Raccolta della giurisprudenza

CONCLUSIONI DELL'AVVOCATO GENERALE
M. CAMPOS SÁNCHEZ-BORDONA
presentate il 26 aprile 2017 [1]

Causa 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
contro
Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM)

[Domanda di pronuncia pregiudiziale proposta dal College van beroep voor het bedrijfsleven (Corte d'appello in materia economica, Paesi Bassi)]

«Mercati degli strumenti finanziari – Sistemi multilaterali di negoziazione – Nozione di mercato regolamentato – Gestore di fondi di investimento – Fondi di investimento aperti – Abuso di mercato e sfruttamento di informazioni privilegiate»

1. Negli ultimi anni i sistemi di negoziazione di strumenti finanziari hanno conosciuto un'evoluzione vertiginosa in seguito alla diversificazione dei prodotti finanziari commercializzati.

2. La necessità di offrire agli investitori una tutela adeguata, ridurre il rischio e aumentare il controllo pubblico sul funzionamento di tali mercati, allo scopo di garantire la stabilità finanziaria, ha richiesto un adeguamento progressivo dei sistemi di negoziazione. Alle tradizionali borse valori si sono affiancate nuove piattaforme, di carattere sia multilaterale che bilaterale, che consentono di operare con tutti i tipi di strumenti finanziari, dai più semplici ai più sofisticati.

3. Il legislatore dell'Unione è intervenuto in modo incisivo nella regolamentazione di tale settore. A tal fine, e utilizzando una terminologia talvolta di difficile comprensione, esso ha elaborato figure dotate di connotazioni peculiari: i «mercati regolamentati», i «sistemi multilaterali di negoziazione», i «sistemi organizzati di negoziazione» e gli «internalizzatori sistematici» (in prosieguo: gli «IS»).

1 Lingua originale: lo spagnolo.

4. Il presente procedimento consentirà alla Corte di ampliare la sua giurisprudenza, ancora in fase incipiente, sulle caratteristiche dei sistemi di negoziazione, in particolare dei mercati regolamentati. Il giudice del rinvio intende sapere se un sistema denominato Euronext Fund Service (in prosieguo: l'«EFS»), gestito dalla Euronext Amsterdam N.V.[2], costituisca o meno un mercato regolamentato, tenuto conto del fatto che, in detto mercato, interagiscono unicamente investitori e fondi di investimento aperti.

I. Contesto normativo

A. Diritto dell'Unione

5. Le disposizioni più rilevanti ai fini della presente controversia sono contenute nella direttiva 2004/39/CE[3] (nota come «direttiva MiFID I») e nelle sue principali normative di attuazione, vale a dire la direttiva 2006/73/CE[4] e il regolamento (CE) n. 1287/2006[5] (in prosieguo: la «normativa MiFID I» o «il quadro normativo MiFID I»). Occorre inoltre tenere conto della direttiva 2003/6/CE[6].

6. Il sistema normativo costituito dalla direttiva MiFID I e dalle sue misure di attuazione ha subito l'impatto della crisi finanziaria del 2008, che ha fatto emergere alcune carenze nel funzionamento e nella trasparenza dei mercati finanziari. Inoltre, l'evoluzione tecnologica ha imposto un rafforzamento del quadro normativo, in particolare per quanto riguarda i sistemi di negoziazione, a fine di aumentare la trasparenza degli stessi, tutelare meglio gli investitori, rafforzare la fiducia, includere i settori non ancora regolamentati e assicurare che le autorità di vigilanza dispongano dei poteri indispensabili per svolgere i loro compiti.

7. Di conseguenza, il sistema normativo MiFID I, entrato in vigore nel 2007, sarà sostituito a partire dal 3 gennaio 2018 dal cosiddetto MiFID II, integrato, essenzialmente, dalla direttiva 2014/65/UE[7] (in prosieguo: la «direttiva MiFID II») e dal regolamento (UE) n. 600/2014[8]. Sebbene non sia ancora entrata in vigore e ovviamente non risulti applicabile alla controversia principale, la direttiva MiFID II contiene alcuni elementi utili ai fini dell'interpretazione della normativa MiFID I.

1. *Direttiva 2004/39*

8. L'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva MiFID I prevede che la medesima «si applica alle imprese di investimento e ai mercati regolamentati».

2 La Euronext Amsterdam N.V si annuncia quale successore della storica Borsa valori di Amsterdam e opera secondo la formula del mercato regolamentato.

3 Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio (GU 2004, L 145, pag. 1).

4 Direttiva della Commissione, del 10 agosto 2006, recante modalità di esecuzione della direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti di organizzazione e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di tale direttiva (GU 2006, L 241, pag. 26).

5 Regolamento della Commissione, del 10 agosto 2006, recante modalità di esecuzione della direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda gli obblighi in materia di registrazioni per le imprese di investimento, la comunicazione delle operazioni, la trasparenza del mercato, l'ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione e le definizioni di taluni termini ai fini di tale direttiva (GU 2006, L 241, pag. 1).

6 Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato) (GU 2003, L 96, pag. 16).

7 Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE (GU 2014, L 173, pag. 349).

8 Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 (GU 2014, L 173, pag. 84).

9. I considerando 2, 5, 6, 44 e 49 di detta direttiva sono così formulati:

«(2) (…) è indispensabile assicurare il grado di armonizzazione necessario per poter offrire agli investitori un livello elevato di protezione e consentire alle imprese di investimento di prestare servizi in tutta la Comunità, nel quadro del mercato unico, sulla base della vigilanza dello Stato membro di origine. (…)

(…)

(5) (…) È necessario prendere atto dell'emergere, a fianco dei mercati regolamentati, di una nuova generazione di sistemi di negoziazione organizzati, che dovrebbero essere sottoposti ad obblighi per preservare il funzionamento efficiente ed ordinato dei mercati finanziari. (…)

(…)

(6) Occorre introdurre definizioni di mercato regolamentato e di sistema multilaterale di negoziazione [9] che siano strettamente allineate, in modo da riflettere il fatto che entrambi esplicano la stessa funzione di negoziazione organizzata. Le definizioni dovrebbero escludere i sistemi bilaterali dove un'impresa di investimento intraprende ogni operazione per proprio conto e non come controparte interposta tra l'acquirente e il venditore senza assunzione di rischi. Il termine "sistema" comprende tutti i mercati che sono costituiti da una serie di regole e da una piattaforma di negoziazione nonché quelli che funzionano esclusivamente in base a una serie di regole. I mercati regolamentati e i sistemi multilaterali di negoziazione non sono tenuti a gestire un sistema "tecnico" per il confronto ("matching") degli ordini. Un mercato costituito esclusivamente da una serie di regole che disciplinano aspetti relativi all'acquisizione della qualità di membri, all'ammissione di strumenti alla negoziazione, alla negoziazione tra membri, agli obblighi di notifica e, se del caso, di trasparenza, è un mercato regolamentato o un sistema multilaterale di negoziazione ai sensi della presente direttiva e le operazioni concluse in base a tali regole sono considerate come concluse nell'ambito del sistema di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione. I termini "interessi di acquisto e di vendita" vanno intesi in senso ampio ed includono ordini, quotazioni di prezzi e manifestazioni di interesse. Con la formula "consentire l'incontro al suo interno ed in base a regole non discrezionali stabilite dal gestore del sistema" si intende che l'incontro degli interessi ha luogo in base alle regole del sistema o tramite i protocolli o le procedure operative interne del sistema (comprese le procedure incorporate nel software informatico). I termini "regole non discrezionali" significano che le regole non lasciano all'impresa di investimento che gestisce un sistema multilaterale di negoziazione alcuna discrezionalità su come possano interagire gli interessi. Le definizioni prescrivono che gli interessi si incontrino in modo tale da dare luogo ad un contratto, il che significa che l'esecuzione ha luogo in base alle regole del sistema o tramite i suoi protocolli o le sue procedure operative interne.

(…)

(44) Nel duplice intento di tutelare gli investitori e garantire il buon funzionamento dei mercati mobiliari, è necessario garantire la trasparenza delle operazioni e assicurare che le norme previste a tal fine si applichino alle imprese di investimento quando intervengono sul mercato. Per consentire agli investitori o ai partecipanti al mercato di valutare in qualunque momento le condizioni di un'operazione su azioni da loro presa in considerazione e di verificare a posteriori le condizioni alle quali è stata conclusa, occorre stabilire regole comuni per la pubblicazione di informazioni dettagliate sulle operazioni su azioni concluse e sulle possibilità di negoziazione esistenti. Queste regole sono necessarie per garantire l'effettiva integrazione dei mercati azionari

9 La sigla MTF utilizzata nella direttiva 2004/39 è l'acronimo di «sistema multilaterale di negoziazione».

degli Stati membri, per rafforzare l'efficacia del processo globale di formazione dei prezzi degli strumenti rappresentativi del capitale e per favorire il rispetto effettivo dell'obbligo di esecuzione alle condizioni migliori. Per raggiungere questi obiettivi è indispensabile porre in atto un regime globale di trasparenza per tutte le operazioni su azioni, indipendentemente dal fatto che siano eseguite da un'impresa di investimento su base bilaterale o tramite mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione. L'obbligo che la presente direttiva impone alle imprese di investimento di indicare i prezzi di acquisto/vendita e di eseguire un ordine al prezzo indicato non esime un'impresa di investimento dall'obbligo di indirizzare un ordine a un altro luogo di esecuzione quando questa internalizzazione potrebbe impedire che l'impresa soddisfi al meglio gli obblighi di esecuzione.

(…)

(49) L'autorizzazione a gestire un mercato regolamentato dovrebbe comprendere tutte le attività direttamente collegate all'esposizione, all'elaborazione, all'esecuzione, alla conferma e alla notifica degli ordini, dal momento in cui tali ordini sono ricevuti dal mercato regolamentato al momento in cui sono trasmessi per successiva finalizzazione, nonché tutte le attività relative all'ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione. Dovrebbero inoltre essere incluse le operazioni concluse tramite market maker designati dal mercato regolamentato nel quadro dei sistemi di tale mercato e in conformità delle regole che disciplinano tali sistemi. Non tutte le operazioni concluse da membri dei mercati regolamentati o di sistemi multilaterali di negoziazione o da partecipanti agli stessi devono essere considerate operazioni concluse nell'ambito dei sistemi dei mercati regolamentati e dei sistemi multilaterali di negoziazione. Le operazioni concluse su base bilaterale da membri o partecipanti che non ottemperano a tutti gli obblighi derivanti da un mercato regolamentato o da un sistema multilaterale di negoziazione ai sensi della presente direttiva, dovrebbero essere considerate operazioni concluse al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione ai fini della definizione di internalizzatori sistematici. In tal caso dovrebbe applicarsi l'obbligo, per le imprese di investimento, di pubblicare quotazioni ferme se sono soddisfatte le condizioni stabilite nella presente direttiva».

10. L'articolo 4, paragrafo 1, punti 7, 13, 14 e 15, definisce le seguenti nozioni:

«7) "internalizzatore sistematico": un'impresa di investimento che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione;

(…)

13) "gestore del mercato": persona o persone che gestisce/gestiscono e/o amministra/amministrano l'attività di un mercato regolamentato. Il gestore del mercato può coincidere con il mercato regolamentato stesso;

14) "mercato regolamentato": sistema multilaterale, amministrato e/o gestito dal gestore del mercato, che consente o facilita l'incontro – al suo interno ed in base alle sue regole non discrezionali – di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue regole e/o ai suoi sistemi, e che è autorizzato e funziona regolarmente e ai sensi delle disposizioni del titolo III;

15) "sistema multilaterale di negoziazione": sistema multilaterale gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l'incontro – al suo interno ed in base a regole non discrezionali – di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti ai sensi delle disposizioni del titolo II».

2. Regolamento n. 1287/2006

11. L'articolo 2, punto 8, definisce la «sede di negoziazione» come «un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o un internalizzatore sistematico che agisca in tale veste e, se del caso, un sistema al di fuori della Comunità con funzioni analoghe a quelle di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione».

12. L'articolo 5 di detto regolamento precisa quanto segue:

«Ai fini del presente regolamento, un riferimento ad un'operazione è un riferimento unicamente all'acquisto e alla vendita di uno strumento finanziario. Ai fini del presente regolamento, ad eccezione del capo II, l'acquisto e la vendita di uno strumento finanziario non includono le operazioni seguenti:

(…)

c) le operazioni del mercato primario (quali l'emissione, l'attribuzione o la sottoscrizione) relative a strumenti finanziari che rientrano nell'ambito di applicazione dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 18, lettere a) e b), della direttiva 2004/39/CE».

13. L'articolo 21, paragrafo 1, elenca i criteri per determinare se un'impresa di investimento sia un IS (internalizzatore sistematico):

«Qualora un'impresa di investimento, nell'eseguire gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione, negozi per conto proprio, essa è considerata come un internalizzatore sistematico se soddisfa i seguenti criteri che dimostrano che svolge la sua attività in modo organizzato, frequente e sistematico:

a) l'attività riveste un ruolo commerciale importante per l'impresa ed è condotta in base a regole e procedure non discrezionali;

b) l'attività è svolta da personale, o mediante un sistema tecnico automatizzato, destinato a tale compito indipendentemente dal fatto che il personale o il sistema in questione siano utilizzati esclusivamente a tale scopo;

c) l'attività è accessibile ai clienti su base regolare e continua».

3. Direttiva 2003/6

14. Ai sensi dell'articolo 1, punto 1, di detta direttiva, si intende per:

«"*informazione privilegiata*", un'informazione che ha un carattere preciso, che non è stata resa pubblica e che concerne, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari ovvero sui prezzi di strumenti finanziari derivati connessi».

15. Ai sensi dell'articolo 6, paragrafo 4, della medesima direttiva:

«Le persone che esercitano responsabilità di direzione all'interno di un emittente di strumenti finanziari e, se del caso, le persone legate strettamente ad esse, notificano all'autorità competente l'esistenza di operazioni effettuate per loro conto attinenti ad azioni emesse da tale emittente o a strumenti derivati o ad altri strumenti finanziari a loro collegati. Gli Stati membri provvedono a consentire il più presto possibile un agevole accesso del pubblico a dette informazioni, almeno su base individuale».

B. Diritto nazionale

16. L'articolo 1:1 della Wet op het financieel toezicht (legge sul controllo finanziario; in prosieguo: la «Wft») descrive la nozione di mercato regolamentato nei seguenti termini:

«sistema multilaterale, che consente o facilita l'incontro – al suo interno ed in base alle sue regole non discrezionali – di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue regole e ai suoi sistemi, e che funziona regolarmente e ai sensi delle disposizioni vigenti in materia di concessione di autorizzazione e di controllo».

17. Ai sensi dell'articolo 5:60, paragrafo 1, lettera a), qualunque persona

– che determina o contribuisce a determinare la gestione quotidiana di un emittente avente sede nei Paesi Bassi che ha emesso o intende emettere gli strumenti finanziari di cui all'articolo 5:56, paragrafo 1, lettera a), [vale a dire, strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un sistema di negoziazione multilaterale],

– ha avuto l'iniziativa di un contratto di compravendita relativo ad uno strumento finanziario di cui alla presente lettera, diverso da un valore mobiliare,

– o che propone un contratto di compravendita relativo ad uno strumento finanziario di cui alla presente lettera, diverso da un valore mobiliare,

ha il dovere di notificare, entro cinque giorni feriali dalla data di un'operazione, le operazioni effettuate o gli ordini impartiti per proprio conto aventi ad oggetto quote dell'organismo emittente di cui alle lettere a), b) e c), (dell'articolo 5:60, paragrafo 1) rispettivamente, o strumenti finanziari il cui valore è determinato inoltre con riferimento al valore di siffatte quote.

18. A tenore dell'articolo 5:56, paragrafo 1, lettera a), alle persone contemplate dalla precedente disposizione è vietato abusare di informazioni privilegiate nel concludere o eseguire transazioni nei Paesi Bassi o dai Paesi Bassi, o in o da un paese membro, relative a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato per il quale è stata rilasciata un'autorizzazione ai sensi dell'articolo 5:26, paragrafo 1, o in un sistema multilaterale di negoziazione per il quale l'organismo di investimento è autorizzato ai sensi dell'articolo 2:96 o rispetto al quale è stata chiesta l'ammissione alla negoziazione.

19. Ai sensi dell'articolo 1:40, paragrafo 1, l'autorità di controllo addebita i costi delle attività da essa svolte in relazione all'esecuzione dei suoi compiti alle imprese nei confronti delle quali sono svolte le attività medesime, nella misura in cui detti costi non sono a carico del bilancio dello Stato.

20. In virtù degli articoli 5, 6 e 8, paragrafo 1, sub i), punto 4, del Besluit bekostiging financieel toezicht (decreto sul finanziamento del controllo finanziario), la Stichting Autoriteit Financiële Markten (autorità di controllo del mercato degli strumenti finanziari nei Paesi Bassi; in prosieguo: l'«AFM») ha facoltà, a tal fine, di imporre tasse agli organismi emittenti ai sensi dell'articolo 5:60, paragrafo 1, lettera a), della Wft.

II. Procedimento nazionale e questione pregiudiziale

21. Il procedimento a quo vede opposta l'AFM alla Robeco Hollands Bezit N.V. e ad altre undici società (organismi di investimento collettivo in valori mobiliari di tipo aperto o fondi di investimento aperti; in prosieguo: la «Robeco» o i «fondi Robeco»), che hanno impugnato taluni avvisi di pagamento di tributi emessi da detta autorità.

22. La controversia verte, in concreto, sulle decisioni dell'AFM del 30 ottobre 2009, del 31 dicembre 2010, del 30 settembre 2011 e del 28 settembre 2012 (in prosieguo: le «prime decisioni»). Con tali decisioni l'AFM ha imposto ai fondi Robeco tributi relativi agli esercizi 2009, 2010, 2011 e 2012 per importi pari rispettivamente a EUR 110, EUR 350, EUR 630 ed EUR 180, in applicazione degli articoli 1:40 e 5:60, paragrafo 1, parte iniziale e lettera a), della Wft e del Besluit bekostiging financieel toezicht (decreto sul finanziamento del controllo finanziario).

23. Secondo l'AFM, tali tributi sono dovuti in ragione delle attività di controllo svolte da detta autorità in relazione ai fondi Robeco ai fini dell'attuazione della direttiva 2003/6, recepita nei Paesi Bassi mediante la Wft, che impone agli organismi emittenti di strumenti finanziari negoziati su mercati regolamentati di trasmettere informazioni sulle attività dei loro gestori.

24. Con decisione del 13 dicembre 2012 l'AFM ha respinto i reclami presentati dalla Robeco.

25. La Robeco ha proposto un ricorso avverso detta decisione dinanzi al Rechtbank Rotterdam (Tribunale di Rotterdam, Paesi Bassi), che lo ha respinto con sentenza del 24 dicembre 2013.

26. Detto giudice ha rigettato le domande della Robeco e ha accolto le tesi dell'AMF. Esso ha dichiarato che il sistema EFS soddisfa la definizione di mercato regolamento ai sensi dell'articolo 1:1 della Wft, che l'articolo 5:60 della Wft si applica agli amministratori e ai sindaci e che i tributi imposti dall'AFM risultano conformi al diritto.

27. La Robeco ha impugnato la sentenza di primo grado dinanzi al College van beroep voor het bedrijfsleven (Corte d'appello in materia economica, Paesi Bassi), il quale deve stabilire definitivamente se il sistema EFS ricada o meno nella nozione di mercato regolamentato di cui alla direttiva 2004/39.

28. Il giudice del rinvio ritiene comprovati vari elementi e circostanze della controversia principale, che descriverò sommariamente.

29. In primo luogo, esso afferma che la Euronext dispone di un'autorizzazione a gestire un mercato regolamentato in forza dell'articolo 5:26, paragrafo 1, della Wft. L'EFS è un segmento della Euronext configurato come un sistema di negoziazione autonomo in cui sono negoziate esclusivamente quote di partecipazione in fondi di investimento a capitale variabile. I fondi Robeco sono fondi di investimento «*open end*» (a capitale variabile) i cui broker devono eseguire ordini di acquisto o di emissione di quote di partecipazione attraverso l'EFS.

30. In secondo luogo, il giudice del rinvio conferma che gli agenti di fondo e gli intermediari partecipano al sistema EFS in qualità di membri. Ogni fondo d'investimento o gruppo di fondi di investimento ha il proprio agente di fondo che negozia per conto e a rischio di quel fondo o gruppo di fondi. Un intermediario o broker raccoglie gli ordini di acquisto e di vendita degli investitori e li trasmette all'agente del rispettivo fondo di investimento.

31. Infine, il giudice del rinvio spiega che, nel sistema EFS, le operazioni avvengono in base alla fissazione di prezzi futuri. Un intermediario può collocare un ordine presso un agente di un fondo fino alle ore 16.00 (termine limite), dopo di che il valore intrinseco dei fondi di investimento (e pertanto il valore della quota di partecipazione da emettere o da acquistare) viene calcolato sulla base delle quotazioni fissate dopo il termine limite. L'agente dà esecuzione all'ordine collocato presso di lui alle ore 10.00 del mattino successivo sulla base del valore intrinseco calcolato con un limitato margine di abbattimento o sovrapprezzo per le spese dell'operazione che l'organismo di investimento dovrà sostenere. Gli agenti di fondo non effettuano operazioni tra loro nell'ambito del sistema EFS; lo stesso vale per gli intermediari. Le operazioni in seno all'EFS avvengono conformemente alle regole dell'EFS Trading Manual e della TCS-web User Guide to the EFS.

32. Sulla base di tali elementi, il College van beroep voor het bedrijfsleven (Corte d'appello in materia economica), contrariamente a quanto dichiarato dal giudice di primo grado, propende a ritenere che il sistema EFS non sia multilaterale e che, pertanto, non lo si possa considerare un mercato regolamentato ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 14, della direttiva MiFID I.

33. A suo avviso, il considerando 6 della direttiva MiFID I distingue i sistemi bilaterali (regime dell'IS) dai sistemi multilaterali di negoziazione, tra i quali rientrano i mercati regolamentati. L'elemento di distinzione risiede nel fatto che, in un sistema bilaterale, le operazioni sono effettuate esclusivamente tra un organismo di investimento e l'investitore, mentre in un sistema multilaterale sono possibili anche operazioni tra gli investitori. L'EFS sarebbe un sistema bilaterale in quanto vi operano un intermediario (in rappresentanza dell'investitore) e un agente di fondo (in nome del fondo stesso), che effettuano le operazioni tra loro.

34. Secondo il giudice del rinvio, il considerando 6 della direttiva MiFID I sembra indicare che un sistema in cui hanno luogo esclusivamente operazioni non soggette all'obbligo di informazione non può essere considerato un mercato regolamentato. In virtù dell'articolo 5, prima parte e lettera c), del regolamento n. 1287/2006, le operazioni sul sistema EFS sarebbero operazioni del mercato primario e non operazioni che includono l'acquisto e la vendita di uno strumento finanziario. Il capo III di detto regolamento non si applicherebbe a tali operazioni sul mercato primario e, pertanto, l'obbligo di notifica ivi previsto non varrebbe per le operazioni sul sistema EFS. Poiché attraverso il sistema EFS vengono concluse unicamente operazioni sul mercato primario, non soggette dunque all'obbligo di notifica, l'EFS non sarebbe considerato come un mercato regolamentato.

35. Tale valutazione, secondo il giudice del rinvio, è corroborata dal fatto che il valore delle quote di partecipazione negoziate attraverso il sistema EFS viene calcolato sulla base del loro valore intrinseco, come si è già esposto. Per contro, in un mercato regolamentato il prezzo non viene fissato in tal modo, bensì sulla base dell'offerta e della domanda dei partecipanti.

36. Infine, il giudice a quo afferma che l'EFS non è un mercato regolamentato in quanto non potrebbe configurarsi al suo interno una manipolazione dei prezzi e sarebbero difficilmente ipotizzabili transazioni basate su informazioni privilegiate.

37. Ciononostante, il giudice del rinvio ritiene che l'EFS possa essere considerato un mercato regolamentato, ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 14, della direttiva MIFID I. Detto giudice riconosce che né dal tenore letterale di tale disposizione né dal considerato 6 della menzionata direttiva si evince direttamente che non possa essere qualificata come mercato regolamentato una piattaforma di negoziazione nella quale non hanno luogo esclusivamente operazioni soggette all'obbligo di notifica e la formazione del prezzo della transazione non è determinato dalla domanda e dall'offerta. È sufficiente che si configuri un mercato che funziona in base a un insieme di regole come quelle descritte nel considerando 6 e che ricorrano gli elementi della definizione dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 14, della direttiva MiFID I.

38. Inoltre, secondo il giudice del rinvio, il sistema EFS potrebbe rientrare nella nozione di mercato regolamentato di cui alla direttiva MiFID I, in quanto l'EFS è una piattaforma autonoma di negoziazione gestita dalla Euronext, che dispone della relativa autorizzazione, un sistema multilaterale al quale sono collegati diversi intermediari e agenti di fondo che possono collocare ordini; gli utenti del sistema EFS possono essere considerati terzi rispetto alla Euronext; inoltre, nel sistema EFS, gli interessi di acquisto e di vendita degli intermediari e degli agenti di fondo vengono confrontati per dare luogo alle operazioni.

39. Alla luce dei dubbi concernenti l'interpretazione della nozione di «mercato regolamentato», il College van beroep voor het bedrijfsleven (Corte d'appello in materia economica, Paesi Bassi), ha sottoposto alla Corte la seguente questione pregiudiziale:

«Se un sistema al quale partecipano più agenti di fondo e broker che in tale sistema rappresentano nelle operazioni, rispettivamente, organismi di investimento "open end" (di tipo aperto) e investitori, e che di fatto si limita a facilitare siffatti organismi "open end" (di tipo aperto) quanto al loro obbligo di eseguire ordini di acquisto e di vendita di quote di partecipazione collocati dagli investitori, debba essere considerato come un mercato regolamentato, ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 14, della direttiva MiFID [I] e, in tal caso, quali caratteristiche siano determinanti a tal fine».

III. Analisi della questione pregiudiziale

40. Il giudice del rinvio chiede alla Corte di chiarire se una piattaforma di negoziazione di strumenti finanziari con le caratteristiche del sistema EFS sia o meno un mercato regolamentato ai sensi della direttiva MiFID I. Prima di rispondere a tale questione, ritengo necessario illustrare la disciplina dei sistemi di negoziazione di strumenti finanziari introdotta dalla direttiva MiFID I e l'evoluzione intervenuta dopo la sua adozione. Sebbene non siano applicabili ratione temporis alla controversia, farò riferimento anche ai cambiamenti che saranno introdotti, a partire dal 3 gennaio 2018, con l'entrata in vigore del quadro normativo MiFID II.

A. Osservazioni preliminari sui sistemi di negoziazione di strumenti finanziari

41. La direttiva MiFID I e le sue norme di attuazione hanno ampiamente modificato il regime giuridico dei sistemi di negoziazione di strumenti finanziari[10]. Al fine di aumentare l'integrazione, la competitività e l'efficacia di tali mercati nell'Unione, è stato eliminato il monopolio di negoziazione, esistente in alcuni Stati membri, che caratterizzava le borse valori tradizionali ed è stata aperta la concorrenza tra le piattaforme tradizionali e i nuovi sistemi di negoziazione alternativi che stavano apparendo grazie all'evoluzione tecnologica, ma che restavano esclusi dalla regolamentazione.

42. Come già anticipato, l'obiettivo del legislatore dell'Unione era quello di aumentare la trasparenza, tutelare meglio gli investitori, rafforzare la fiducia e assicurare che le autorità di vigilanza disponessero di poteri adeguati per svolgere i loro compiti[11].

43. La direttiva MiFID I riguarda tre tipi di sistemi di negoziazione di strumenti finanziari, due dei quali sono multilaterali (mercati regolamentati e MTF)[12] e uno bilaterale (IS). Oltre a tali sistemi, che corrispondono a un modello di negoziazione organizzata, la normativa MiFID I prevede la possibilità di una negoziazione non organizzata (*over-the-counter*; in prosieguo: «OTC») di strumenti finanziari.

10 Tali sistemi di negoziazione «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. e Saguato, P., «Regulating Financial Market Infrastructures», *ECGI Working Paper* n. 259/2014, giugno 2014, pag. 7).

11 Secondo uno studio finanziato dalla Commissione, è emerso un aumento della concorrenza tra i vari centri di negoziazione di strumenti finanziari, con maggiori possibilità di scelta per gli investitori tra i prestatori di servizi e gli strumenti finanziari disponibili, progressi che sono stati rafforzati dall'evoluzione tecnologica. In generale, i costi delle operazioni sono diminuiti ed è aumentata l'integrazione, secondo lo studio di Oxera, Monitoring Prices, *Costs and Volumes of Trading and Post-trading Services*, 2011. V. anche il documento COM(2011) 652 definitivo, pag. 2.

12 Anche un sistema multilaterale può essere considerato una «sede di negoziazione», che è definita come «un sistema gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punti 1 e 13, della direttiva 2004/39/CE, diverso da un internalizzatore sistematico ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 7, della stessa, che consente l'incontro al suo interno tra interessi di acquisto e di vendita relativi a strumenti finanziari, dando vita a contratti ai sensi del titolo II o III della suddetta direttiva», ai sensi dell'articolo 2, punto 4 del regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 luglio 2012, sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni (GU 2012, L 201, pag. 1).

44. La prima, e più ricorrente, categoria di sistemi di negoziazione di strumenti finanziari è quella dei mercati regolamentati, utilizzata nei sistemi normativi MIFID I e II e in altre normative di diritto dell'Unione. Anche se analizzerò più dettagliatamente gli elementi che caratterizzano i mercati regolamentati, questi ultimi secondo la definizione di cui all'articolo 4, paragrafo 1, punto 14, della direttiva MiFID I, sono sistemi multilaterali di negoziazione di strumenti finanziari amministrati da un gestore che applica regole operative non discrezionali, nei quali interessi multipli di acquisto o di vendita di terzi interagiscono dando luogo alla stipulazione di contratti. Tali sistemi sono simili alle classiche borse valori e, secondo la banca dati dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (in prosieguo: «ESMA») [13], attualmente esistono nell'Unione centodue mercati regolamentati (quattro nei Paesi Bassi, uno dei quali è Euronext Amsterdam).

45. La seconda categoria, costituita dai cosiddetti sistemi multilaterali di negoziazione (MTF), è stata introdotta dalla direttiva MiFID I per includere i meccanismi alternativi di negoziazione emersi nella pratica grazie all'evoluzione tecnologica. Gli MTF sono anch'essi sistemi multilaterali di negoziazione nei quali gli interessi multipli di acquisto o di vendita di terzi interagiscono dando luogo alla stipulazione di contratti,, gestiti in modo non discrezionale da un gestore o da una società di investimento che deve disporre di un'autorizzazione amministrativa. Sebbene il loro regime sia analogo a quello dei mercati regolamentati, se ne distinguono in quanto i tipi di strumenti finanziari che possono formare oggetto di transazioni non sono soggetti a controllo preventivo.

46. Secondo il database dell'ESMA [14], attualmente esistono nell'Unione centocinquantuno SMN, tra i quali spiccano per volume piattaforme quali la BATS Trading Ltd (Regno Unito). Nei Paesi Bassi ve ne sono due, il Tom MTF Derivatives Markets e il Tom MTF Cash Markets.

47. La terza categoria introdotta dalla direttiva MiFID I è costituita dai cosiddetti «internalizzatori sistematici». A differenza dei sistemi precedenti, essi non si configurano come centri di negoziazione multilaterale gestiti da terzi, ai quali gli investitori ricorrono per vendere e acquistare strumenti finanziari, bensì come sistemi di negoziazione bilaterali. Ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 7, della direttiva MiFID I, si tratta di imprese di investimento che in modo organizzato, frequente e sistematico negoziano per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente. Tale sistema di negoziazione non è definito come tale, bensì in riferimento al soggetto che lo gestisce.

48. Sebbene non necessitino dell'autorizzazione amministrativa dell'autorità nazionale di vigilanza, gli IS sono imprese di dimensioni sufficienti per fare incontrare al loro interno gli ordini di acquisto e di vendita degli investitori e sono quindi soggetti a numerosi obblighi di trasparenza. A quanto pare, il sistema degli IS non è risultato molto interessante, posto che, secondo i dati dell'ESMA [15], in tutta l'Unione sono registrate come tali solo undici imprese, nessuna delle quali nei Paesi Bassi.

49. Oltre alla negoziazione di strumenti finanziari mediante tali sistemi di negoziazione organizzata, la direttiva MiFID I, come già detto, prevede una quarta modalità di esecuzione degli ordini relativi a strumenti finanziari, ossia la OTC. Così si evince dal suo considerando 53 [16], secondo cui non è richiesta «l'applicazione di requisiti di trasparenza pre-negoziazione alle transazioni effettuate fuori listino, contraddistinte dal fatto che sono ad hoc e saltuarie, che vengono realizzate con controparti professionali e sono un elemento di relazioni d'affari a loro volta contraddistinte da negoziazioni oltre le dimensioni normali del mercato e in cui le operazioni sono effettuate al di fuori del sistema usualmente utilizzato dall'impresa interessata per le sue operazioni in veste di internalizzatore sistematico».

13 V. i dati disponibili all'indirizzo https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_rma.

14 V. i dati disponibili al seguente indirizzo: https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_mtf.

15 V. i dati disponibili al seguente indirizzo: https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_sys.

16 V. i commenti di Gomber, P. e Pierron, A., «MiFID: Spirit and Reality of a European Financial Market Directive», *Celent Paper*, novembre 2010, pag. 12.

50. La direttiva MiFID I, forse per i requisiti imposti agli IS (la negoziazione organizzata, frequente e sistematica di cui all'articolo 21, paragrafo 3, del regolamento n. 1287/2006), così come per la configurazione, ancora più restrittiva, dei mercati regolamentati e degli MTF, non ha incluso nel suo ambito di applicazione altre modalità di negoziazione OTC che rappresentano una parte importante della negoziazione di strumenti finanziari. È il caso dei cosiddetti *broker crossing systems*, delle *broker-dealer crossing networks* e dei *dark pools* o piattaforme di negoziazione elettronica [17].

51. Dopo la crisi finanziaria del 2008, e tenuto conto dell'evoluzione delle piattaforme di negoziazione [18], la direttiva MiFID II, non ancora in vigore, ha mantenuto la stessa tipologia di sistemi di negoziazione, ma ha aggiunto un'ulteriore categoria, denominata «sistemi organizzati di negoziazione» (in prosieguo: «OTF»).

52. Gli OTF sono definiti in modo molto ampio, poiché tale nuova modalità di negoziazione multilaterale è intesa ad includere i sistemi di negoziazione OTC che erano *sfuggiti* alla disciplina della direttiva MiFID I [19]. La loro principale differenza rispetto ai mercati regolamentati e agli MTF consiste nel fatto che i gestori di un SOC possono eseguire gli ordini in modo discrezionale, nel rispetto, se del caso, dei requisiti di trasparenza pre-negoziazione e degli obblighi di esecuzione alle migliori condizioni.

53. Dall'evoluzione sopra descritta emerge che il legislatore dell'Unione intende disciplinare i diversi sistemi di negoziazione di strumenti finanziari che si vanno man mano sviluppando, con la sola eccezione della negoziazione bilaterale e sporadica di detti strumenti [20]. L'obiettivo, infatti, è fare in modo che ogni negoziazione organizzata di strumenti finanziari abbia luogo con una delle modalità, multilaterali o bilaterali, previste dalla direttiva MiFID II [21]. In tal modo si favorisce una concorrenza più adeguata tra i diversi sistemi di negoziazione, senza il rischio che gli operatori che intendono sottrarsi ai controlli delle autorità di vigilanza possano elaborare altri meccanismi alternativi.

B. La nozione di mercato regolamentato e la sua applicazione ad una piattaforma di negoziazione quale l'EFS

54. Il giudice del rinvio chiede alla Corte di chiarire se una piattaforma di negoziazione con le caratteristiche del sistema EFS rientri o meno nella definizione di mercato regolamentato di cui alla direttiva MiFID I. Prima di esporre la mia opinione al riguardo, vorrei fare tre precisazioni.

17 V. l'analisi dettagliata di Onofrei, A., *La négotiation des instruments financiers au regard de la directive MIF*, Larcier, Bruxelles 2012, pagg. da 360 a 363.

18 Il considerando 4 della direttiva MiFID II giustifica così tale esclusione: «La crisi finanziaria ha fatto emergere carenze nel funzionamento e nella trasparenza dei mercati finanziari. L'evoluzione dei mercati finanziari ha evidenziato la necessità di rafforzare il quadro per la regolamentazione dei mercati degli strumenti finanziari, anche quando la negoziazione in tali mercati avviene fuori borsa (OTC), al fine di aumentare la trasparenza, tutelare meglio gli investitori, rafforzare la fiducia, includere i settori non regolamentati e assicurare che le autorità di vigilanza dispongano di poteri adeguati per svolgere i loro compiti».

19 L'articolo 4, paragrafo 1, punto 23, della direttiva MiFID II definisce il sistema organizzato di negoziazione (OTF) come un «sistema multilaterale diverso da un mercato regolamentato o sistema multilaterale di negoziazione che consente l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissione e strumenti derivati, in modo da dare luogo a contratti conformemente al titolo II della presente direttiva».

20 A tale proposito, l'articolo 1, paragrafo 7, della direttiva MiFID II così dispone: «Tutti i sistemi multilaterali per strumenti finanziari strutturati operano in conformità delle disposizioni del titolo II per quanto riguarda i sistemi multilaterali di negoziazione e per i sistemi organizzati di negoziazione o delle disposizioni del titolo III per quanto riguarda i mercati regolamentati.
Le imprese di investimento che, in modo organizzato, frequente e sistematico, negoziano per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato, di un sistema multilaterale di negoziazione o di un sistema organizzato di negoziazione operano in conformità al titolo III del regolamento (UE) n. 600/2014.
Fatti salvi gli articoli 23 e 28 del regolamento (UE) n. 600/2014, tutte le operazioni in strumenti finanziari al primo e al secondo comma che non sono concluse in sistemi multilaterali o da internalizzatori sistematici rispettano le pertinenti disposizioni del titolo III del regolamento (UE) n. 600/2014».

21 Secondo 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*, 3ª ed., Oxford University Press, Oxford, 2014, pag. 434). V. anche Clause, N.J. e 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, pag. 285.

55. La prima è che spetta al giudice nazionale, il quale ha conoscenza piena e diretta del funzionamento dell'EFS, stabilire se tale piattaforma soddisfi o meno i presupposti per essere qualificata come mercato regolamentato. La Corte potrebbe fornirgli criteri per interpretare la direttiva MiFID I, traendone le condizioni cui un sistema di negoziazione deve rispondere per poter rientrare in tale categoria. Affinché la risposta sia utile, fra dette condizioni la Corte dovrà prestare particolare attenzione a quelle controverse nel caso di specie [22].

56. Come seconda precisazione, occorre rilevare che le informazioni fornite dal giudice nazionale e dalle parti in udienza sembrano confermare che l'EFS funziona sotto l'«ombrello» dell'autorizzazione amministrativa concessa dall'AFM alla Euronext per operare come mercato regolamentato.

57. Tuttavia, non risulta che il segmento EFS costituisca di per sé un mercato regolamentato. Esso non compare tra i mercati olandesi di tal sorta inseriti nella banca dati dell'ESMA [23], né si annuncia specificamente come tale, a differenza di altri sistemi analoghi [24].

58. La mancata inclusione del sistema EFS nel suddetto elenco dei mercati regolamentati non significa tuttavia che esso non abbia tale natura. Nella sentenza Nilaş e a. [25], la Corte ha dichiarato che il solo fatto di non figurare nel suddetto elenco non è motivo sufficiente per ritenere che il mercato in questione non sia un mercato regolamentato [26].

59. La Euronext potrebbe agire, nel contempo, come gestore sia del mercato regolamentato Euronext Amsterdam, sia della piattaforma di negoziazione EFS. La sentenza Nilaş e a. ha riconosciuto che la direttiva 2004/39 prende espressamente in considerazione situazioni in cui il gestore di un mercato regolamentato amministri altresì un altro sistema di negoziazione, senza che quest'ultimo diventi per tale motivo un mercato regolamentato [27]. La Corte ha dichiarato che la qualificazione come tale di un sistema di negoziazione di strumenti finanziari presuppone che esso sia autorizzato come mercato regolamentato e che il suo funzionamento risponda ai requisiti previsti dal titolo III della direttiva MiFID I [28].

60. Spetta al giudice del rinvio accertare, in quanto fatto rimesso al suo libero apprezzamento, se l'EFS sia effettivamente un segmento del mercato regolamentato Euronext Amsterdam, che opera sotto la copertura di questo, oppure costituisca di per sé una piattaforma o un sistema di negoziazione distinto, sebbene il gestore dei due sistemi sia il medesimo.

22 Tale approccio è stato adottato dalla Corte nelle sentenze del 3 dicembre 2015, Banif Plus Bank (C-312/14, EU:C:2015:794, punto 51), e del 30 maggio 2013, Genil 48 e Comercial Hostelera de Grandes Vinos (C-604/11, EU:C:2013:344, punto 43).

23 L'articolo 47 della direttiva MiFID I, intitolato «Elenco dei mercati regolamentati», così recita: «Ciascuno Stato membro compila l'elenco dei mercati regolamentati di cui è lo Stato membro d'origine e comunica agli altri Stati membri e alla Commissione tale elenco. Esso provvede altresì a comunicare ogni modifica del predetto elenco. La Commissione pubblica l'elenco di tutti i mercati regolamentati nella *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea* e lo aggiorna almeno una volta all'anno. La Commissione pubblica e aggiorna inoltre l'elenco sul suo sito web ogniqualvolta gli Stati membri comunicano una modifica dei loro elenchi».

24 Così, l'ETFplus market (the open-ended collective investment undertaking (CIUs) segment) della Borsa italiana. V., in proposito, http://www.borsaitaliana.it/fondi/formazione/formazione.htm. Tale mercato, sul quale vengono negoziati strumenti finanziari di fondi di investimento aperti, compare nell'elenco dell'ESMA dei mercati regolamentati italiani ed è stato configurato nonché espressamente pubblicizzato come tale. La banca dati dell'ESMA lo menziona come ELECTRONIC OPEN-END FUNDS AND ETC MARKET all'indirizzo https://registers.esma.europa.eu/publication/details?core=esma_registers_mifid_rma&docId=mifid731rma.

25 Sentenza del 22 marzo 2012 (C-248/11, EU:C:2012:166, punto 54).

26 L'iscrizione nell'elenco predisposto dallo Stato membro, che non è contemplata nella definizione di cui all'articolo 4, paragrafo 1, punto 14, della direttiva MiFID I, costituiva un elemento della nozione di «mercato regolamentato» ai sensi dell'articolo 1, punto 13, della direttiva 93/22/CEE del Consiglio, del 10 maggio 1993, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari (GU 1993, L 141, pag. 27), abrogata dalla suddetta direttiva con effetto dal 1º novembre 2007.

27 Sentenza del 22 marzo 2012, Nilaş e a. (C-248/11, EU:C:2012:166, punti da 44 a 46).

28 Ibidem, punti 42 e 43.

61. La terza precisazione riguarda le caratteristiche delle imprese ricorrenti. I fondi Robeco sono organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) ai quali si applica la direttiva 2009/65/CE [29]. Ai sensi dell'articolo 1, paragrafo 2, di detta direttiva, gli OICVM sono organismi: a) il cui oggetto esclusivo è l'investimento collettivo dei capitali raccolti presso il pubblico in valori mobiliari o in altre attività finanziarie liquide di cui all'articolo 50, paragrafo 1, e il cui funzionamento è soggetto al principio della ripartizione dei rischi, e b) le cui quote sono, su richiesta dei detentori, riacquistate o rimborsate, direttamente o indirettamente, a valere sul patrimonio dei suddetti organismi.

62. Più in particolare, i fondi Robeco sono OICVM pubblici e aperti, di forma contrattuale (fondi comuni di investimento gestiti da una società di gestione), ai sensi dell'articolo 1, paragrafo 3, della direttiva 2009/65. L'attività dei fondi di investimento aperti «consiste nella raccolta di fondi presso il pubblico, nell'investimento e nella gestione comune degli stessi, nella ripartizione dei rischi e dei risultati di tali investimenti e nell'offerta di una contropartita da parte dell'OICVM ai suoi detentori o soci» [30].

63. I fondi Robeco, attraverso il sistema EFS gestito dalla Euronext, effettuano la raccolta organizzata, frequente e sistematica dei fondi degli investitori e per tale motivo, in linea di principio, l'EFS andrebbe considerato come un sistema di negoziazione. L'articolo 2, punto 8, del regolamento n. 1287/2006 definisce una «sede di negoziazione» come «un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o un internalizzatore sistematico che agisca in tale veste e, se del caso, un sistema al di fuori della Comunità con funzioni analoghe a quelle di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione».

64. Tenuto conto delle caratteristiche del sistema EFS descritte nell'ordinanza di rinvio, la sua attività e quella dei fondi Robeco che operano nel suo ambito sembrano consistere in una negoziazione di strumenti finanziari effettuata in modo organizzato, frequente e sistematico.

65. In tal caso, l'EFS dovrebbe rientrare, in linea di principio, in uno dei tipi di sistema di negoziazione oggetto della direttiva MiFID I, vale a dire mercato regolamento, MTF o IS (a meno che si tratti di una piattaforma di negoziazione OTC non rientrante in queste tre categorie e che, conformemente alla direttiva MiFID II, dovrebbe rientrare nell'ambito del nuovo sistema di negoziazione, vale a dire tra gli OTF).

66. Sebbene il giudice del rinvio chieda solo se l'EFS sia un mercato regolamentato, a mio parere occorre che la Corte gli fornisca chiarimenti in ordine agli altri tipi di sistemi di negoziazione della direttiva MiFID I, affinché esso valuti se l'EFS possa corrispondere, direttamente o indirettamente, a uno di essi.

67. Tale analisi è importante perché, se l'EFS non fosse un mercato regolamentato, il giudice del rinvio potrebbe forse chiedersi se esso sia un SMN o un IS e stabilire se gli obblighi di informazione previsti dalla normativa olandese (in relazione alle norme sul controllo degli abusi di mercato) siano applicabili a questi altri tipi di sistemi di negoziazione e giustifichino quindi la riscossione delle tasse controverse da parte dell'AFM.

29 Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) (GU 2009, L 302, pag. 32).

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

1. Condizioni generali imposte ai sistemi regolamentati

68. Dalla definizione contenuta nell'articolo 4, paragrafo 1, punto 14, della direttiva MiFID I si evince che, in un sistema di negoziazione di strumenti finanziari, affinché il medesimo possa essere ritenuto un mercato regolamentato, devono ricorrere le seguenti condizioni:

– deve trattarsi di un sistema multilaterale, e non bilaterale, di negoziazione, amministrato da un gestore di mercato che agisce in veste di terzo indipendente dagli acquirenti e dai venditori;

– detto sistema deve consentire o facilitare l'incontro, al suo interno, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari;

– le operazioni sugli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in base alle sue regole o ai suoi sistemi devono dare luogo a contratti;

– il sistema deve operare in base a regole non discrezionali;

– deve essere stata rilasciata un'autorizzazione amministrativa, che le autorità nazionali di vigilanza finanziaria concedono se la piattaforma funziona regolarmente e ai sensi delle disposizioni del titolo III della direttiva MiFID I [31].

69. Non è controverso dinanzi al giudice del rinvio che l'EFS soddisfi alcuni di tali requisiti, vale a dire:

– è amministrato da un gestore di mercato, la Euronext, e funziona come una piattaforma in base a regole non discrezionali (in concreto, quelle raccolte nell'Euronext Fund Service Trading Manual e, successivamente, nel Trading Manual for the NAV Trading Facility);

– le operazioni effettuate nell'EFS tra gli investitori e i fondi di investimento danno luogo a contratti fra detti investitori e fondi, a prescindere dalla circostanza che tali contratti siano stipulati all'interno o al di fuori del sistema;

– infine, fin dalla sua creazione nel 2007 l'EFS «funziona regolarmente» nell'ambito del mercato regolamentato Euronext Amsterdam, il cui gestore è la Euronext, conformemente alle disposizioni del titolo III della direttiva MiFID I. Sebbene tale circostanza, come già anticipato, debba essere verificata dal giudice nazionale, le informazioni contenute nell'ordinanza di rinvio, così come quelle fornite dalla maggioranza delle parti [32], sembrano confermare che l'EFS opera sotto la copertura dell'autorizzazione amministrativa concessa dall'AFM alla Euronext per agire come mercato regolamentato [33].

70. La discussione è quindi circoscritta alle altre condizioni richieste, vale a dire alla multilateralità del sistema e alla possibilità che esso consenta l'incontro di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi agli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione. Il giudice del rinvio e i fondi Robeco menzionano anche altri elementi della nozione di mercato regolamentato non previsti dal testo della direttiva MiFID I, che includerò nella mia analisi.

31 Ai sensi dell'articolo 36, paragrafo 1, primo comma, della direttiva MiFID I, l'autorizzazione ad operare in qualità di mercato regolamentato deve essere riservata ai sistemi che ottemperano alle disposizioni del titolo III di tale direttiva. La Corte ha dichiarato che, poiché «l'iscrizione nell'elenco di cui all'articolo 47 della medesima direttiva deve necessariamente intervenire successivamente a tale autorizzazione, essa non può logicamente costituirne una condizione» [sentenza del 22 marzo 2012, Nilaş e a. (C-248/11, EU:C:2012:166, punto 53)].

32 L'AFM indica che la Euronext Amsterdam N.V. ha presentato al giudice del rinvio una nota secondo cui l'EFS avrebbe le caratteristiche di un mercato regolamentato e tutte le autorità di vigilanza degli Stati nei quali la Euronext gestisce mercati regolamentati (Francia, Regno Unito, Belgio e Portogallo, oltre ai Paesi Bassi) sarebbero state dello stesso parere.

33 All'udienza i fondi Robeco hanno precisato che tale circostanza ricorre solo dal 2012, allorché l'AFM ha iniziato a inserire l'EFS nell'elenco dei mercati regolamentati e ad imporgli il pagamento delle tasse controverse.

2. Il requisito della multilateralità dei mercati regolamentati

71. Il considerando 6 della direttiva MiFID I sottolinea che il legislatore dell'Unione intende distinguere i sistemi di negoziazione di strumenti finanziari di carattere multilaterale da quelli di tipo bilaterale. Secondo detto considerando, le nozioni di mercato regolamentato e di MTF «dovrebbero escludere i sistemi bilaterali dove un'impresa di investimento intraprende ogni operazione per proprio conto e non come controparte interposta tra l'acquirente e il venditore senza assunzione di rischi».

72. Sebbene la direttiva MiFID I non definisca i sistemi multilaterali, ritengo opportuno fare riferimento alla direttiva MiFID II, che invece li definisce all'articolo 4, paragrafo 1, punto 19: il «"sistema multilaterale" [è] un sistema o meccanismo che consente l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari».

73. Tenuto conto di entrambe le direttive, ritengo che un sistema di negoziazione di strumenti finanziari sia multilaterale se sullo stesso interagiscono più operatori ai fini dell'acquisto e della vendita di strumenti finanziari ed esiste una controparte (il gestore della piattaforma) che si interpone senza assunzione di rischi fra tali investitori per garantire un migliore funzionamento del sistema.

74. Sebbene neppure la direttiva MiFID I contenga una definizione legale dei sistemi bilaterali di negoziazione, il suo considerando 6 indica che si tratta dei sistemi «dove un'impresa di investimento intraprende ogni operazione per proprio conto e non come controparte interposta tra l'acquirente e il venditore senza assunzione di rischi». L'articolo 4, paragrafo 1, punto 6, della direttiva MiFID I precisa che la «negoziazione per conto proprio» è la «contrattazione ai fini della conclusione di operazioni riguardanti uno o più strumenti finanziari nelle quali il negoziatore impegna posizioni proprie». Pertanto, i sistemi di negoziazione bilaterale sono caratterizzati [34] dal fatto che su di essi gli investitori negoziano strumenti finanziari direttamente con l'impresa di investimento, la quale agisce per conto proprio e rischiando il suo capitale, senza interposizione di terzi.

75. Gli elementi che consentono di constatare la multilateralità di una piattaforma di negoziazione di strumenti finanziari possono quindi essere così sintetizzati: a) la partecipazione di più investitori ai fini dell'acquisto e della vendita di strumenti finanziari e b) l'esistenza di una controparte (il gestore) interposta senza assunzione di rischi tra i diversi investitori per assicurare il corretto funzionamento del sistema.

76. Occorre dunque verificare, con le riserve esposte ai paragrafi da 55 a 67, se un'entità quale l'EFS presenti siffatte caratteristiche.

77. Nelle loro osservazioni, i fondi Robeco affermano che il sistema EFS è di carattere bilaterale. A loro parere, si tratterebbe di un canale di distribuzione delle quote di fondi di investimento aperti. Gli investitori possono mettersi in contatto con tali fondi direttamente oppure attraverso il sistema EFS. Nel secondo caso, i broker o intermediari raccolgono gli ordini di acquisto e di vendita dei loro clienti e li trasmettono agli agenti dei fondi di investimento che operano sull'EFS. Il vantaggio per gli investitori derivante dall'utilizzo dell'EFS consisterebbe nel fatto che tale sistema dà accesso a un numero elevato di fondi di investimento, nonché in una maggiore efficacia nella trasmissione degli ordini. Secondo quanto affermato dalla Robeco in udienza, l'EFS è il mezzo più utilizzato dai piccoli investitori per acquistare quote di partecipazione in fondi di investimento aperti, mentre i grandi investitori generalmente ricorrono alla negoziazione diretta.

34 Il comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari ha osservato che l'espressione «sistemi multilaterali» è intesa ad escludere i sistemi bilaterali e che questi ultimi sono «i sistemi nei quali una singola entità partecipa ad ogni negoziazione introdotta nel sistema per proprio conto e non come intermediaria tra l'acquirente e il venditore senza assunzione di rischi. Per contro, un sistema nel quale partecipanti multipli (ad esempio *market maker*) agiscono come controparti degli ordini inseriti nel sistema sarà considerato un sistema multilaterale» (punto 13 del Documento CESR, Standards for Alternative Trading Systems, CESR/02-086b, luglio 2002; http://www.esma.europa.eu/system/files/l-02_086b.pdf).

78. L'EFS sarebbe dunque un sistema bilaterale di trasmissione di ordini di acquisto e di vendita di quote di partecipazione in fondi di investimento aperti, nei quali i broker non interagiscono tra loro, ma solo con gli agenti di fondo. Ogni agente opera per conto del suo fondo e non confronta gli ordini di acquisto e di vendita di quote di partecipazione, bensì li compensa. Vengono collocati solo ordini che danno luogo ad operazioni sul mercato primario.

79. Tuttavia, non credo che tali argomenti siano sufficienti per negare la multilateralità del sistema EFS.

80. Come osservato dall'AFM e dalla Commissione, nel sistema EFS vi è un gestore (la Euronext Amsterdam N.V.) che trasmette agli agenti dei fondi gli ordini di acquisto e di vendita degli investitori presentati dai broker. Nelle operazioni tra gli uni (i broker) e gli altri (gli agenti), la Euronext, in qualità di gestore dell'EFS, agisce in veste di terzo. Essa gestisce tale piattaforma di negoziazione in modo non discrezionale, attenendosi all'Euronext Fund Service Trading Manual.

81. I broker e gli agenti dei fondi possono certamente effettuare le loro operazioni in modo bilaterale, il che non osta a che l'EFS sia considerato un sistema multilaterale, dal momento che un terzo (la Euronext) interviene come gestore del mercato, che garantisce sicurezza nelle negoziazioni, trasparenza e migliore tutela degli investitori. Ciò spiega perché i piccoli investitori in fondi investimento aperti siano i principali utenti del sistema EFS. I grandi investitori dispongono delle conoscenze necessarie per tutelarsi da sé.

82. L'intervento della Euronext consente ai fondi di attrarre investitori più facilmente che non ricorrendo alla sola negoziazione bilaterale. Proprio per questo, nel 2007 la Euronext Amsterdam ha creato l'EFS [35], in stretta collaborazione con l'AFM e con l'associazione rappresentativa dei fondi di investimento olandesi. La Euronext ha affermato che il principale vantaggio del nuovo modello EFS per gli investitori consiste nell'operare in «*a clearly regulated market*» [36].

83. Se gli investitori, o i loro broker, effettuassero operazioni di acquisto e di vendita di quote di partecipazione direttamente con gli agenti di un fondo di investimento aperto, al di fuori dell'EFS, si tratterebbe di un sistema di negoziazione bilaterale, che rivestirebbe la forma dell'IS (qualora operasse in modo continuato, frequente e sistematico) o della negoziazione OTC non soggetta alla direttiva MiFID I (qualora fosse solo sporadica). Non sembra essere questo il caso.

84. Il carattere multilaterale dell'EFS emerge altresì dal fatto che la Euronext interviene nel sistema in qualità di gestore che non agisce per conto proprio e non rischia capitali propri. Inoltre, alla Euronext è vietato acquistare, vendere o confrontare quote di partecipazione nei fondi, affinché mantenga le qualità di indipendenza e imparzialità che le consentono di trasmettere all'AFM le informazioni pre e post negoziazione sulle operazioni effettuate nell'ambito del sistema EFS, conformemente a quanto previsto dalla direttiva MiFID I.

3. Requisito dell'incontro di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi nell'ambito dei mercati regolamentati

85. L'altro elemento della definizione di mercato regolamentato che mette in difficoltà il giudice del rinvio è il requisito dell'incontro di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi.

35 La Euronext intende estendere il suo sistema EFS alla Francia, sviluppando una piattaforma multilaterale per i fondi di investimento aperti che operavano sul mercato borsistico parigino, parimenti denominata Euronext Fund Services, che sarebbe gestita dalla Euronext Paris. V. le informazioni disponibili su Euronext, *Expansion of Euronext Fund Services to include open-end funds on Euronext Paris*, Info-Flash, 24 luglio 2015.

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

86. I fondi Robeco adducono che nell'EFS esistono solo rapporti bilaterali tra un broker e un agente di fondo, nel cui ambito vengono acquistate o vendute quote di partecipazione. Pertanto, non vi sarebbe alcuna interazione tra gli agenti di fondo o tra i broker.

87. Neppure questo argomento mi sembra convincente. Come affermato dal governo britannico, nel sistema EFS gli agenti dei diversi fondi si incontrano con vari broker che rappresentano gli investitori. I broker possono decidere quali operazioni effettuare con gli agenti dei vari fondi e detti agenti, a loro volta, possono negoziare con broker di più investitori. Di conseguenza, ha luogo un incontro o un'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi, che è la caratteristica propria di un mercato regolamentato così come di qualsiasi piattaforma di negoziazione multilaterale di strumenti finanziari.

88. L'EFS non è un semplice *canale informatico* di trasmissione di ordini, bensì un sistema nel quale vengono negoziati strumenti finanziari (quote di partecipazione in fondi di investimento aperti) e la cui attività si svolge conformemente alle regole fissate dal gestore del sistema, la Euronext, in un *manuale di negoziazione*[37].

89. Tale interazione non è consentita nei sistemi bilaterali di negoziazione (quali gli IS). Per tale motivo, il considerando 17 della direttiva MiFID II, che, sebbene non ancora entrata in vigore, può essere utilizzata come elemento ermeneutico, indica che, «[s]e da un lato le sedi di negoziazione sono strutture in cui interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi interagiscono nel sistema, dall'altro gli internalizzatori sistematici non dovrebbero essere autorizzati a far incontrare interessi di acquisto e di vendita di terzi in modo funzionalmente identico a una sede di negoziazione».

90. Occorre tenere conto del fatto che un fondo di investimento aperto è un OICVM la cui attività consiste, come già rilevato, nel raccogliere fondi presso il pubblico al fine di investirli e gestirli in comune, ripartendo così i rischi e i risultati di tali investimenti tra i suoi detentori, i quali possono, in tal modo, ottenere profitti dai loro investimenti assumendo minori rischi.

91. Per un fondo di investimento aperto la raccolta di capitali presso i detentori è fondamentale ed ad essa miravano i fondi olandesi allorché hanno creato un sistema di negoziazione organizzata quale l'EFS. L'obiettivo è facilitare in tal modo l'incontro di interessi di vendita e di acquisto dei fondi, rappresentati dai loro agenti, e degli investitori interessati ad acquisire o cedere quote di partecipazione in detti fondi e che operano nell'ambito dell'EFS tramite i broker che li rappresentano. A differenza dei sistemi di negoziazione OTC e degli IS, l'EFS presenta un innegabile vantaggio in quanto facilita l'incontro di interessi di acquisto e di vendita relativi a partecipazioni in fondi di investimento aperti.

92. Inoltre, se i fondi Robeco continuano a commercializzare le loro quote di partecipazione mediante negoziazione bilaterale, come il loro legale ha riconosciuto in udienza, non riesco a comprendere come si potrebbe comunque considerare bilaterale un sistema di negoziazione nel quale interviene la Euronext. L'intervento di un terzo in qualità di gestore indipendente, in contrapposizione alla negoziazione bilaterale, dimostra, a mio parere, che l'EFS è un sistema multilaterale inteso a facilitare l'interazione di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi ai fini della negoziazione di quote di partecipazione in fondi di investimento aperti.

37 Si tratta del già citato *Euronext Investment Fund Services Trading Manual*, successivamente sostituito dal *Trading Manual for the NAV Trading Facility*.

4. Altri possibili elementi della nozione di mercato regolamentato

93. Il giudice del rinvio e i fondi Robeco hanno menzionato altri elementi che, a loro avviso, caratterizzerebbero i mercati regolamentati. Nello specifico: a) il meccanismo di formazione dei prezzi applicato nel sistema di negoziazione, b) il carattere primario del sistema e c) l'esistenza o meno di un rischio di abuso di mercato. A loro parere, la verifica di tali elementi dimostrerebbe che l'EFS è un sistema bilaterale e non una piattaforma multilaterale di negoziazione di strumenti finanziari.

94. Anticipo già che nessuno di tali elementi è contemplato nella definizione di mercato regolamentato di cui all'articolo 4, paragrafo 1, punto 14, della direttiva MiFID I e non mi sembra che essi siano impliciti in tale definizione, sicché non se ne dovrebbe tenere conto per stabilire se una piattaforma quale l'EFS sia o meno un mercato regolamentato.

95. Per quanto riguarda il primo fattore, il giudice del rinvio indica che, nell'EFS, le operazioni avvengono in base alla fissazione di prezzi futuri, ossia al valore intrinseco calcolato sulla base delle quotazioni successive al tempo limite [38]. Secondo i fondi Robeco, tale modalità di formazione del prezzo delle transazioni in seno all'EFS non è regolata dalla legge della domanda e dell'offerta di strumenti finanziari negoziati nella piattaforma, che dovrebbe sempre valere all'interno di un mercato regolamentato.

96. Tuttavia, la direttiva MiFID I non ha riconosciuto nessuna delle diverse modalità di formazione dei prezzi quali elementi di distinzione rispetto ai mercati regolamentati. Di conseguenza, tale fattore non è rilevante per stabilire se, conformemente a detta direttiva, l'EFS costituisca o meno un mercato regolamentato.

97. Ciò trova conferma negli articoli 29, paragrafo 2, e 44, paragrafo 2, della direttiva MiFID I, cui dà attuazione l'articolo 18 del regolamento n. 1287/2006, che prevede la possibilità di introdurre deroghe agli obblighi di trasparenza pre-negoziazione nel caso degli MTF e dei mercati regolamentati in cui i prezzi sono determinati da meccanismi diversi dall'offerta e dalla domanda degli strumenti finanziari negoziati sulla piattaforma. Se si ammettono deroghe è perché, evidentemente, possono esistere mercati regolati con meccanismi diversi di formazione dei prezzi.

98. Inoltre, secondo le informazioni fornite dall'AFM in udienza, l'offerta e la domanda di quote di partecipazione rivestono un ruolo di una certa rilevanza nella formazione dei prezzi sull'EFS. Quando la domanda e l'offerta di quote di partecipazione in un fondo si incontrano, vengono compensate dall'agente del fondo in questione, ma se la domanda supera l'offerta, gli investitori pagano una quota supplementare sulle partecipazioni; nel caso opposto, beneficiano di una riduzione. L'offerta e la domanda di quote di partecipazione in un fondo di investimento aperto dipendono dai risultati dei suoi investimenti sui mercati degli strumenti finanziari.

99. Il secondo fattore addotto dal giudice del rinvio e dai fondi Robeco riguarda il carattere primario del mercato, sul quale vengono emesse e sottoscritte quote di partecipazione in fondi di investimento aperti, ma non ha luogo una negoziazione secondaria di tali strumenti finanziari.

38 V. la descrizione più dettagliata di tale meccanismo contenuta nel paragrafo 31 delle presenti conclusioni.

100. Tuttavia, la definizione di mercato regolamentato di cui alla direttiva MiFID I non contiene alcun richiamo a tale elemento (lo stesso dicasi per la definizione di MTF). Inoltre, come affermato dalla Commissione, in un mercato regolamentato sono possibili tanto la collocazione iniziale (primaria) di strumenti finanziari, quanto la loro negoziazione secondaria successiva [39]. Pertanto, il fatto che le emissioni e le sottoscrizioni di quote di partecipazione in fondi di investimento non siano oggetto di negoziazioni successive non impedisce che l'EFS possa essere un mercato regolamentato.

101. Per di più, come rilevato dal governo britannico, il regolamento (UE) n. 1031/2010 [40] riguarda le aste delle quote di emissioni di gas a effetto serra, che costituiscono una negoziazione primaria di uno strumento finanziario. Ai sensi dell'articolo 35, paragrafo 1, di detto regolamento, «[l]e aste possono essere svolte solo su piattaforme autorizzate come mercati regolamentati a norma del paragrafo 5 dalle autorità nazionali competenti di cui al paragrafo 4, secondo comma». Tale disposizione riconosce dunque, espressamente, che in un mercato regolamentato conforme ai requisiti di cui alla direttiva MiFID I vengono effettuate operazioni proprie dei mercati primari.

102. Infine, i fondi Robeco adducono, e il giudice del rinvio ne riprende l'argomentazione, che il sistema EFS è quasi esente da rischi di abuso di mercato e che, pertanto, la sua qualificazione come mercato regolamentato (con conseguente obbligo di trasmettere informazioni riguardo alle attività dei gestori dei fondi di investimento) non contribuirebbe in alcun modo alla protezione degli investitori.

103. Ritengo, tuttavia, che neppure questo argomento possa essere accolto. Da un lato, tra gli elementi della definizione di mercato regolamentato di cui alla direttiva MiFID I non rientra il grado di probabilità che siano poste in essere manipolazioni del mercato. Dall'altro, l'AFM ha contestato (a mio avviso, fondatamente) la tesi della Robeco e ha confermato che in sistemi quali l'EFS possono verificarsi abusi di mercato e cessioni di informazioni privilegiate.

104. In particolare, l'AFM ha fornito esempi di casi nei quali siffatte condotte illecite sono state perpetrate nell'ambito della negoziazione di quote di partecipazione in fondi di investimento. In ipotesi quali l'uscita di un gestore importante da un fondo di investimento, le informazioni privilegiate possono esistere e determinare abusi di mercato che influiscono sul valore delle quote [41], circostanza che può verificarsi anche in caso di decisioni quali la trasformazione di un fondo di investimento aperto in un OICVM chiuso.

105. L'articolo 9 della direttiva 2003/6, applicabile ratione temporis al procedimento principale, prevedeva solo l'obbligo di trasmettere informazioni sui gestori delle società che operano con strumenti ammessi alla negoziazione su mercati regolamentati, in quanto si trattava dell'unico tipo di sistema di negoziazione organizzata esistente al momento dell'adozione di detta direttiva. Successivamente, come già spiegato, la direttiva MiFID I ha creato gli MTF e la direttiva MiFID II prevede l'introduzione degli OTF come nuovi sistemi multilaterali di negoziazione organizzata. Un'interpretazione sistematica di tali norme consente di concludere che l'obbligo di trasmettere informazioni alle autorità di vigilanza per impedire gli abusi di informazioni privilegiate (articolo 6

39 Secondo Moloney, la nozione di mercato regolamentato «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*, 3ª ed., Oxford University Press, Oxford, 2014, pag. 463).

40 Regolamento della Commissione, del 12 novembre 2010, relativo ai tempi, alla gestione e ad altri aspetti della vendita all'asta delle quote di emissioni dei gas a effetto serra a norma della direttiva 2003/87/CE del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce un sistema per lo scambio di quote di emissioni dei gas a effetto serra nella Comunità (GU 2010, L 302, pag. 1).

41 L'uscita del gestore di fondi della Pimco nel settembre 2014 ha dato luogo al ritiro di 3 700 milioni di EUR (https://www.ft.com/content/56aa4284-4fc1-11e4-a0a4-00144feab7de). Hanno avuto un impatto significativo anche il trasferimento, alla fine del 2014, del gestore della Ignis Asset Management alla Old Mutual Global Investors e l'uscita del gestore di fondi della Bestinver Asset Management (http://www.expansion.com/2014/09/23/mercados/fondos/1411459605.html).

della direttiva 2003/6) doveva essere applicato anche ai responsabili dei nuovi sistemi organizzati di negoziazione di strumenti finanziari contemplati dalle disposizioni di diritto dell'Unione successive al 2003. Siffatta interpretazione è stata pienamente confermata dal nuovo regolamento (UE) n. 596/2014[42].

106. L'interpretazione da me suggerita, secondo cui un sistema di negoziazione avente le caratteristiche dell'EFS deve essere considerato un mercato regolamentato ai sensi della direttiva MiFID I, è in linea con l'obiettivo perseguito da tale direttiva.

107. Infatti, l'obiettivo del sistema normativo MiFID I, successivamente rafforzato dal MiFID II, era sottoporre a regolamentazione e controllo i vari sistemi di negoziazione man mano apparsi, escludendo tra questi solo la negoziazione bilaterale e sporadica di strumenti finanziari[43]. Ogni negoziazione organizzata deve quindi rientrare in uno dei sistemi, multilaterali o bilaterali, previsti dalla normativa MiFID I e, a partire dal 3 gennaio 2018, dalla normativa MiFID II[44]. In tal modo viene favorita una concorrenza più adeguata tra i diversi sistemi di negoziazione, senza il rischio che gli operatori che intendono eludere i controlli delle autorità di vigilanza sviluppino sistemi di negoziazione OTC. Se la nozione di mercato regolamentato di cui alla direttiva MiFID I fosse interpretata in modo da escludere le piattaforme di negoziazione come l'EFS, sulla quale interagiscono investitori e fondi di investimento aperti, gli obiettivi perseguiti in tale settore dal legislatore dell'Unione sarebbero vanificati.

IV. Conclusione

108. Alla luce delle suesposte considerazioni, propongo alla Corte di rispondere come segue alle questioni pregiudiziali sottopostele dal College van beroep voor het bedrijfsleven (Corte d'appello in materia economica, Paesi Bassi):

«Un sistema organizzato di negoziazione di strumenti finanziari, a carattere multilaterale, in cui gli interessi di acquisto e di vendita degli investitori interagiscono attraverso broker e fondi di investimento aperti, rappresentati dai loro agenti, sotto il controllo di un gestore indipendente, deve essere considerato un mercato regolamentato ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 14, della direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio».

42 Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativo agli abusi di mercato (regolamento sugli abusi di mercato) e che abroga la direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione (GU 2014, L 173, pag. 1). Il considerando 8 di detto regolamento è così formulato «L'ambito di applicazione della direttiva 2003/6/CE si concentra sugli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o per i quali sia stata richiesta l'ammissione alla negoziazione su un mercato regolamentato. Tuttavia, negli ultimi anni gli strumenti finanziari sono stati negoziati con sempre maggior frequenza sui sistemi multilaterali di negoziazione (MTF). Esistono anche strumenti finanziari che vengono negoziati solo su altri tipi di sistemi organizzati di negoziazione (OTF) o che vengono negoziati soltanto fuori borsa (OTC). L'ambito di applicazione del presente regolamento dovrebbe pertanto includere tutti gli strumenti finanziari negoziati su un mercato regolamentato, un MTF o un OTF, e tutte le altre condotte o iniziative che possono avere un effetto sui suddetti strumenti finanziari, a prescindere dal fatto che abbiano o meno luogo in una sede di negoziazione. (…). Ciò dovrebbe migliorare la tutela degli investitori, mantenere l'integrità dei mercati e assicurare un chiaro divieto dell'abuso di mercato di tali strumenti».

43 A tale proposito, l'articolo 1, paragrafo 7, della direttiva MiFID II così dispone: «Tutti i sistemi multilaterali per strumenti finanziari strutturati operano in conformità delle disposizioni del titolo II per quanto riguarda i sistemi multilaterali di negoziazione e per i sistemi organizzati di negoziazione o delle disposizioni del titolo III per quanto riguarda i mercati regolamentati. Le imprese di investimento che, in modo organizzato, frequente e sistematico, negoziano per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato, di un sistema multilaterale di negoziazione o di un sistema organizzato di negoziazione operano in conformità al titolo III del regolamento (UE) n. 600/2014. Fatti salvi gli articoli 23 e 28 del regolamento (UE) n. 600/2014, tutte le operazioni in strumenti finanziari al primo e al secondo comma che non sono concluse in sistemi multilaterali o da internalizzatori sistematici rispettano le pertinenti disposizioni del titolo III del regolamento (UE) n. 600/2014».

44 Clause, N.J. e 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, pag. 285.