙ της οδηγίας MiFID I[31].

69. Δεν αμφισβητήθηκε ενώπιον του αιτούντος δικαστηρίου ότι το EFS πληροί μερικές από τις ως άνω προϋποθέσεις, ήτοι:

– το EFS εκμεταλλεύεται διαχειριστής αγοράς, η Euronext, και λειτουργεί ως χώρος διαπραγματεύσεως βάσει κανόνων που δεν παρέχουν διακριτική ευχέρεια (συγκεκριμένα, τους προβλεπόμενους στο Euronext Fund Service Trading Manual και, μεταγενέστερα, στο Trading Manual for the NAV Trading Facility)·

– οι συναλλαγές οι οποίες πραγματοποιούνται στο EFS μεταξύ των επενδυτών και των οργανισμών επενδύσεων καταλήγουν στη σύναψη συμβάσεων μεταξύ των επενδυτών και των εν λόγω οργανισμών, χωρίς να ασκεί επιρροή το κατά πόσον η σύναψη των εν λόγω συμβάσεων τελειοποιείται εντός ή εκτός του συστήματος·

– τέλος, από την ίδρυσή του το 2007, το EFS «λειτουργεί κανονικά» στους κόλπους της ρυθμιζόμενης αγοράς Euronext Amsterdam, με διαχειριστή τη Euronext, σύμφωνα με τις διατάξεις του τίτλου ΙΙΙ της οδηγίας MiFID I. Καίτοι, όπως προεκτέθηκε, το στοιχείο αυτό πρέπει να εξακριβωθεί από το εθνικό δικαστήριο, οι πληροφορίες που περιέχονται στην απόφαση περί παραπομπής, καθώς και εκείνες που προσκόμισαν οι περισσότεροι διάδικοι[32], φαίνεται ότι επιβεβαιώνουν ότι το EFS λειτουργεί υπό την κάλυψη της διοικητικής άδειας που χορήγησε η AFM στη Euronext για να λειτουργεί ως ρυθμιζόμενη αγορά[33].

31 Δυνάμει του άρθρου 36, παράγραφος 1, πρώτο εδάφιο, της οδηγίας MiFID I, τα κράτη μέλη χορηγούν άδεια λειτουργίας ρυθμιζόμενης αγοράς μόνο σε συστήματα που συνάδουν με τις διατάξεις του τίτλου ΙΙΙ της οδηγίας. Το Δικαστήριο αποφάνθηκε ότι «[η] κατά το άρθρο 47 της ίδιας οδηγίας εγγραφή στον κατάλογο, η οποία πρέπει κατ' ανάγκη να χωρεί μετά τη χορήγηση της εν λόγω αδείας, δεν μπορεί λογικά να αποτελεί προϋπόθεσή της» (απόφαση της 22ας Μαρτίου 2012, Nilaş κ.λπ., C-248/11, EU:C:2012:166, σκέψη 53).

32 Η AFM επισημαίνει ότι η Euronext Amsterdam N.V. υπέβαλε στο αιτούν δικαστήριο επιστολή με την οποία επιβεβαίωσε την ιδιότητα ρυθμιζόμενης αγοράς του EFS και επισήμανε ότι όλες οι εποπτικές αρχές των κρατών στα οποία η Euronext διαχειρίζεται ρυθμιζόμενες αγορές (πέραν των Κάτω Χωρών, Γαλλίας, Ηνωμένου Βασιλείου, Βελγίου και Πορτογαλίας) είναι της ίδιας απόψεως.

33 Οι οργανισμοί Robeco διευκρίνισαν στην επ' ακροατηρίου συζήτηση ότι αυτό συμβαίνει μόνο από το 2012, όταν η AFM άρχισε να χαρακτηρίζει το EFS ρυθμιζόμενη αγορά και να απαιτεί από αυτό την καταβολή των επίμαχων επιβαρύνσεων.

70. Επομένως, η εξέταση περιορίζεται στις λοιπές προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούνται, ήτοι τον πολυμερή χαρακτήρα του συστήματος και τη δυνατότητα συσχετίσεως διαφόρων συμφερόντων πλειόνων τρίτων για αγορά και πώληση των εισηγμένων προς διαπραγμάτευση χρηματοπιστωτικών μέσων. Επιπλέον, το αιτούν δικαστήριο και οι οργανισμοί Robeco επισημαίνουν άλλα στοιχεία της έννοιας της ρυθμιζόμενης αγοράς, μη προβλεπόμενα στο γράμμα της οδηγίας MiFID I, τα οποία θα αναλύσω επίσης.

2. Προϋπόθεση πολυμερούς χαρακτήρα των ρυθμιζόμενων αγορών

71. Στην αιτιολογική σκέψη 6 της οδηγίας MiFID I αναδεικνύεται η βούληση του νομοθέτη της Ένωσης να διακρίνει μεταξύ συστημάτων διαπραγματεύσεως χρηματοπιστωτικών μέσων πολυμερούς και διμερούς χαρακτήρα. Συγκεκριμένα, οι έννοιες της ρυθμιζόμενης αγοράς και του ΠΜΔ «πρέπει να εξαιρούν τα διμερή συστήματα στα οποία επιχείρηση επενδύσεων συμμετέχει στη συναλλαγή για ίδιο λογαριασμό και όχι ως αντισυμβαλλόμενος ο οποίος παρεμβάλλεται μεταξύ αγοραστή και πωλητή χωρίς να αναλαμβάνει κίνδυνο».

72. Καίτοι η οδηγία MiFID I δεν παρέχει ορισμό των πολυμερών συστημάτων, εκτιμώ σκόπιμη την προσφυγή στην οδηγία MiFID II, η οποία παρέχει τον ακόλουθο ορισμό στο άρθρο 4, παράγραφος 1, σημείο 19: «οποιοδήποτε σύστημα ή μηχανισμός στο οποίο πλείονα ενδιαφέροντα τρίτων για αγορά και πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων μπορούν να αλληλεπιδρούν στο σύστημα».

73. Λαμβανομένων υπόψη αμφοτέρων των κειμένων, εκτιμώ ότι ένα σύστημα διαπραγματεύσεως χρηματοπιστωτικών μέσων θα είναι πολυμερές, όταν αλληλεπιδρούν σε αυτό περισσότεροι επενδυτές για την αγορά και την πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων και υπάρχει ένας αντισυμβαλλόμενος ο οποίος παρεμβάλλεται μεταξύ αγοραστή και πωλητή χωρίς να αναλαμβάνει κίνδυνο (διαχειριστής του χώρου), προκειμένου να διασφαλίζεται καλύτερη λειτουργία του συστήματος.

74. Καίτοι ούτε η οδηγία MiFID I παρέχει νομοθετικό ορισμό των διμερών συστημάτων διαπραγματεύσεως, στην αιτιολογική σκέψη 6 αυτής επισημαίνεται ότι πρόκειται για τα συστήματα εκείνα «στα οποία επιχείρηση επενδύσεων συμμετέχει στη συναλλαγή για ίδιο λογαριασμό και όχι ως αντισυμβαλλόμενος ο οποίος παρεμβάλλεται μεταξύ αγοραστή και πωλητή χωρίς να αναλαμβάνει κίνδυνο». Στο άρθρο 4, παράγραφος 1, σημείο 6, της οδηγίας MiFID I διευκρινίζεται ότι «διενέργεια συναλλαγών για ίδιο λογαριασμό» είναι «η διαπραγμάτευση βάσει ιδίων κεφαλαίων, η οποία οδηγεί στην ολοκλήρωση συναλλαγών σε ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα». Επομένως, τα διμερή συστήματα διαπραγματεύσεως διακρίνονται[34] από το γεγονός ότι σε αυτά οι επενδυτές διαπραγματεύονται άμεσα χρηματοπιστωτικά μέσα με την επιχείρηση επενδύσεων, η οποία ενεργεί για ίδιο λογαριασμό και διακινδυνεύει τα κεφάλαιά της, χωρίς την παρέμβαση οποιουδήποτε τρίτου.

75. Επομένως, τα στοιχεία που προσδίδουν πολυμερή χαρακτήρα σε χώρο διαπραγματεύσεως χρηματοπιστωτικών μέσων συνοψίζονται: α) στη συμμετοχή πλειόνων επενδυτών για την αγορά και την πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων και β) στην ύπαρξη αντισυμβαλλομένου ο οποίος παρεμβάλλεται μεταξύ των διαφόρων επενδυτών χωρίς να αναλαμβάνει κίνδυνο (διαχειριστής), για τη διασφάλιση της ορθής λειτουργίας του.

76. Εν συνεχεία πρέπει να εξακριβωθεί, με τις επιφυλάξεις που διατυπώνονται στα σημεία 55 έως 67, κατά πόσον οντότητα όπως το EFS συγκεντρώνει τα χαρακτηριστικά αυτά.

34 Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών επισήμανε ότι η έννοια «πολυμερή συστήματα» αποσκοπεί στην εξαίρεση των διμερών συστημάτων και ότι αυτά είναι «τα συστήματα στα οποία μεμονωμένη οντότητα συμμετέχει σε κάθε διαπραγμάτευση που εισάγεται στο σύστημα για ίδιο λογαριασμό και όχι ως αντισυμβαλλόμενος ο οποίος παρεμβάλλεται μεταξύ του αγοραστή και του πωλητή χωρίς να αναλαμβάνει κίνδυνο. Αντιθέτως, σύστημα στο οποίο πλείονες συμμετέχοντες (για παράδειγμα, ειδικοί διαπραγματευτές) ενεργούν ως αντισυμβαλλόμενοι των εντολών που εισάγονται στο σύστημα θα θεωρείται πολυμερές σύστημα» (σημείο 13 του εγγράφου CESR, Standards for Alternative Trading Systems, CESR/02-086b, Ιούλιος 2002, (http://www.esma.europa.eu/system/files/l-02_086b.pdf).

77. Στις παρατηρήσεις τους, οι οργανισμοί Robeco υποστηρίζουν ότι το σύστημα EFS έχει διμερή χαρακτήρα. Κατ' αυτούς, το EFS είναι δίαυλος διανομής των μεριδίων σε οργανισμούς επενδύσεων ανοικτού τύπου. Οι επενδυτές μπορούν να επικοινωνούν με τους οργανισμούς είτε απευθείας είτε μέσω του συστήματος EFS. Στη δεύτερη περίπτωση, οι μεσίτες συγκεντρώνουν τις εντολές αγοράς και πωλήσεως των πελατών τους και τις διαβιβάζουν στους πράκτορες των επενδυτικών κεφαλαίων που διαχειρίζονται το EFS. Το πλεονέκτημα της χρήσεως του EFS είναι, για τους επενδυτές, ότι το σύστημα αυτό διευκολύνει την πρόσβαση σε μεγάλο αριθμό οργανισμών επενδύσεων και ότι η διαβίβαση εντολών είναι πιο αποτελεσματική. Όπως υποστήριξαν οι οργανισμοί Robeco κατά την επ' ακροατηρίου συζήτηση, το EFS είναι ο συνηθέστερα χρησιμοποιούμενος δίαυλος από τους μικρούς επενδυτές για την απόκτηση μεριδίων σε οργανισμούς επενδύσεων ανοικτού τύπου, ενώ οι μεγάλοι επενδυτές καταφεύγουν συνήθως στην άμεση διαπραγμάτευση.

78. Επομένως, το EFS είναι διμερές σύστημα διαβιβάσεως εντολών αγοράς και πωλήσεως μεριδίων οργανισμών επενδύσεων ανοικτού τύπου, στο οποίο οι μεσίτες δεν αλληλεπιδρούν μεταξύ τους και επικοινωνούν μόνο με τους πράκτορες των οργανισμών. Κάθε πράκτορας λειτουργεί για λογαριασμό του δικού του οργανισμού και δεν συσχετίζει, αλλά συμψηφίζει τις εντολές αγοράς και πωλήσεως μεριδίων. Δίνονται μόνον εντολές οι οποίες καταλήγουν σε συναλλαγές σε πρωτογενή αγορά.

79. Εντούτοις, εκτιμώ ότι τα επιχειρήματα αυτά δεν επαρκούν προς αντίκρουση του πολυμερούς χαρακτήρα του συστήματος EFS.

80. Όπως επισημαίνουν η AFM και η Επιτροπή, στο σύστημα EFS υπάρχει διαχειριστής (Euronext Amsterdam N.V.), ο οποίος διαβιβάζει στους πράκτορες των οργανισμών επενδύσεων τις εντολές αγοράς και πωλήσεως των επενδυτών, τις οποίες υποβάλλουν οι μεσίτες. Στις συναλλαγές μεταξύ των μεν (μεσιτών) και των δε (πρακτόρων), η Euronext, ως διαχειριστής του EFS, ενεργεί ως τρίτος. Διαχειρίζεται τον εν λόγω χώρο διαπραγματεύσεως χωρίς να ασκεί διακριτική ευχέρεια, τηρώντας το Euronext Fund Service Trading Manual.

81. Οι μεσίτες και οι πράκτορες των οργανισμών επενδύσεων μπορούν, αναμφίβολα, να πραγματοποιούν τις συναλλαγές τους σε διμερή βάση, γεγονός το οποίο δεν εμποδίζει να θεωρείται το EFS πολυμερές σύστημα, από τη στιγμή που τρίτος (Euronext) παρεμβάλλεται ως διαχειριστής της αγοράς, ο οποίος παρέχει ασφάλεια στη διαπραγμάτευση, διαφάνεια και καλύτερη προστασία των επενδυτών. Έτσι εξηγείται ότι οι μικροί επενδυτές σε οργανισμούς επενδύσεων ανοικτού τύπου είναι οι κύριοι χρήστες του συστήματος EFS. Οι μεγάλοι επενδυτές διαθέτουν τις απαραίτητες γνώσεις για να προστατεύονται μόνοι τους.

82. Η παρέμβαση της Euronext επιτρέπει στους οργανισμούς επενδύσεων να προσελκύουν επενδυτές ευκολότερα από ό,τι εάν κατέφευγαν μόνο στη διμερή διαπραγμάτευση. Συγκεκριμένα, το EFS συστάθηκε το 2007 [35] από τη Euronext Amsterdam σε στενή συνεργασία με την AFM και με την ένωση εκπροσωπήσεως των ολλανδικών οργανισμών επενδύσεων. Η Euronext υποστήριξε ότι το κύριο πλεονέκτημα του νέου μοντέλου EFS είναι, για τους επενδυτές, η λειτουργία σε «a clearly regulated market» [36].

83. Εάν οι επενδυτές, ή οι μεσίτες τους, αγόραζαν και πωλούσαν μερίδια συναλλασσόμενοι απευθείας με τους πράκτορες οργανισμού επενδύσεων ανοικτού τύπου, εκτός του EFS, θα επρόκειτο για διμερές σύστημα διαπραγματεύσεως, με τη μορφή ΣΕ (εάν η διαπραγμάτευση πραγματοποιούνταν κατά τρόπο οργανωμένο, συχνό και συστηματικό) ή εξωχρηματιστηριακής διαπραγματεύσεως μη υπαγόμενης στην οδηγία MiFID I (εάν ήταν μόνο περιστασιακή). Αυτό δεν φαίνεται να ισχύει εν προκειμένω.

35 Η Euronext προτίθεται να επεκτείνει το σύστημα EFS στη Γαλλία, αναπτύσσοντας χώρο πολυμερούς διαπραγματεύσεως για τους οργανισμούς επενδύσεων ανοικτού τύπου που λειτουργούν στη χρηματιστηριακή αγορά του Παρισιού, με την ονομασία επίσης Euronext Fund Services, τον οποίο θα διαχειρίζεται η Euronext Paris. Βλέπε τις πληροφορίες στο Euronext, *Expansion of Euronext Fund Services to include open-end funds on Euronext Paris*, Info-Flash, 24 Ιουλίου 2015.

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

84. Επιπλέον, ο πολυμερής χαρακτήρας του EFS αναδεικνύεται από το γεγονός ότι η Euronext παρεμβαίνει στο σύστημα ως διαχειριστής ο οποίος δεν ενεργεί για ίδιο λογαριασμό ούτε διακινδυνεύει ίδια κεφάλαια. Επιπροσθέτως, η Euronext δεν δικαιούται να αγοράζει, να πωλεί ή να συσχετίζει μερίδια των οργανισμών επενδύσεων, ώστε να διατηρεί τις ιδιότητες της ανεξαρτησίας και της αμεροληψίας, οι οποίες της επιτρέπουν να διαβιβάζει στην AFM τις πληροφορίες προ της διαπραγματεύσεως και μετά τη διαπραγμάτευση σχετικά με τις συναλλαγές που πραγματοποιούνται στο σύστημα EFS, κατά τα προβλεπόμενα στην οδηγία MiFID I.

3. Απαίτηση συσχετίσεως συμφερόντων πλειόνων τρίτων για πώληση και αγορά στις ρυθμιζόμενες αγορές

85. Το έτερο στοιχείο του ορισμού της ρυθμιζόμενης αγοράς το οποίο προβληματίζει το αιτούν δικαστήριο είναι η απαίτηση συσχετίσεως των συμφερόντων πλειόνων τρίτων για πώληση και αγορά.

86. Οι οργανισμοί Robeco υποστηρίζουν ότι στο EFS υπάρχουν μόνο διμερείς σχέσεις μεταξύ μεσίτη και πράκτορα οργανισμών επενδύσεων, βάσει των οποίων αγοράζονται ή πωλούνται μερίδια. Επομένως, δεν υπάρχει αλληλεπίδραση μεταξύ των πρακτόρων οργανισμών επενδύσεων ούτε μεταξύ των μεσιτών.

87. Ούτε το επιχείρημα αυτό μου φαίνεται πειστικό. Όπως διαβεβαιώνει η Κυβέρνηση του Ηνωμένου Βασιλείου, στο σύστημα EFS οι πράκτορες των διαφόρων οργανισμών επενδύσεων συναντώνται με πλείονες μεσίτες οι οποίοι εκπροσωπούν τους επενδυτές. Οι μεσίτες μπορούν να επιλέγουν τις συναλλαγές που πραγματοποιούν με πράκτορες οργανισμών επενδύσεων και οι εν λόγω πράκτορες μπορούν να διαπραγματεύονται με μεσίτες πλειόνων επενδυτών. Ως εκ τούτου, υπάρχει συσχέτιση ή αλληλεπίδραση μεταξύ των συμφερόντων πλειόνων τρίτων για αγορά ή πώληση, που χαρακτηρίζει τη ρυθμιζόμενη αγορά ή κάθε χώρο πολυμερούς διαπραγματεύσεως χρηματοπιστωτικών μέσων.

88. Το EFS δεν είναι ένας απλός *ηλεκτρονικός δίαυλος* διαβιβάσεως εντολών. Είναι σύστημα στο οποίο διεξάγεται διαπραγμάτευση χρηματοπιστωτικών μέσων (μερίδια οργανισμών επενδύσεων ανοικτού τύπου) και του οποίου η δραστηριότητα ασκείται σύμφωνα με τους κανόνες που καθορίζει ο διαχειριστής του συστήματος, Euronext, σε *εγχειρίδιο διαπραγματεύσεως*.[37]

89. Η αλληλεπίδραση αυτή δεν επιτρέπεται στα διμερή συστήματα διαπραγματεύσεως (όπως οι ΣΕ). Για τον λόγο αυτό, στην αιτιολογική σκέψη 17 της οδηγίας MiFID II, η οποία μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως ερμηνευτικό στοιχείο, παρά το γεγονός ότι η οδηγία δεν έχει τεθεί ακόμη σε ισχύ, επισημαίνεται ότι, «[ε]νώ οι τόποι διαπραγμάτευσης είναι μηχανισμοί όπου υπάρχει αλληλεπίδραση μεταξύ πλειόνων ενδιαφερόντων τρίτων για αγοραπωλησίες, ένας συστηματικός εσωτερικοποιητής δεν θα πρέπει να επιτρέπεται να αντιστοιχίζει ενδιαφέροντα τρίτων για αγοραπωλησίες με τον ίδιο από λειτουργική άποψη τρόπο με εκείνον του τόπου διαπραγμάτευσης».

90. Πρέπει να υπομνησθεί ότι ο οργανισμός επενδύσεων ανοικτού τύπου είναι ΟΣΕΚΑ, καθήκον του οποίου είναι, όπως προεκτέθηκε, η δημόσια άντληση κεφαλαίων με σκοπό την από κοινού επένδυση και διαχείρισή τους, κατανέμοντας κατ' αυτόν τον τρόπο τους κινδύνους και τα αποτελέσματα της εν λόγω επενδύσεως μεταξύ των μεριδιούχων, οι οποίοι μπορούν επομένως να εξασφαλίζουν την απόδοση των επενδύσεών τους περιορίζοντας την έκθεσή τους σε λιγότερους κινδύνους.

91. Για έναν οργανισμό επενδύσεων ανοικτού τύπου η άντληση κεφαλαίων από τους μεριδιούχους είναι καθοριστικής σημασίας και αυτό επιδίωξαν οι ολλανδικοί οργανισμοί με τη δημιουργία συστήματος οργανωμένης διαπραγματεύσεως, όπως το EFS. Σκοπός του EFS είναι η διευκόλυνση της συσχετίσεως των συμφερόντων πλειόνων τρίτων για πώληση και αγορά των οργανισμών επενδύσεων,

37 Το προμνησθέν Euronext Investment Fund Services Trading Manual, το οποίο αντικατέστησε μεταγενέστερα το Trading Manual for the NAV Trading Facility.

οι οποίοι εκπροσωπούνται από τους πράκτορές τους, και των επενδυτών που ενδιαφέρονται να αγοράσουν ή να πωλήσουν μερίδια των εν λόγω οργανισμών επενδύσεων και ενεργούν στο EFS εκπροσωπούμενοι από τους μεσίτες τους. Εν αντιθέσει προς τα συστήματα εξωχρηματιστηριακής διαπραγματεύσεως ή τους ΣΕ, το EFS παρέχει ένα αναμφισβήτητο πλεονέκτημα για τη διευκόλυνση της συσχετίσεως των συμφερόντων αγοράς και πωλήσεως που άπτονται μεριδίων οργανισμών επενδύσεων ανοικτού τύπου.

92. Επιπλέον, εφόσον οι οργανισμοί Robeco συνεχίζουν να διαθέτουν τα μερίδιά τους μέσω διμερούς διαπραγματεύσεως, όπως αναγνώρισε ο εκπρόσωπός τους στην επ' ακροατηρίου συζήτηση, δεν μπορώ να κατανοήσω πώς μπορεί να χαρακτηριστεί επίσης διμερές ένα σύστημα διαπραγματεύσεως στο οποίο παρεμβαίνει η Euronext. Η παρέμβαση τρίτου ως ανεξάρτητου διαχειριστή, εν αντιθέσει προς ό,τι ισχύει στη διμερή διαπραγμάτευση, καθιστά πρόδηλο, κατά την άποψή μου, ότι το EFS είναι πολυμερές σύστημα με σκοπό τη διευκόλυνση της αλληλεπιδράσεως συμφερόντων αγοράς και πωλήσεως πλειόνων τρίτων, για τη διαπραγμάτευση μεριδίων οργανισμών επενδύσεων ανοικτού τύπου.

4. Άλλα πιθανά στοιχεία της έννοιας της ρυθμιζόμενης αγοράς

93. Το αιτούν δικαστήριο και οι οργανισμοί Robeco προέβαλαν άλλα στοιχεία τα οποία εκτιμούν ότι χαρακτηρίζουν τις ρυθμιζόμενες αγορές και συγκεκριμένα α) τον μηχανισμό διαμορφώσεως των τιμών που εφαρμόζεται στο σύστημα διαπραγματεύσεως· β) τον πρωτογενή χαρακτήρα του συστήματος και γ) την ύπαρξη ή μη κινδύνου συμπεριφορών καταχρήσεως της αγοράς. Εκτιμούν ότι η εφαρμογή των κριτηρίων αυτών στο EFS επιβεβαιώνει ότι πρόκειται για διμερές σύστημα και όχι για πολυμερή χώρο διαπραγματεύσεως χρηματοπιστωτικών μέσων.

94. Επισημαίνεται ότι κανένα από τα στοιχεία αυτά δεν περιέχεται στον ορισμό της ρυθμιζόμενης αγοράς του άρθρου 4, παράγραφος 1, σημείο 14, της οδηγίας MiFID I, ούτε φαίνεται να υπονοείται σε αυτήν, και, ως εκ τούτου, τα εν λόγω στοιχεία δεν πρέπει να ληφθούν υπόψη για να αποσαφηνισθεί κατά πόσον χώρος διαπραγματεύσεως όπως το EFS αποτελεί ρυθμιζόμενη αγορά.

95. Όσον αφορά τον πρώτο παράγοντα, το αιτούν δικαστήριο εξηγεί ότι στο EFS οι συναλλαγές πραγματοποιούνται βάσει του καθορισμού προθεσμιακών τιμών, ήτοι σύμφωνα με την εσωτερική αξία που υπολογίζεται βάσει των τιμών που ισχύουν μετά την καταληκτική ώρα [38]. Κατά τους οργανισμούς Robeco, ο συγκεκριμένος τρόπος καθορισμού της τιμής των συναλλαγών στο EFS δεν ρυθμίζεται από τον νόμο της προσφοράς και της ζητήσεως χρηματοπιστωτικών μέσων που αποτελούν αντικείμενο διαπραγματεύσεως στον χώρο διαπραγματεύσεως, νόμος ο οποίος πρέπει να εφαρμόζεται πάντοτε σε ρυθμιζόμενη αγορά.

96. Εντούτοις, η οδηγία MiFID I δεν έλαβε υπόψη κανέναν από τους διάφορους τρόπους διαμορφώσεως των τιμών ως στοιχείο διακρίσεως των ρυθμιζόμενων αγορών. Ως εκ τούτου, ο συγκεκριμένος παράγοντας δεν ασκεί επιρροή προκειμένου να καθοριστεί αν, βάσει της εν λόγω οδηγίας, το EFS είναι ρυθμιζόμενη αγορά.

97. Αυτό επιβεβαιώνεται στο άρθρο 29, παράγραφος 2, και στο άρθρο 44, παράγραφος 2, της οδηγίας MiFID I, τα οποία αναπτύσσονται περαιτέρω στο άρθρο 18 του κανονισμού 1287/2006, στο οποίο προβλέπεται η δυνατότητα καθιερώσεως απαλλαγών από τις υποχρεώσεις προδιαπραγματευτικής διαφάνειας στην περίπτωση ΠΜΔ και ρυθμιζόμενων αγορών των οποίων οι τιμές καθορίζονται από μηχανισμούς μη έχοντες σχέση με την προσφορά και τη ζήτηση των χρηματοπιστωτικών μέσων που αποτελούν αντικείμενο διαπραγματεύσεως στον χώρο διαπραγματεύσεως. Προφανώς, η απαλλαγή προβλέπεται επειδή μπορεί ευλόγως να υπάρχουν ρυθμιζόμενες αγορές με μηχανισμούς διαμορφώσεως των τιμών διαφορετικής φύσεως.

38 Βλ. λεπτομερή έκθεση του μηχανισμού στο σημείο 31 των παρουσών προτάσεων.

98. Επιπλέον, βάσει των πληροφοριών που προσκόμισε η AFM κατά την επ' ακροατηρίου συζήτηση, η προσφορά και η ζήτηση μεριδίων διαδραματίζουν κάποιον ρόλο στη διαμόρφωση των τιμών στο EFS. Όταν η ζήτηση και η προσφορά μεριδίων ενός οργανισμού επενδύσεων ταυτίζονται, ο πράκτοράς του τις συμψηφίζει, αλλά, εάν η ζήτηση υπερβαίνει την προσφορά, οι επενδυτές καταβάλλουν πρόσθετο ποσοστό επί των μεριδίων· στην αντίθετη περίπτωση, τους παρέχεται έκπτωση. Η μεγαλύτερη προσφορά ή ζήτηση μεριδίων ενός οργανισμού επενδύσεων ανοικτού τύπου εξαρτάται από τα αποτελέσματα των επενδύσεών του στις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων.

99. Ο δεύτερος παράγοντας τον οποίο προβάλλουν το αιτούν δικαστήριο και οι οργανισμοί Robeco αφορά τον πρωτογενή χαρακτήρα της αγοράς στην οποία εκδίδονται και αναλαμβάνονται υποχρεώσεις αγοράς μεριδίων οργανισμών επενδύσεων ανοικτού τύπου, αλλά δεν υπάρχει δευτερογενής διαπραγμάτευση των εν λόγω χρηματοπιστωτικών μέσων.

100. Εντούτοις, ο ορισμός της ρυθμιζόμενης αγοράς στην οδηγία MiFID I δεν περιέχει καμία μνεία στο συγκεκριμένο στοιχείο (όπως και ο ορισμός του ΠΜΔ). Επιπλέον, όπως επισημαίνει η Επιτροπή, σε ρυθμιζόμενη αγορά είναι εφικτή τόσο η αρχική (πρωτογενής) τοποθέτηση χρηματοπιστωτικών μέσων όσο και η μεταγενέστερη δευτερογενής διαπραγμάτευσή τους[39]. Ως εκ τούτου, το γεγονός ότι οι εκδόσεις και οι εγγραφές για την αγορά μεριδίων οργανισμών επενδύσεων δεν αποτελούν αντικείμενο μεταγενέστερων διαπραγματεύσεων δεν εμποδίζει το EFS να είναι ρυθμιζόμενη αγορά.

101. Επιπλέον, όπως επισημαίνει η Κυβέρνηση του Ηνωμένου Βασιλείου, ο κανονισμός (ΕΕ) 1031/2010[40] αφορά τους πλειστηριασμούς των δικαιωμάτων εκπομπής αερίων του θερμοκηπίου, οι οποίοι αποτελούν πρωτογενή διαπραγμάτευση χρηματοπιστωτικού μέσου. Κατά το άρθρο 35, παράγραφος 1, «[π]λειστηριασμοί διεξάγονται μόνο σε χώρο πλειστηριασμών ο οποίος έχει αδειοδοτηθεί ως ρυθμιζόμενη αγορά, βάσει της παραγράφου 5, από τις αρμόδιες εθνικές αρχές που αναφέρονται στο δεύτερο εδάφιο της παραγράφου 4». Επομένως, ο ως άνω κανόνας δέχεται ρητώς την πραγματοποίηση συναλλαγών που χαρακτηρίζουν τις πρωτογενείς αγορές σε αγορά ρυθμιζόμενη σύμφωνα με τις προϋποθέσεις της οδηγίας MiFID I.

102. Τέλος, οι οργανισμοί Robeco υποστηρίζουν, και το αιτούν δικαστήριο επαναλαμβάνει το επιχείρημά τους, ότι στο σύστημα EFS δεν υπάρχει κίνδυνος συμπεριφορών καταχρήσεως της αγοράς και ότι, επομένως, ο χαρακτηρισμός του ως ρυθμιζόμενης αγοράς (με την επακόλουθη υποχρέωση υποβολής στοιχείων σχετικά με τις δραστηριότητες των διαχειριστών των οργανισμών επενδύσεων) δεν θα συνέβαλλε κατ' ουδένα τρόπο στην προστασία των επενδυτών.

103. Εντούτοις, εκτιμώ ότι ούτε το επιχείρημα αυτό μπορεί να γίνει δεκτό. Αφενός, ο ορισμός της ρυθμιζόμενης αγοράς στην οδηγία MiFID I δεν περιλαμβάνει στα στοιχεία του το αυξημένο ή μειωμένο ενδεχόμενο χειραγωγήσεων της αγοράς. Αφετέρου, η AFM αντέκρουσε (βασίμως, κατά την άποψή μου) τα επιχειρήματα των οργανισμών Robeco επιβεβαιώνοντας το ενδεχόμενο καταχρήσεων της αγοράς ή διακινήσεως εμπιστευτικών πληροφοριών σε συστήματα όπως το EFS.

39 Κατά τη Moloney, η έννοια της ρυθμιζόμενης αγοράς «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*, 3η έκδ., Oxford University Press, Oxford, 2014, σ. 463).

40 Κανονισμός της Επιτροπής, της 12ης Νοεμβρίου 2010, για τον χρόνο διεξαγωγής, τη διαχείριση και τις λοιπές πτυχές των πλειστηριασμών δικαιωμάτων εκπομπής αερίων θερμοκηπίου κατ' εφαρμογήν της οδηγίας 2003/87/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τη θέσπιση συστήματος εμπορίας δικαιωμάτων εκπομπής αερίων θερμοκηπίου εντός της Κοινότητας (ΕΕ 2010, L 302, σ. 1).

104. Συγκεκριμένα, η AFM μνημόνευσε παραδείγματα τέτοιων παράνομων συμπεριφορών στο πλαίσιο της διαπραγματεύσεως μεριδίων οργανισμών επενδύσεων. Σε περιπτώσεις όπως η αποχώρηση σημαντικού διαχειριστή οργανισμού επενδύσεων, οι εμπιστευτικές πληροφορίες μπορεί να υπάρχουν και να παράγουν συμπεριφορές καταχρήσεως της αγοράς με επίπτωση στην αξία των μεριδίων[41], κάτι το οποίο μπορεί επίσης να συμβεί όταν λαμβάνονται αποφάσεις όπως η μετατροπή οργανισμού επενδύσεων ανοικτού τύπου σε ΟΣΕΚΑ κλειστού τύπου.

105. Το άρθρο 9 της οδηγίας 2003/6, το οποίο εφαρμόζεται ratione temporis στη διαφορά της κύριας δίκης, προβλέπει μόνο την υποχρέωση υποβολής στοιχείων σχετικά με τους διαχειριστές εταιριών με μέσα εισηγμένα προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενες αγορές, δεδομένου ότι αυτός ήταν ο μόνος τύπος συστήματος οργανωμένης διαπραγματεύσεως που υπήρχε κατά την έκδοση της εν λόγω οδηγίας. Μεταγενέστερα, όπως προεκτέθηκε, η οδηγία MiFID I δημιούργησε τους ΠΜΔ και η οδηγία MiFID II προβλέπει την εγκαθίδρυση των ΜΟΔ ως νέων πολυμερών συστημάτων οργανωμένης διαπραγματεύσεως. Από τη συστηματική ερμηνεία των εν λόγω κανόνων συνάγεται ότι οι υποχρεώσεις υποβολής στοιχείων στις εποπτικές αρχές, για την αποτροπή των παράνομων συμπεριφορών καταχρήσεως εμπιστευτικών πληροφοριών (άρθρο 6 της οδηγίας 2003/6), πρέπει να επιβάλλονται επίσης στους υπευθύνους των νέων οργανωμένων συστημάτων διαπραγματεύσεων χρηματοπιστωτικών μέσων που προβλέπονται στις μεταγενέστερες του 2003 διατάξεις του δικαίου της Ένωσης. Η ερμηνεία αυτή επιβεβαιώνεται πλήρως από τον νέο κανονισμό (ΕΕ) 596/2014[42].

106. Η ερμηνεία που προτείνω, σύμφωνα με την οποία σύστημα διαπραγματεύσεως με τα χαρακτηριστικά του EFS πρέπει να θεωρείται ρυθμιζόμενη αγορά, βάσει της οδηγίας MiFID I, συνάδει με τον σκοπό που αυτή επιδιώκει.

107. Συγκεκριμένα, σκοπός του κανονιστικού πλαισίου MiFID I, το οποίο ενίσχυσε εν συνεχεία η MiFID II, είναι η ρύθμιση και ο έλεγχος των διαφόρων συστημάτων διαπραγματεύσεως που εμφανίστηκαν, αφήνοντας εκτός ρυθμίσεως και ελέγχου μόνο τη διμερή και περιστασιακή διαπραγμάτευση χρηματοπιστωτικών μέσων[43]. Επομένως, κάθε οργανωμένη διαπραγμάτευση πρέπει να εμπίπτει σε ένα εκ των πολυμερών ή διμερών συστημάτων που προβλέπονται στους κανόνες MiFID I και, μετά τις 3 Ιανουαρίου 2018, στους κανόνες MiFID II[44]. Κατ' αυτόν τον τρόπο, προάγεται προσφορότερος ανταγωνισμός μεταξύ των διαφόρων συστημάτων διαπραγματεύσεως, χωρίς κίνδυνο αναπτύξεως συστημάτων εξωχρηματιστηριακής διαπραγματεύσεως από τους φορείς

41 Η αποχώρηση του διαχειριστή κεφαλαίων της Pimco τον Σεπτέμβριο του 2014 είχε ως αποτέλεσμα την απόσυρση 3 700 εκατομμυρίων ευρώ (https://www.ft.com/content/56aa4284-4fc1-11e4-a0a4-00144feab7de). Σημαντικό αντίκτυπο είχε επίσης η μετάβαση, στα τέλη του 2014, του διαχειριστή της Ignis Asset Management στην Old Mutual Global Investors και η αποχώρηση του διαχειριστή οργανισμών επενδύσεων της Bestinver Asset Management (http://www.expansion.com/2014/09/23/mercados/fondos/1411459605.html).

42 Κανονισμός (ΕΕ) 596/2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 16ης Απριλίου 2014, για την κατάχρηση της αγοράς (κανονισμός για την κατάχρηση της αγοράς) και την κατάργηση της οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και των οδηγιών της Επιτροπής 2003/124/ΕΚ, 2003/125/ΕΚ και 2004/72/ΕΚ (ΕΕ 2014, L 173, σ. 1). Κατά την αιτιολογική σκέψη 8 του κανονισμού αυτού, «[τ]ο πεδίο εφαρμογής της οδηγίας 2003/6/ΕΚ είχε ως επίκεντρο τα χρηματοπιστωτικά μέσα που έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά ή για τα οποία έχει ζητηθεί η εισαγωγή προς διαπραγμάτευση σε μια τέτοια αγορά. Εντούτοις, τα τελευταία χρόνια τα χρηματοπιστωτικά μέσα αποτελούν ολοένα και περισσότερο αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε πολυμερείς μηχανισμούς διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ). Υπάρχουν επίσης χρηματοπιστωτικά μέσα που διαπραγματεύονται μόνο σε άλλα είδη οργανωμένων μηχανισμών διαπραγμάτευσης (ΟΜΔ) ή διαπραγματεύονται μόνο εξωχρηματιστηριακώς (Over the Counter). Κατά συνέπεια, το πεδίο εφαρμογής του παρόντος κανονισμού θα πρέπει να καταλαμβάνει οποιοδήποτε χρηματοπιστωτικό μέσο διαπραγματεύεται σε ρυθμιζόμενη αγορά, ΠΜΔ ή ΟΜΔ, και οποιαδήποτε άλλη συμπεριφορά ή πράξη που μπορεί να έχει επιπτώσεις σε ένα τέτοιο χρηματοπιστωτικό μέσο ανεξαρτήτως εάν αυτή η συμπεριφορά ή πράξη συντελείται σε τόπο διαπραγμάτευσης ή όχι. […]. Με αυτόν τον τρόπο βελτιώνεται η προστασία των επενδυτών, διατηρείται η ακεραιότητα των αγορών και διασφαλίζεται ότι απαγορεύεται ρητά η κατάχρηση της αγοράς σε αυτά τα μέσα».

43 Συναφώς, το άρθρο 1, παράγραφος 7, της οδηγίας MiFID II ορίζει τα εξής: «Όλα τα πολυμερή συστήματα χρηματοπιστωτικών μέσων λειτουργούν σύμφωνα με τις διατάξεις του Τίτλου ΙΙ για τους ΠΜΔ ή τους ΜΟΔ, ή τις διατάξεις του Τίτλου ΙΙΙ για τις ρυθμιζόμενες αγορές. Επιχειρήσεις επενδύσεων οι οποίες, σε οργανωμένη, συχνή, συστηματική και ουσιαστική βάση, διενεργούν συναλλαγές για ίδιο λογαριασμό όταν εκτελούνται εντολές πελατών, εκτός ρυθμιζόμενης αγοράς ή ΠΜΔ ή ΜΟΔ, λειτουργούν σύμφωνα με τον τίτλο ΙΙΙ του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 600/2014. Με την επιφύλαξη του άρθρου 23 και του άρθρου 28 του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 600/2014, όλες οι συναλλαγές χρηματοπιστωτικών μέσων που αναφέρονται στο πρώτο και δεύτερο εδάφιο και που δεν συνάπτονται σε πολυμερή συστήματα ή συστηματικούς εσωτερικοποιητές πρέπει να συμμορφώνονται προς τις σχετικές διατάξεις του τίτλου ΙΙΙ του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 600/2014».

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

που επιθυμούν να παρακάμψουν τους ελέγχους των εποπτικών αρχών. Εάν η έννοια της ρυθμιζόμενης αγοράς της οδηγίας MiFID I ερμηνευθεί κατά τρόπο ώστε να εξαιρούνται χώροι διαπραγματεύσεως όπως το EFS, στους οποίους επενδυτές αλληλεπιδρούν με οργανισμούς επενδύσεων ανοικτού τύπου, θα αναιρεθούν οι σκοποί που επιδιώκει ο νομοθέτης της Ένωσης στον συγκεκριμένο τομέα.

IV. Πρόταση

108. Λαμβανομένων υπόψη των προεκτεθέντων, προτείνω στο Δικαστήριο να απαντήσει στο προδικαστικό ερώτημα το οποίο υπέβαλε το College van beroep voor het bedrijfsleven (εφετείο εμπορικών υποθέσεων, Κάτω Χώρες) ως εξής:

«Οργανωμένο σύστημα διαπραγματεύσεως χρηματοπιστωτικών μέσων, με πολυμερή χαρακτήρα, στο οποίο αλληλεπιδρούν, υπό τον έλεγχο ανεξάρτητου διαχειριστή, τα συμφέροντα αγοράς και πωλήσεως των επενδυτών μέσω μεσιτών και των οργανισμών επενδύσεων ανοικτού τύπου, οι οποίοι εκπροσωπούνται από τους πράκτορές τους, πρέπει να χαρακτηριστεί ρυθμιζόμενη αγορά, κατά την έννοια του άρθρου 4, παράγραφος 1, σημείο 14, της οδηγίας 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 21ης Απριλίου 2004, για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, για την τροποποίηση των οδηγιών 85/611/ΕΟΚ και 93/6/ΕΟΚ του Συμβουλίου και της οδηγίας 2000/12/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και για την κατάργηση της οδηγίας 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου.»