



Datum van inontvangstneming : 02/02/2016

uitspraak

Ingeschreven in het register van het
Hof van Justitie onder nr. 1.007.960

Luxemburg 09. 12. 2015 De Griffier,
voor deze

Fax/E-mail: _____ *Maria Manuela Ferreira*
Maria Manuela Ferreira
Neergelegd op: 07.12.2015 Hoofdadministrator

Het College heeft het onderzoek in deze zaak ter zitting gesloten.

Bij beschikking van 27 augustus 2015 heeft het College het onderzoek heropend. Bij die beschikking zijn partijen in de gelegenheid gesteld hun zienswijze te geven met betrekking tot aan het Hof van Justitie van de Europese Unie (HvJEU) te stellen prejudiciële vraag en is Euronext Amsterdam N.V. (Euronext) in de gelegenheid gesteld haar visie te geven over in de beschikking vastgestelde kenmerken van Euronext Fund Services (EFS). Partijen zijn vervolgens in de gelegenheid gesteld een reactie te geven op de visie van Euronext.

Grondslag van het geschil

1.1 Bij besluiten van 30 oktober 2009, 31 december 2010, 30 september 2011 en 28 september 2012 (de primaire besluiten) heeft AFM appellanten op grond van artikel 1:40 van de Wet op het financieel toezicht (Wft) en het Besluit bekostiging financiering toezicht, met verwijzing naar artikel 5:60, eerste lid, aanhef en onder a, Wft, heffingen opgelegd over de jaren 2009, 2010, 2011 en 2012 ten bedrage van achtereenvolgens € 110, € 350, € 630 en € 180 per appellant.

1.2 Bij besluit van 13 december 2012 (het bestreden besluit), waartegen het beroep bij de rechtbank was gericht, heeft AFM de bezwaren van appellanten tegen de primaire besluiten ongegrond verklaard. AFM stelt zich op het standpunt dat het systeem van EFS voldoet aan alle bestanddelen van de definitie van het begrip gereglementeerde markt in artikel 1:1 Wft. Dit betekent dat artikel 5:60 Wft van toepassing is op de bestuurders en commissarissen van appellanten en dat de heffingen terecht zijn opgelegd.

Uitspraak van de rechtbank

2.1 De rechtbank heeft het bestreden besluit in verband met een overschrijding van de redelijke termijn vernietigd, maar bepaald dat de rechtsgevolgen van het vernietigde besluit in stand blijven. De rechtbank heeft, voor zover hier van belang, het volgende overwogen.

2.2 De beroepsgrond van appellanten dat EFS geen gereglementeerde markt is, faalt. Het begrip gereglementeerde markt moet worden uitgelegd in het licht van de in artikel 4, eerste lid, onderdeel 14, van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad, PB 2004 L 145 (MiFID), gegeven definitie van dit begrip.

Gelet hierop stelt AFM zich terecht op het standpunt dat het begrip “derden” moet worden gezien vanuit het gezichtspunt van de marktexploitant. Voor de exploitant van EFS zijn de fund agents van appellanten derden, evenals de brokers. Dat (ook) aan de andere elementen van de definitie van het begrip gereglementeerde markt wordt voldaan, is niet in geschil. Dit betekent dat AFM bevoegd is de bestreden heffingen op te leggen. Dat appellanten de meldingsplicht van artikel 5:60 Wft niet zinvol achten, is juridisch gezien niet relevant.

Overwegingen

3. Het College gaat uit van de volgende, ten tijde van het bestreden besluit van belang zijnde, feiten en omstandigheden. Appellanten zijn zogenaamde “open end” beleggingsinstellingen. Dergelijke beleggingsinstellingen hebben zich ertoe verplicht orders

tot inkoop of uitgifte van deelnemingsrechten in hun fondsen uit te voeren. De fondsen van appellanten worden verhandeld via EFS, een segment van Euronext. Euronext heeft een vergunning om een gereguleerde markt te exploiteren of te beheren op grond van artikel 5:26, eerste lid, Wft. EFS is een afzonderlijk handelssysteem waarin uitsluitend "open end" beleggingsfondsen worden verhandeld. Bij dat systeem zijn fund agents en brokers als members aangesloten. Iedere beleggingsinstelling of groep van beleggingsinstellingen heeft haar eigen fund agent die voor rekening en risico van die (groep van) beleggingsinstelling(en) handelt. Een broker verzamelt de koop- en verkooporders van de beleggers en geeft die door aan de fund agent van de betreffende beleggingsinstelling. Op EFS vinden de transacties plaats aan de hand van forward pricing. Een broker kan een order bij een fund agent plaatsen tot 16.00 uur (cut-off time), waarna de intrinsieke waarde van de beleggingsinstelling (en dus de waarde van het uit te geven of in te kopen deelnemingsrecht) wordt berekend op basis van koersen die liggen na de cut-off time. De fund agent voert de bij hem geplaatste order om 10.00 uur de volgende ochtend uit op basis van de berekende intrinsieke waarde met een beperkte op- of afslag vanwege de door de beleggingsinstelling te maken transactiekosten. Fund agents verrichten onderling geen transacties binnen het systeem. Dat geldt ook voor de brokers. De transacties op EFS geschieden conform de regels van het EFS Trading Manual en de TCS-web User Guide to the EFS.

4. Ingevolge artikel 1:40, eerste lid, Wft brengt de toezichthouder de kosten van de werkzaamheden die hij verricht in verband met de uitvoering van zijn taak op grond van deze wet in rekening bij de ondernemingen ten aanzien waarvan die werkzaamheden worden verricht, voor zover deze kosten niet ten laste komen van de Rijksbegroting.

Ingevolge de artikelen 5, 6 en 8, eerste lid, onder i, nummer 4, van het Besluit bekostiging financieel toezicht is AFM bevoegd om daartoe heffingen op te leggen aan uitgevende instellingen als bedoeld in artikel 5:60, eerste lid, onderdeel a, Wft.

Ingevolge artikel 5:60, eerste lid, onderdeel a, Wft is een ieder die het dagelijks beleid bepaalt of mede bepaalt van een uitgevende instelling met zetel in Nederland die financiële instrumenten als bedoeld in artikel 5:56, eerste lid, onderdeel a, heeft uitgegeven of voornemens is uit te geven, dan wel degene op wiens voorstel een koopovereenkomst inzake een financieel instrument als bedoeld in het desbetreffende onderdeel, niet zijnde een effect, tot stand is gekomen of die een koopovereenkomst inzake een financieel instrument als bedoeld in het desbetreffende onderdeel, niet zijnde een effect, voorstelt, gehouden om uiterlijk op de vijfde werkdag na de transactiedatum melding te doen van voor eigen rekening verrichte of bewerkstelligde transacties in aandelen die betrekking hebben op de in onderdeel a, b onderscheidenlijk c (van artikel 5:60, eerste lid) bedoelde uitgevende instelling, of in financiële instrumenten waarvan de waarde mede wordt bepaald door de waarde van deze aandelen.

Ingevolge artikel 5:56, eerste lid, onderdeel a, Wft is het een ieder die behoort tot een in het tweede lid genoemde categorie personen verboden om gebruik te maken van voorwetenschap door een transactie te verrichten of te bewerkstelligen in of vanuit Nederland of een staat die geen lidstaat is in financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt waarvoor een vergunning als bedoeld in artikel 5:26, eerste lid, is verleend of een multilaterale handelsfaciliteit waarvoor de beleggingsonderneming een vergunning heeft als bedoeld in artikel 2:96 of waarvoor toelating tot die handel is aangevraagd.

Artikel 1:1 Wft luidt, voor zover hier van belang, als volgt:

“gereguleerde markt: multilateraal systeem dat meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten – binnen dit systeem en volgens de niet-discretionaire regels van dit systeem – samenbrengt of het samenbrengen daarvan vergemakkelijkt op zodanige wijze dat er een overeenkomst uit voortvloeit met betrekking tot financiële instrumenten die volgens de regels en de systemen van die markt tot de handel zijn toegelaten, en dat regelmatig en overeenkomstig de geldende regels inzake de vergunningverlening en het doorlopende toezicht werkt.”

5. In de preambule van de MiFID staat:

“(6) Er dienen definities van gereguleerde markt en MTF [(Multilateral Trading Facility)] te worden vastgesteld en deze definities moeten nauw bij elkaar aansluiten om duidelijk te maken dat zij dezelfde georganiseerde-handelsfuncties bestrijken. Bilaterale systemen waarin een beleggingsonderneming handelstransacties voor eigen rekening uitvoert en niet als bemiddelaar tussen koper en verkoper, zonder zelf risico te dragen, mogen er niet onder vallen. De term „systeem” omvat alle markten die bestaan uit een geheel van regels en een handelsplatform, alsmede de markten die alleen op basis van een geheel van regels werken. Gereguleerde markten en MTF’s zijn niet verplicht een „technisch” systeem voor het matchen van orders te exploiteren. Een markt die alleen bestaat uit een geheel van regels betreffende aspecten die verband houden met lidmaatschap, toelating van instrumenten tot de handel, handel tussen leden, transactiemelding en – waar van toepassing – transparantieverplichtingen, is een gereguleerde markt of een MTF in de zin van deze richtlijn, en volgens deze regels uitgevoerde transacties worden geacht te zijn verricht volgens de systemen van een gereguleerde markt of een MTF. De term „koop- en verkoopintenties” moet in brede zin worden opgevat en omvat orders, koersen en blijken van belangstelling. Het vereiste dat de intenties in het systeem moeten worden samengebracht volgens niet-discretionaire regels die door de exploitant van het systeem zijn vastgesteld, betekent dat deze intenties volgens de regels, de protocollen of de interne werkingsprocedures (met inbegrip van IT-procedures) van het systeem moeten worden samengebracht. De uitdrukking „niet-discretionaire regels” houdt in dat deze regels de beleggingsonderneming die een MTF exploiteert, geen enkele mogelijkheid mogen laten om de interactie tussen de intenties te beïnvloeden. In de definities is bepaald dat de intenties op zodanige wijze moeten worden samengebracht dat er een overeenkomst uit voortvloeit, hetgeen betekent dat de uitvoering moet plaatsvinden volgens de regels, de protocollen of de interne exploitatieprocedures van het systeem.”

In de MiFID zelf staat:

“Artikel 4

Definities

1. In de zin van deze richtlijn wordt verstaan onder:

(...)

7) beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling: een beleggingsonderneming die frequent op georganiseerde, regelmatige en systematische wijze voor eigen rekening en buiten een gereguleerde markt of een MTF transacties uitgevoerd door orders van cliënten uit te voeren;

(...)

14) gereguleerde markt: een door een marktexploitant geëxploiteerd en/of beheerd multilateraal systeem dat meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten - binnen dit systeem en volgens de niet-discretionaire regels van dit systeem - samenbrengt of het samenbrengen daarvan vergemakkelijkt op zodanige wijze dat er een overeenkomst uit voortvloeit met betrekking tot financiële instrumenten die volgens de

regels en de systemen van de markt tot de handel zijn toegelaten, en waaraan vergunning is verleend en die regelmatig werkt, overeenkomstig het bepaalde in titel III;

(...)

18) effecten: alle categorieën op de kapitaalmarkt verhandelbare waardepapieren, betaalinstrumenten uitgezonderd, zoals:

a) aandelen in vennootschappen en andere met aandelen in vennootschappen, partnerships of andere entiteiten gelijk te stellen waardepapieren, alsmede aandelencertificaten (...)."

Verordening (EG) nr.1287/2006 van de Commissie van 10 augustus 2006 tot uitvoering van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de voor beleggingsondernemingen geldende verplichtingen betreffende het bijhouden van gegevens, het melden van transacties, de markttransparantie, de toelating van financiële instrumenten tot de handel en de definitie van begrippen voor de toepassing van genoemde richtlijn betreft, Pb 2006 L 241 (uitvoeringsverordening), luidt, voor zover hier van belang:

"Artikel 5

Verwijzingen naar een transactie

Voor de toepassing van deze verordening is een verwijzing naar een transactie alleen een verwijzing naar de aankoop en verkoop van een financieel instrument. Voor de toepassing van deze verordening, met uitzondering van hoofdstuk II, omvatten de aankoop en verkoop van een financieel instrument geen van de volgende transacties:

(...)

c) transacties op de primaire markt (zoals uitgifte, toewijzing of inschrijving) in financiële instrumenten die vallen onder artikel 4, lid 1, punt 18, onder a) en b), van Richtlijn 2004/39/EG.

(...)

Artikel 21

(Artikel 4, lid 1, punt 7, van Richtlijn 2004/39/EG)

Criteria om te bepalen of een beleggingsonderneming een beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling is

1. Wanneer een beleggingsonderneming voor eigen rekening handelt door orders van cliënten buiten een gereglementeerde markt of een MTF uit te voeren, wordt zij behandeld als een beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling indien zij voldoet aan de volgende criteria die erop duiden dat zij deze activiteit frequent op georganiseerde, regelmatige en systematische wijze verricht:

a) de activiteit vervult een wezenlijke zakelijke rol voor de onderneming en wordt verricht volgens niet-discretionaire regels en procedures;

b) de activiteit wordt verricht door personeel of door middel van een geautomatiseerd technisch systeem dat voor dat doel is bestemd, ongeacht of dat personeel of dat systeem uitsluitend voor dat doel wordt ingezet;

c) de activiteit is doorlopend en op regelmatige basis beschikbaar voor cliënten."

6. AFM heeft heffingen aan appellanten opgelegd ter bekostiging van het uitoefenen van toezicht op de naleving van de meldplicht voor (mede)beleidsbepalers van een uitgevende instelling met zetel in Nederland waarvan de financiële instrumenten zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt en welke beleidsbepalers voor eigen rekening transacties hebben verricht of bewerkstelligd in aandelen van die uitgevende instelling of in

financiële instrumenten waarvan de waarde door die aandelen wordt bepaald. In verband met de bevoegdheidsgrondslag van deze heffingen stelt AFM zich op het standpunt dat EFS voldoet aan de definitie van gereguleerde markt. Daarbij wijst AFM op het volgende. EFS is een multilateraal systeem, omdat meerdere brokers en fund agents op EFS zijn aangesloten en andere partijen dan de exploitant van het desbetreffende systeem orders inleggen. Het begrip “derde” moet worden uitgelegd naar spraakgebruik en dat betekent dat iedere gebruiker van het systeem als derde moet worden beschouwd. Ook indien partijen handelen met een vaste tegenpartij zoals de fund agent is sprake van een derde. Dat bij EFS de prijs van de deelnemingsrechten wordt bepaald aan de hand van forward pricing en daardoor de prijsvorming buiten het systeem plaatsvindt, is niet van belang. De transactie komt binnen het systeem tot stand. De bij EFS aangesloten broker brengt de orders van zijn cliënten immers binnen dat systeem en de eveneens bij EFS aangesloten fund agent accepteert de orders. Binnen het systeem worden de intenties samengebracht waaruit een overeenkomst (transactie) voortvloeit. EFS werkt overeenkomstig de niet-discretionaire regels van haar Trading Manual en de TCS-web User Guide to the EFS.

7. Appellanten betogen dat EFS niet voldoet aan de definitie van een gereguleerde markt. EFS is geen multilateraal systeem waarop koop- en verkoopintenties van derden worden samengebracht, maar een bilateraal systeem waarmee een “open end” beleggingstelling uitvoering geeft aan haar verplichting deelnemingsrechten in te kopen en/of uit te geven in reactie op daartoe strekkende koop- en/of verkoopintenties van de belegger. De wetgever heeft in de totstandkomingsgeschiedenis van de Wft (Nota naar aanleiding van het Verslag (Kamerstukken II 2007/08, 31086, nr. 7) hierna: NaV) bevestigd dat er geen koop- en verkoopintenties van beleggers worden samengebracht. Voorts wijzen appellanten erop dat een gereguleerde markt secundaire handel faciliteert, terwijl EFS transacties faciliteert die een primair karakter hebben.

8. Het College overweegt als volgt.

9. De definitie van gereguleerde markt in artikel 1:1 Wft strekt tot implementatie van artikel 4, lid 1, punt 14, van de MiFID (zie TK 2006–2007, 31 086, nr. 3, p. 84). Daarom moet het begrip “gereguleerde markt” worden uitgelegd in het licht van de in laatstgenoemd artikel gegeven definitie van dit begrip. Voorts staat in overweging 6 uit de preambule bij de MiFID vermeld dat onder gereguleerde markt niet vallen bilaterale systemen waarin een beleggingsonderneming handelstransacties voor eigen rekening uitvoert en niet als bemiddelaar tussen koper en verkoper, zonder zelf risico te dragen. De Europese regelgever heeft hiermee kennelijk bedoeld de term “multilateraal systeem” af te zetten tegen een bilateraal systeem. Een en ander is terug te voeren op de door appellanten aangehaalde uitleg van het begrip “multilateraal systeem” in een onderzoek van de Committee of European Securities Regulators (CESR), op welk onderzoek de Europese Commissie zich heeft gebaseerd in haar richtlijnvoorstel voor de MiFID (voluit: Voorstel voor een richtlijn betreffende beleggingsdiensten en gereguleerde markten, COM (2002) 625, Pb C 71 E/75). In punt 13 van de zogeheten “Standards for alternative trading systems” van de CESR (http://www.esma.europa.eu/system/files/1-02_086b.pdf) staat:

“Multilateral systems

This expression is intended to exclude bilateral systems. Bilateral systems are those systems where a single entity enters into every trade entered through the system, on own account and not as a riskless counterparty interposed between the buyer and seller. By contrast, a system where multiple participants (e.g. market-makers) act as counterparties to the orders entered through the system would be regarded as multilateral.”

Het College merkt verder op dat op grond van de MiFID (en de Wft) beleggingsondernemingen met systematische interne afhandeling kennelijk bilaterale systemen zijn. Het bepaalde in artikel 4, lid 1, punt 7, van de MiFID, waarin de definitie wordt gegeven van “beleggingsondernemingen met systematische interne afhandeling”, en artikel 21 van de uitvoeringsverordening, waarin de criteria zijn neergelegd om te kunnen bepalen of van een dergelijke onderneming sprake is, acht het College van belang om een bilateraal systeem – als bedoeld in genoemde overweging 6 – van een multilateraal systeem te kunnen onderscheiden. Kenmerkend onderscheid tussen een bilateraal en multilateraal systeem lijkt derhalve te zijn dat in een bilateraal systeem een transactie uitsluitend wordt verricht tussen een beleggingsonderneming en de belegger en in een multilateraal systeem tevens transacties mogelijk zijn tussen met name beleggers onderling.

10. Het College neigt tot de gedachte dat EFS geen multilateraal systeem en om die reden geen gereguleerde markt is in de zin van artikel 4, lid 1, punt 14, van de MiFID. In feite is het steeds een beleggingsinstelling die, daartoe verplicht, een aan- of verkooporder van de belegger in die beleggingsinstelling via EFS uitvoert. Binnen het systeem van EFS vertegenwoordigen een broker en een fund agent slechts de belegger respectievelijk de beleggingsinstelling. Transacties in andere verhoudingen dan die tussen een beleggingsinstelling (fund agent) en een belegger (broker) zijn via EFS niet mogelijk. De enkele omstandigheid dat verschillende brokers en fund agents bij EFS zijn aangesloten is onvoldoende voor een ander oordeel.

11. In genoemde overweging 6 staat verder vermeld, voor zover hier van belang, dat een markt die alleen bestaat uit een geheel van regels betreffende aspecten die verband houden met lidmaatschap, toelating van instrumenten tot de handel, handel tussen leden, transactiemelding en – waar van toepassing – transparantieplichtingen, een gereguleerde markt is in de zin van deze richtlijn, en volgens deze regels uitgevoerde transacties worden geacht te zijn verricht volgens de systemen van een gereguleerde markt. Deze overweging zou erop kunnen duiden dat een systeem waarop uitsluitend transacties worden verricht die niet aan een meldingsplicht zijn onderworpen niet als een gereguleerde markt kan worden aangemerkt omdat regels over transactiemeldingen in een dergelijk geval niet aan de orde zijn.

Ingevolge artikel 5, aanhef en onder c), van de uitvoeringsverordening zijn transacties op de primaire markt (zoals uitgifte, toewijzing of inschrijving) in financiële instrumenten die vallen onder artikel 4, lid 1, punt 18, onder a) en b), van de MiFID voor de toepassing van de uitvoeringsverordening, met uitzondering van het hier niet ter zake doende hoofdstuk II, geen transacties die de aankoop en verkoop van een financieel instrument omvatten. Hieruit volgt dat hoofdstuk III van de uitvoeringsverordening, welk hoofdstuk bepalingen bevat over het melden van transacties, niet van toepassing is op transacties op de primaire markt in vorenbedoelde zin. Voor dergelijke transacties geldt derhalve geen meldingsplicht.

Uit het voorgaande lijkt te volgen dat een systeem waarmee uitsluitend worden verricht transacties op de primaire markt (zoals uitgifte, toewijzing of inschrijving) in financiële instrumenten die vallen onder artikel 4, lid 1, punt 18, onder a) en b), van de MiFID, niet is aan te merken als een gereguleerde markt.

12. Vast staat dat op EFS uitsluitend transacties inzake deelnemingsrechten in beleggingsfondsen worden verricht. Dergelijke rechten zijn aan te merken als effecten in de zin van artikel 4, lid 1, punt 18, onder a), van de MiFID. Uit artikel 5, aanhef en onder c), van

de uitvoeringsverordening volgt dat transacties in effecten als vorenbedoeld transacties zijn op de primaire markt. Voor de transacties geldt naar het oordeel van het College dan ook geen meldingsplicht. Zie ook het standpunt van de minister van Financiën in de NaV:

“Artikel 5 van de uitvoeringsverordening MiFID stelt dat aan- en verkopen op de primaire markt (zoals uitgifte, toewijzing of inschrijving) in financiële instrumenten die zijn te begrijpen onder de onderdelen a en b van de definitie van effecten niet als «transacties» in de zin van de MiFID gelden. Deelnemingsrechten in open end beleggingsfondsen vallen onder effecten als bedoeld in onderdeel a van de definitie. Daarmee vallen de aan- en verkopen in deze deelnemingsrechten die direct bij de beleggingsinstelling worden aangegaan of door tussenkomst van eerdergenoemde nieuwe handelssystematiek naar mijn mening buiten de reikwijdte van de transactierapportageverplichting.”

Als via EFS uitsluitend primaire, dus niet meldingsplichtige, markttransacties worden verricht zou ook om die reden EFS niet zijn aan te merken als gereglementeerde markt. Deze conclusie biedt tevens enige steun voor de opvatting dat EFS een bilateraal systeem is. Immers, transacties op de primaire markt vinden telkens tussen dezelfde entiteiten plaats namelijk tussen de emittent (uitgevende instelling) en de belegger, hetgeen op EFS het geval is, waarbij genoemde entiteiten worden vertegenwoordigd door respectievelijk de fund agent en de broker.

13. Verder neemt het College in aanmerking dat de waarde van de deelnemingsrechten, die via het systeem van EFS worden verhandeld, wordt bepaald door een berekening van hun intrinsieke waarde, het hiervoor onder 3 geschetste forward pricing. Naar appellanten onbestreden hebben gesteld komt op gereglementeerde markten de prijs niet op zodanige wijze tot stand, maar op basis van vraag en aanbod van degenen die daar handelen.

14. Verder onderschrijft het College de opvatting van de minister van Financiën dat met de handelssystematiek op EFS van markmanipulatie geen sprake kan zijn en handel met voorwetenschap niet goed voorstelbaar is (zie de NaV, pagina 32):

“Van marktmanipulatie bij de aan- of verkoop van deze deelnemingsrechten kan vanwege het feit dat een order die wordt ingelegd voor 16.00 uur, de volgende werkdag om 10.00 uur wordt verwerkt geen sprake zijn en, vanwege de diversiteit in de samenstelling van de meeste fondsen en het feit dat de afnemer niet exact de beleggingen van het fonds kent, is handel met voorwetenschap niet goed voorstelbaar. Er bestaan weliswaar beleggingsfondsen die zich richten op een specifieke sector, en er kan voorwetenschap bestaan die een hele sector beïnvloedt, maar dergelijke voorwetenschap komt zelden voor. Ook zijn er fondsen waarin een enkel effect dominant aanwezig is, maar dat is een zeer beperkt aantal en de afnemer heeft geen invloed op de mogelijke wijzigingen die de manager van het fonds uitvoert met betrekking tot de beleggingen in die effecten.”

De uitleg dat EFS geen gereglementeerde markt zou zijn, lijkt dan ook niet in strijd te zijn met de doelstellingen van de MiFID.

15. Gelet op hetgeen hiervoor onder 9 tot en met 14 is overwogen kan het College het betoog van appellanten dat EFS geen “multilateraal systeem (is) dat meerdere koop- en verkoopintenties van derden (...) samenbrengt of het samenbrengen daarvan vergemakkelijk”, maar een bilateraal systeem dat uitsluitend “open end” beleggingsinstellingen faciliteert in hun verplichting de bij hen door beleggers geplaatste aan- en verkooporders in deelnemingsrechten uit te voeren, dan ook goed volgen. Het College neemt hierbij in aanmerking dat via EFS uitsluitend primaire, niet meldingsplichtige,

markttransacties worden verricht, de prijs van de via EFS verhandelde deelnemingsrechten niet door vraag en aanbod tot stand komt, en met deze handelssystematiek van markmanipulatie geen sprake kan zijn en handel met voorwetenschap niet goed voorstelbaar is.

16. Ook de uitleg van AFM, dat EFS wel een gereguleerde markt is als bedoeld in artikel 4, lid 1, punt 14, van de MiFID, acht het College echter zeker verdedigbaar.

17. Allereerst kan aan de hand van de bestanddelen van genoemde definitiebepaling het volgende worden gezegd. EFS is een zelfstandig handelsplatform dat door Euronext wordt geëxploiteerd. Aan Euronext is voor die exploitatie vergunning verleend. EFS is een multilateraal systeem, omdat meerdere brokers en fund agents op EFS zijn aangesloten, het om handel in aandelen van meerdere beleggingsinstellingen gaat en meerdere partijen orders inleggen. Het begrip “derde” moet worden uitgelegd naar spraakgebruik en dat betekent dat iedere gebruiker van het systeem als derde moet worden beschouwd. Binnen het systeem worden de aan- en verkoopintenties van de brokers en fund agents samengebracht waaruit overeenkomsten (transacties) voortvloeien. EFS werkt overeenkomstig de niet-discretionaire regels van haar Trading Manual en de TCS-web User Guide to the EFS.

18. Voorts neemt het College in aanmerking dat uit de tekst van overweging 6 uit de preambule bij de MiFID, noch uit artikel 4, lid 1, punt 14, van de MiFID, direct is af te leiden dat een handelsplatform waarop uitsluitend niet meldingsplichtige handelstransacties plaatsvinden en de prijsvorming van het verhandelde niet door vraag en aanbod tot stand komt, niet als een gereguleerde markt kan worden aangemerkt. Voldoende is dat sprake is van een markt die bestaat uit een geheel van regels als beschreven in genoemde overweging 6 en dat wordt voldaan aan de bestanddelen van de definitie van artikel 4, lid 1, punt 14, van de MiFID. Dat lijkt hier het geval te zijn.

19. Aangezien over de uitleg van het begrip “gereguleerde markt” als bedoeld in artikel 4, lid 1, punt 14, van de MiFID redelijke twijfel is, en de uitleg van deze bepaling noodzakelijk is voor de beslechting van het geschil, is het College voornemens het HvJEU de volgende vraag voor te leggen.:

Moet een systeem, waaraan meerdere fund agents en brokers deelnemen die binnen dat systeem respectievelijk “open end” beleggingsinstellingen en beleggers vertegenwoordigen in handelstransacties, en dat in feite uitsluitend deze “open end” beleggingsinstellingen faciliteert in hun verplichting door beleggers geplaatste aan- en verkooporders in deelnemingsrechten uit te voeren, worden aangemerkt als een gereguleerde markt als bedoeld in artikel 4, lid 1, punt 14, van de MiFID en, zo ja, welke kenmerken zijn daarvoor beslissend?

Beslissing

Het College:

- verzoekt het HvJEU bij wijze van prejudiciële beslissing uitspraak te doen ten aanzien van de volgende vraag:

Moet een systeem, waaraan meerdere fund agents en brokers deelnemen die binnen dat systeem respectievelijk “open end” beleggingsinstellingen en beleggers vertegenwoordigen in handelstransacties, en dat in feite uitsluitend deze “open end” beleggingsinstellingen faciliteert in hun verplichting door beleggers geplaatste aan- en verkooporders in deelnemingsrechten uit te voeren, worden aangemerkt als een gereguleerde markt als bedoeld in artikel 4, lid 1, punt 14, van de MiFID en, zo ja, welke kenmerken zijn daarvoor beslissend?

- houdt iedere verdere beslissing aan.

Deze uitspraak is gedaan door mr. W.E. Doolaard, mr. J.L. Verbeek en mr. P.M. van der Zanden, in tegenwoordigheid van mr. S.D.M. Michael, griffier. De beslissing is in het openbaar uitgesproken op 2 december 2015.

w.g.W.E. Doolaard

w.g.S.D.M. Michael

voor afschrift
conform