

CONCLUSIE VAN ADVOCaat-GENERAAL

P. MENGOZZI

van 26 oktober 2006<sup>1</sup>

**I — Inleiding**

1. In deze zaak heeft de Symvoulio tis Epikrateias (Raad van State) (Griekenland) het Hof van Justitie verzocht om een prejudiciële beslissing inzake de uitlegging van richtlijn 89/592/EEG van de Raad van 13 november 1989 tot coördinatie van de voorschriften inzake transacties van ingewijden.<sup>2</sup>

2. Het Hof wordt meer bepaald gevraagd naar de uitlegging van de begrippen beschikking over en „gebruikmaking” van voorwetenschap in de zin van richtlijn 89/592.

1 — Oorspronkelijke taal: Frans.

2 — PB L 334, blz. 30.

**II — Rechtskader**

*A — Gemeenschapsrecht*

3. Gezien de belangrijke functie die de secundaire effectenmarkt vervult bij de financiering van het bedrijfsleven, wordt in de vierde overweging van de considerans van richtlijn 89/592 gesteld dat het goed functioneren van deze markt voor een groot deel afhankelijk is van het vertrouwen dat de beleggers in de markt stellen.

4. De vijfde overweging van de considerans van richtlijn 89/592 preciseert dat dit vertrouwen onder meer berust op de aan de beleggers geboden waarborg dat zij op voet van gelijkheid verkeren en dat zij zullen worden beschermd tegen het ongeoorloofd gebruik van voorwetenschap.

5. Volgens artikel 1, lid 1, van richtlijn 89/592 wordt onder „voorwetenschap” verstaan „niet openbaar gemaakte informatie die concreet is en die betrekking heeft op een of meer emittenten van effecten of een of meer effecten en die, indien zij openbaar zou worden gemaakt, aanwijsbare invloed zou kunnen hebben op de koers van dat effect of van die effecten”.

— vanwege hun deelneming in het kapitaal van de emittent, of

— omdat zij toegang hebben tot deze informatie vanwege de uitoefening van hun werk, hun beroep of hun functie,

6. In lid 2 van dat artikel worden „effecten” onder meer gedefinieerd als aandelen en obligaties, alsmede waardepapieren die hiermee gelijk kunnen worden gesteld, wanneer zij met het oog op verhandeling worden toegelaten op een markt die gereguleerd is door en onder toezicht staat van de door de overheid erkende autoriteiten, regelmatig functioneert en rechtstreeks of middellijk openstaat voor het publiek.

over voorwetenschap beschikken, voor eigen rekening of voor rekening van derden, rechtstreeks of middellijk, effecten van de emittent of van de emittenten op wie deze voorwetenschap betrekking heeft, te verwerven of te vervreemden met gebruikmaking, welbewust, van deze voorwetenschap.

7. Artikel 2 van richtlijn 89/592 bepaalt:

2. Indien de in lid 1 bedoelde personen vennootschappen of andere rechtspersonen zijn, is het in dat lid vervatte verbod eveneens van toepassing op de natuurlijke personen die meewerken aan de beslissing de transactie voor rekening van de rechtspersonen in kwestie uit te voeren.

„1. Elke lidstaat verbiedt personen die

— vanwege hun hoedanigheid als lid van de bestuurs-, leidinggevende of toezichthoudende organen van de emittent,

3. Het in lid 1 bedoelde verbod geldt voor elke verwerving of vervreemding van effecten waarbij een professionele bemiddelaar optreedt.

Elke lidstaat kan bepalen dat dit verbod niet geldt voor de verwerving of vervreemding van effecten die, zonder dat daarbij een professionele bemiddelaar optreedt, plaatsvindt buiten een markt als omschreven in artikel 1, punt 2, in fine.

4. [...]”

8. Artikel 3 van richtlijn 89/592 verplicht elke lidstaat om de aan de verbodsbepaling van artikel 2 onderworpen personen die over voorwetenschap beschikken te verbieden:

„a) deze voorwetenschap aan een derde mede te delen, tenzij dit gebeurt in het kader van de normale uitoefening van hun werk, beroep of functie;

b) op grond van deze voorwetenschap een derde aan te bevelen om effecten die voor verhandeling op zijn effectenmarkten als omschreven in artikel 1, punt 2, in fine, zijn toegelaten, te verwerven of te vervreemden of door een derde te doen verwerven of vervreemden”.

9. Artikel 4 van richtlijn 89/592 schrijft voor dat elke lidstaat de in artikel 2 bedoelde verbodsbepaling ook toepast op andere dan de in dat artikel bedoelde personen die, met

kennis van zaken, beschikken over voorwetenschap, die rechtstreeks of middellijk alleen afkomstig kan zijn van een in artikel 2 bedoelde persoon.

10. Artikel 6 van richtlijn 89/592 staat de lidstaten toe strengere voorschriften dan die van deze richtlijn of aanvullende voorschriften vast te stellen, mits deze van algemene toepassing zijn.

11. De elfde overweging van de considerans van richtlijn 89/592 preciseert dat, „aangezien de verwerving of vervreemding van effecten noodzakelijkerwijs wordt voorafgegaan door een daartoe strekkend besluit van de persoon die zo'n transactie verricht, het feit dat deze verwerving of vervreemding plaatsvindt op zichzelf niet betekent dat misbruik wordt gemaakt van voorwetenschap”.

12. De twaalfde overweging van de considerans van richtlijn 89/592 herinnert eraan dat „er slechts sprake is van een transactie van ingewijden als misbruik wordt gemaakt van voorwetenschap” en dat derhalve „transacties die worden uitgevoerd met als enig doel de prijs van een nieuwe uitgifte of een tweede aanbieding van effecten te stabiliseren, op zichzelf geen misbruik van voorwetenschap inhouden”.

B — *Nationaal recht*

13. Het Griekse presidentiële decreet nr. 53/1992 betreffende handelingen in verband met voorwetenschap en houdende uitvoering van richtlijn 89/592 (hierna: „decreet nr. 53/1992”), zoals dat gold ten tijde van de relevante feiten, bepaalt in artikel 1 dat het beoogt de wettelijke voorschriften betreffende de effectenbeurzen aan de genoemde richtlijn aan te passen.

14. De artikelen 2, 3, 4 en 5 van decreet nr. 53/1992 nemen respectievelijk de artikelen 1, 2, 3 en 4 van richtlijn 89/592 over.

15. Decreet nr. 53/1992 bevat geen bepalingen die een ruimere draagwijdte verlenen aan de in richtlijn 89/592 vastgestelde begrippen en verboden. De Helleense Republiek heeft dus geen gebruik gemaakt van de mogelijkheid die artikel 6 van richtlijn 89/592 biedt.

16. Artikel 11 van decreet nr. 53/1992 bepaalt dat in geval van inbreuk op de bepalingen van de artikelen 3, leden 1 en 2, 4 en 5 van dit decreet, naast de sancties voorzien in artikel 30, leden 1 en 3, van wet nr. 1806/1988 door de commissie voor de kapitaalmarkt een boete wordt opgelegd voor een bedrag van ten minste 10 miljoen GRD

en ten hoogste 1 miljard GRD, dan wel voor een bedrag gelijk aan het vijfvoud van de winst die is verkregen door de persoon die gebruik heeft gemaakt van voorwetenschap.

17. Artikel 30 van deze wet voorziet ook in strafsancities voor hen die in het bezit zijn van vertrouwelijke informatie en daarvan onrechtmatig gebruik maken.

18. Artikel 34 van wet nr. 3632/1928 voorziet overigens in een gevangenisstraf en een boete van ten hoogste vijftigduizend GRD, of een van beide straffen, voor personen die, met het oogmerk een ongerechtvaardigd voordeel te behalen, welbewust gebruik maken van specifieke middelen die zich lenen tot het misleiden van het publiek door de beïnvloeding van de koersen op de beurs.

19. Artikel 72, lid 1, van wet nr. 1696/1991 bepaalt voorts dat hij die welbewust door middel van de pers of op enige andere wijze valse of onjuiste informatie verspreidt die de koers van een of meer op de beurs verhandelde effecten zou kunnen beïnvloeden, wordt gestraft met gevangenisstraf en een boete van ten hoogste 100 miljoen GRD.

20. Artikel 76, lid 10, van deze wet ten slotte bepaalt dat, onverminderd de bijzondere strafbepalingen, de commissie voor de kapi-

taalmarkt bevoegd is om een boete van ten hoogste 100 miljoen GRD op te leggen aan ondernemingen die inbreuk maken op de wettelijke bepalingen betreffende de kapitaalmarkt of op beslissingen van de genoemde commissie.

### III — Hoofdingeding en prejudiciële vraag

21. Begin 1996 waren Georgakis en bepaalde leden van zijn familie, door de verwijzende rechter de „Georgakis-groep” genoemd, de hoofdaandeelhouders van de vennootschap Parnassos. Parnassos en haar dochtervennootschap Syrios AVEE bezaten de meerderheid van de aandelen, alle op naam, van de vennootschap ATEMKE. De meeste leden van de Georgakis-groep hadden zitting in de raad van bestuur van de vennootschappen Parnassos en ATEMKE, waarin zij directiefuncties uitoefenden.

22. De leden van de Georgakis-groep hebben vervolgens, op voorstel van hun financiële raadgevers, besloten de koers van het aandeel Parnassos te ondersteunen. Teneinde de meerderheid te verkrijgen die volgens de Griekse wettelijke regeling in de algemene vergadering nodig was voor deze beslissing, zijn zij overeengekomen voldoende aandelen te kopen om 75 % van het maatschappelijk kapitaal van de vennootschap in handen te krijgen, zodat zij deze beslissing aan de andere aandeelhouders konden opleggen.

23. Tussen mei en december 1996 hebben de leden van de Georgakis-groep transacties verricht met aandelen van de vennootschappen Parnassos en ATEMKE. Zij hebben aandelen van de vennootschap ATEMKE verkocht aan de vennootschap Parnassos en met de aldus verkregen liquide middelen aandelen van Parnassos gekocht. Die vennootschap heeft in oktober 1996 835 000 aandelen van de vennootschap ATEMKE overgedragen aan Merrill Lynch Capital Markets plc met een beding van terugkoop dat niet aan de markt is meegedeeld. Deze transactie leverde Parnassos een kortetermijnfinanciering op voor de aankoop van haar eigen aandelen, waarbij de aandelen van de dochtervennootschap ATEMKE als zekerheid dienden.

24. De commissie voor de kapitaalmarkt heeft Georgakis een boete opgelegd van in totaal 70 miljoen GRD voor zijn deelneming aan de in het vorige punt beschreven transacties, verricht met voorwetenschap die hij hetzij rechtstreeks had verworven als aandeelhouder en directeur van de hierboven genoemde vennootschappen, hetzij middellijk, via andere personen die directieposten bekleedden bij de betrokken vennootschappen, zulks in strijd met artikel 3, lid 1, en de artikelen 4 en 5 van decreet nr. 53/1992. Georgakis heeft dit besluit tot invordering aangevochten.

25. In eerste aanleg heeft de Dioikitiko Protodikeio (administratieve rechtbank van eerste aanleg) van Livadia geoordeeld dat Georgakis gebruik had gemaakt van voor-

wetenschap met betrekking tot transacties tussen de leden van de Georgakis-groep die tot doel hadden de handel in Parnassos-aandelen kunstmatig op te drijven om een vertekend beeld te doen ontstaan van de waarde ervan, los van de waarde die zij zonder die transacties zouden hebben gehad. De rechtbank van eerste aanleg heeft de door de commissie voor de kapitaalmarkt opgelegde boete dus bevestigd.

26. Georgakis heeft beroep aangetekend bij de Dioiktiko Efeteio Peiraios (administratief hof van beroep van Piraeus), die het beroep heeft toegewezen en het vonnis van eerste aanleg alsook het besluit tot invordering heeft vernietigd.

27. Deze rechterlijke instantie heeft geoordeeld dat de opgelegde boete onwettig was, omdat de bepalingen van richtlijn 89/592, die bij decreet nr. 53/1992 in de nationale rechtsorde is omgezet, van toepassing zijn op transacties tussen personen die beschikken over voorwetenschap en derden-beleggers, en gebruik van voorwetenschap vooronderstellen, terwijl van voorwetenschap geen sprake kan zijn in het geval van een vooraf tussen twee personen overeengekomen verwerving of vervreemding van een groot pakket aandelen, aangezien zowel het doel als de omstandigheden van de transactie aan beide partijen bekend zijn. De Dioiktiko Efeteio Peiraios heeft dus geoordeeld dat, zo de vooraf tussen twee personen overeengekomen verwerving of vervreemding van een

groot pakket aandelen op zichzelf niet kan worden beschouwd als het resultaat van het gebruik van voorwetenschap, de machinaties van appellant in samenspraak met de leden van de Georgakis-groep niet binnen de werkingssfeer van de genoemde richtlijn en het genoemde decreet nr. 53/1992 vallen.

28. De belastingdienst heeft tegen dit arrest cassatieberoep ingesteld bij de Symvoulío tis Epikrateias.

29. Uit de verwijzingsbeslissing van de Symvoulío tis Epikrateias blijkt dat de tussen de leden van de Georgakis-groep verrichte transacties vooraf waren overeengekomen en dat de leden van de groep wisten dat de koers van de Parnassos-aandelen een ontwikkeling had doorgemaakt door een kunstmatige vraag die zij zelf hadden gecreëerd en die op een grootscheepse financiering was gebaseerd waarbij verschillende methodes werden gebruikt.

30. Met betrekking tot de vraag of de gedragingen in kwestie als gebruikmaking van voorwetenschap moeten worden gekwalificeerd, heeft de verwijzende rechter geoordeeld dat er redelijke twijfel bestaat over de in het hoofdgeding aan de orde zijnde uitlegging van de bepalingen van richtlijn 89/592, met name wat betreft de begrippen voorwetenschap en persoon die beschikt

over voorwetenschap, alsook over de draagwijdte van het aan deze persoon opgelegde verbod tot het verrichten van bepaalde handelingen. De Symvoulio tis Epikrateias heeft derhalve de behandeling van de zaak geschorst en het Hof de volgende prejudiciële vraag voorgelegd:

„Dienen, in het geval dat tussen personen of groepen van personen die een van de in artikel 2, lid 1, van richtlijn 89/592 [...] bedoelde hoedanigheden of eigenschappen bezitten, tevoren overeengekomen beurs-transacties worden verricht die leiden tot de opwaardering of kunstmatige opdrijving van de koers van de verhandelde effecten, die personen wel of niet te worden geacht te beschikken over voorwetenschap in de zin van de artikelen 1 en 2 van genoemde richtlijn, met als gevolg dat de door hen verrichte handelingen vallen onder het in de artikelen 2, 3 en 4 van deze richtlijn vastgestelde verbod van gebruikmaking van voorwetenschap?”

#### IV — Procesverloop voor het Hof

31. Verweerder in het hoofdgeding, de Griekse en de Italiaanse regering alsmede de Commissie van de Europese Gemeenschappen hebben overeenkomstig artikel 23 van het Statuut van het Hof van Justitie schriftelijke opmerkingen ingediend bij het Hof. Deze partijen zijn ook gehoord op de terechtzitting die heeft plaatsgevonden op 13 juli 2006, met uitzondering van de Italiaanse regering die zich niet heeft laten vertegenwoordigen.

#### V — Onderzoek van de prejudiciële vraag

32. Vooraf moeten enkele aspecten worden belicht die bij lezing van de prejudiciële vraag en de verwijzingsbeslissing lijken vast te staan.

33. Om te beginnen waren ten tijde van de feiten, die zich hebben voorgedaan in 1996, enkel richtlijn 89/592 en de Griekse regeling tot omzetting daarvan van kracht. Het Hof wordt dus niet rechtstreeks verzocht om uitlegging van richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik)<sup>3</sup>, die in werking is getreden op 12 april 2003 en waarbij richtlijn 89/592 met ingang van diezelfde dag overeenkomstig de artikelen 20 en 21 ervan is ingetrokken.

34. Vervolgens staat vast dat de leden van de Georgakis-groep hetzij wegens hun hoedanigheid van leden van de bestuursorganen of de directie van de vennootschappen Parnassos en ATEMKE, hetzij vanwege hun deelneming in het kapitaal van deze vennootschappen, vallen binnen de persoonlijke

3 — PB L 96, blz. 16.

werkingsfeer van richtlijn 89/592 en van de nationale wettelijke regeling tot omzetting ervan.

35. Voorts zijn de aandelen die het voorwerp vormden van de in het hoofdgeding aan de orde zijnde transacties, wel degelijk effecten in de zin van de definitie daarvan in artikel 1, lid 2, van richtlijn 89/592.

36. Ten slotte blijkt uit de uiteenzetting van de feiten door de verwijzende rechter dat de tevoren overeengekomen transacties tussen de betrokken personen tot de kunstmatige opdrijving van de koers van de verhandelde effecten hebben geleid.

37. Dit gepreciseerd zijnde, vraagt de verwijzende rechter het Hof in wezen aan te geven of personen die kunnen worden beschouwd als ingewijden in de zin van richtlijn 89/592, voorwetenschap bezitten en gebruiken in de zin van deze richtlijn wanneer zij tevoren overeengekomen beurs-transacties verrichten die leiden tot de kunstmatige opdrijving van de koers van de verhandelde effecten.

38. Vooreerst dient erop te worden gewezen dat niet het feit dat de in artikel 2, lid 1, van richtlijn 89/592 bedoelde personen beschik-

ken over voorwetenschap, als zodanig door deze richtlijn verboden wordt, maar wel het feit dat zij welbewust gebruik daarvan maken.<sup>4</sup> Het Hof heeft dit trouwens in herinnering gebracht in het arrest Verdonck e.a.<sup>5</sup>

39. Uit artikel 2, lid 1, van richtlijn 89/592 blijkt in het bijzonder dat gebruik van voorwetenschap noodzakelijkerwijs vereist dat de voorwetenschap daadwerkelijk voorhanden is. De voorwetenschap moet dus bestaan voor zij wordt gebruikt. Alleen een persoon die vooraf over voorwetenschap beschikt, kan er gebruik van maken, ongeacht of hij een „primaire” ingewijde is, dat wil zeggen dat hij een van de in artikel 2, lid 1, van richtlijn 89/592 opgesomde hoedanigheden of eigenschappen bezit, dan wel een „secundaire” ingewijde als bedoeld in artikel 4 van de genoemde richtlijn is.

40. De partijen die opmerkingen bij het Hof hebben ingediend, zijn het niet eens over de vraag of personen die transacties hebben verricht als die welke in het hoofdgeding aan de orde zijn, beschikken over voorwetenschap in de zin van richtlijn 89/592, waarvan het gebruik door die richtlijn wordt verboden.

4 — Artikel 2, lid 1, van richtlijn 89/592.

5 — Arrest van 3 mei 2001 (C-28/99, Jurispr. blz. I-3399, punt 29).



41. Zowel volgens Georgakis, verweerder in het hoofdgeding, als volgens de Commissie valt een situatie zoals die welke in het hoofdgeding aan de orde is, buiten de werkingssfeer van richtlijn 89/592.

42. Volgens Georgakis beoogt richtlijn 89/592 uit te sluiten dat personen die door hun functies beschikken over voorwetenschap, deze kunnen gebruiken in hun eigen voordeel en ten nadele van derden met wie zij handelen. Deze bepalingen zijn dus enkel van toepassing op voorwaarde onder meer dat de persoon die over de voorwetenschap beschikt, een medecontractant heeft die er niet over beschikt. Dat is in casu niet het geval. In deze zaak beschikten namelijk alle medecontractanten die aan de betrokken transactie deelnamen, niet alleen samen over gemeenschappelijke informatie inzake de beurseffecten, maar hadden zij die ook gecreëerd. De betrokken informatie was wat hen betreft dus niet langer voorwetenschap en er kon voorts geen sprake van zijn dat de voorwetenschap van de een ten nadele van de ander werd gebruikt.

43. De Commissie van haar kant meent dat uit de door de verwijzende rechter uiteengezette feiten niet blijkt dat de leden van de Georgakis-groep door voorwetenschap ertoe zijn aangezet om de betrokken transacties te verrichten. Zij wijst er daarentegen op dat de transacties zijn verricht op basis van de beslissing van de Georgakis-groep om de koers van het Parnassos-aandeel te ondersteunen, op aanraden van haar financiële raadgevers. Dergelijke transacties komen dus op zichzelf niet neer op gebruik van voor-

wetenschap. De Commissie voegt hieraan toe dat transacties die zijn gebaseerd op de beslissing van bepaalde leden van de raad van bestuur van een emittent om de koers van een aandeel op de beurs te ondersteunen, binnen de werkingssfeer van richtlijn 2003/6 vallen, aangezien die betrekking heeft op marktmanipulatie, maar dat deze richtlijn in casu niet van toepassing is.

44. De Griekse en de Italiaanse regering menen daarentegen dat een situatie zoals die welke in het hoofdgeding aan de orde is, binnen de werkingssfeer van richtlijn 89/592 valt.

45. De Griekse regering benadrukt dat de in onderling overleg verrichte handel in aandelen van een en dezelfde vennootschap of de fictieve verwerving en vervreemding tussen dezelfde personen teneinde de verhandelbaarheid en de koers van de aandelen te vergroten c.q. op te drijven, informatie van doorslaggevend belang vormt, waarvan het gebruik een enorme impact kan hebben op de transparantie van de markt. Het doorslaggevende element met betrekking tot de voorwetenschap waarover de leden van een groep beschikken waarin onderlinge afstemming heeft plaatsgevonden, is het feit dat zij weten dat de huidige koers van het effect het gevolg is van een kunstmatige vergroting van de vraag door de leden van de groep zelf, en niet van een gunstige ontwikkeling of van het vooruitzicht van een gunstige ontwikkeling van de financiële parameters van de betrokken vennootschap, en dat hij duidelijk niet het resultaat is van een toegenomen verhandelbaarheid van een op de beurs geïntroduceerd effect. Volgens deze regering omvat het begrip „beschikken over voor-

wetenschap” niet alleen het verkrijgen, maar ook het creëren ervan. De toepassing van de wettelijke regeling betreffende transacties van ingewijden is niet uitgesloten wanneer de personen die de voorwetenschap gebruiken, deze zelf hebben gecreëerd. Ter terechtzitting heeft de Griekse regering daaraan toegevoegd dat een situatie zoals die welke in het hoofdgeding aan de orde is, als gebruik van voorwetenschap én als marktmanipulatie zou kunnen worden beschouwd.

46. De Italiaanse regering meent in wezen dat, gelet op het doel van richtlijn 89/592, namelijk de werking van de financiële markten zo doorzichtig mogelijk te laten verlopen en ervoor te zorgen dat de investeerders op voet van gelijkheid worden behandeld, personen die hebben besloten om een transactie of een reeks transacties op te zetten ter kunstmatige ondersteuning van de koers van een op de beurs genoteerd effect, ook moeten worden geacht te beschikken over de daarmee samenhangende informatie, namelijk het vooraf overeengekomen programma van ver- en aankoop van effecten, bedoeld om de koers van een op de beurs genoteerd effect kunstmatig te ondersteunen zonder dat het publiek ervan wist. Dat programma vormt volgens deze regering wel degelijk voorwetenschap in de zin van richtlijn 89/592, waarvan het gebruik verboden is.

47. Er zij ook op gewezen dat de partijen die aan de terechtzitting hebben deelgenomen, het erover eens waren dat de door de Georgakis-groep verrichte transacties als „painting the tape” moeten worden beschouwd.

48. „Painting the tape” wordt in de financiële en de beurswereld meestal gedefinieerd als de praktijk waarbij bepaalde investeerders onderling een reeks transacties met welbepaalde effecten verrichten en daarbij de indruk van een groot handelsvolume en een aanzienlijke belangstelling van de investeerders voor die effecten wekken, waardoor derden-investeerders ertoe kunnen worden aangezet om de betrokken effecten te kopen en de koers van deze effecten kan stijgen.<sup>6</sup>

49. Om de in de volgende punten van deze conclusie uiteengezette redenen ben ik, rekening houdend met de feitelijke gegevens waarover ik beschik, geneigd om aan te nemen dat een situatie zoals die welke door de verwijzende rechter wordt beschreven, buiten de werkingssfeer van richtlijn 89/592 valt.

50. Ik herinner eraan dat artikel 2, lid 1, van richtlijn 89/592 welbewuste gebruikmaking van voorwetenschap verbiedt. Mijns inziens wordt „welbewuste gebruikmaking” van voorwetenschap gekenmerkt door twee afzonderlijke elementen: enerzijds een moreel element en anderzijds een materieel element. Het morele element bestaat in het oogmerk of de beslissing om bewust gebruik te maken van informatie waarvan men weet

6 — Zie met name de definities op de websites [www.investorwords.com](http://www.investorwords.com) en [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com).

dat ze voorwetenschap uitmaakt. Het materiële element bestaat in de uitvoering van dit oogmerk of deze beslissing door, hetzij rechtstreeks hetzij via een financiële tussenpersoon, over te gaan tot transacties met effecten.<sup>7</sup>

genomen op basis van voorwetenschap in de zin van richtlijn 89/592. Uit de verwijzingsbeslissing blijkt evenmin dat het voorstel van de financiële raadgevers van de Georgakis-groep op voorwetenschap in de zin van deze richtlijn zou zijn gebaseerd.

51. Aangezien, zoals ik in punt 39 van deze conclusie heb beklemtoond, het bestaan van voorwetenschap per definitie aan de gebruikmaking ervan voorafgaat, moet in deze context de voorwetenschap voorafgaan aan zowel het morele element van de gebruikmaking van die informatie, te weten het oogmerk of de beslissing om van de informatie gebruik te maken, als aan het materiële element, namelijk de uitvoering van dat oogmerk of van die beslissing.

53. In een situatie zoals die in het hoofdgeding kunnen de personen die de betrokken transacties hebben verricht, in principe dus geen gebruik van voorwetenschap hebben gemaakt, aangezien uit de uiteenzetting van de feiten door de verwijzende rechter niet kan worden opgemaakt welke voorwetenschap deze personen tot hun transacties zou hebben gebracht.

52. Volgens de door de verwijzende rechter uiteengezette feiten is de begin 1996 genomen beslissing van de leden van de Georgakis-groep om transacties te verrichten met als doel de koers van de aandelen van de vennootschap Parnassos te „ondersteunen”, op voorstel van hun financiële raadgevers tot stand gekomen. Bij gebreke van verdere feitelijke gegevens lijkt de beslissing van de leden van de Georgakis-groep dus niet te zijn

54. Bovendien is de stelling van de regeringen die opmerkingen hebben ingediend, die in wezen betogen dat de beslissing van de leden van de Georgakis-groep om transacties te verrichten met als doel de kunstmatige ondersteuning van de koers van de aandelen, zonder dat het publiek ervan wist, op zichzelf voorwetenschap vormt, waarvan de gebruikmaking verboden is, niet overtuigend.

7 — Het is in dat opzicht om het even of beide elementen — het morele en het materiële — nauw bij elkaar aansluiten in de tijd of zelfs bijna samenvallen. Het morele element van de gebruikmaking van informatie waarvan men weet dat het voorwetenschap is, impliceert overigens niet dat men winst nastreeft.

55. Mijns inziens pleit de idee die ten grondslag ligt aan de elfde en de twaalfde overweging van de considerans van richtlijn

89/592, ertegen om aan te nemen dat de beslissing van de leden van de Georgakis-groep om de in het hoofdgeding aan de orde zijnde transacties te verrichten, op zichzelf voorwetenschap vormt.

56. Ik herinner eraan dat in de elfde overweging van de considerans van richtlijn 89/592 wordt verklaard dat „aangezien de verwerving of vervreemding van effecten noodzakelijkerwijs wordt voorafgegaan door een daartoe strekkend besluit van de persoon die zo'n transactie verricht, het feit dat deze verwerving of vervreemding plaatsvindt op zichzelf niet betekent dat misbruik wordt gemaakt van voorwetenschap”.

57. In de twaalfde overweging van de considerans van richtlijn 89/592 wordt benadrukt dat „er slechts sprake is van een transactie van ingewijden als misbruik wordt gemaakt van voorwetenschap” en dat derhalve „transacties die worden uitgevoerd met als enig doel de prijs van een nieuwe uitgifte of een tweede aanbieding van effecten te stabiliseren, op zichzelf geen misbruik van voorwetenschap inhouden”.

58. Mijns inziens moeten deze overwegingen aldus worden uitgelegd dat in de twee daarin beschreven situaties de voorafgaande

beslissing om de betrokken transacties te verrichten, op zichzelf niet als voorwetenschap kan worden aangemerkt.

59. Het tegendeel beweren zou erop neerkomen dat investeerders, emittenten van effecten of hun organen werd belet om hun beslissingen om tot de betrokken transacties over te gaan, uit te voeren, door op deze marktdeelnemers in beginsel de verdenking te leggen dat zij voorwetenschap gebruiken wanneer zij tot de genoemde transacties overgaan. Een dergelijke uitlegging zou ongetwijfeld de goede werking van de effectenmarkt schaden. Dat is zeker niet de bedoeling van richtlijn 89/592.

60. Het is juist dat een situatie zoals die in het hoofdgeding aan de orde is, niet helemaal vergelijkbaar is met die welke in de elfde en de twaalfde overweging van de considerans van richtlijn 89/592 worden beschreven.

61. Mijns inziens heeft de gemeenschaps-wetgever zich met de vermelding van slechts de twee situaties die worden genoemd in de elfde en de twaalfde overweging van de considerans van richtlijn 89/592, evenwel niet op het standpunt willen stellen dat *a contrario* in alle andere situaties, met inbegrip van een situatie als die welke in het

hoofddeding aan de orde is, de voorafgaande beslissing om transacties met effecten te verrichten, op zichzelf als voorwetenschap moet worden beschouwd.

62. Evenmin erg overtuigend is het argument in die zin van de Italiaanse regering dat de elfde overweging van de considerans van richtlijn 89/592 enkel op de verwerving „of” vervreemding van effecten ziet, zodat deze overweging niet de situaties dekt waarin meerdere beursoperaties worden verricht, en dat de door de Georgakis-groep verrichte transacties daarom als gebruikmaking van voorwetenschap moeten worden aange-merkt. Het voegwoord „of” wordt in de elfde overweging volgens mij immers niet gebruikt in de zin van iets anders uitsluitend, maar veeleer bij wijze van voorbeeld, wat lijkt te worden bevestigd door het gebruik van de meervoudsvorm „transacties” in de twaalfde overweging van deze richtlijn.

63. Het feit dat de betrokken transacties vooraf zijn overeengekomen lijkt volgens mij ook niet noodzakelijkerwijs te impliceren dat de beslissing van de Georgakis-groep als voorwetenschap moet worden beschouwd. Aan het criterium van de voorafgaande planning van beurstransacties is althans eveneens voldaan wanneer het de bedoeling is om de koers van effecten (daadwerkelijk) te stabiliseren, en dat is precies de situatie die

in de twaalfde overweging van de considerans van richtlijn 89/592 wordt vermeld.

64. Mijs inziens dienen de elfde en de twaalfde overweging van de considerans van richtlijn 89/592 daarentegen als illustratie van de idee dat de voorafgaande beslissing om transacties met effecten uit te voeren, op zichzelf geen voorwetenschap uitmaakt.

65. Een dergelijke beslissing kan echter wel het intentionele element van de gebruikmaking van voorwetenschap opleveren, voor zover die beslissing op deze informatie is gebaseerd. Wanneer het gaat om in de tijd gespreide transacties, zou het opduiken van voorwetenschap, die de oorspronkelijk door de investeerders genomen beslissing kan wijzigen, er bovendien ook toe kunnen leiden dat de transacties die zijn verricht na kennisneming van die voorwetenschap — en met gebruik ervan —, als gebruikmaking van voorwetenschap in de zin van richtlijn 89/592 worden beschouwd.

66. Zoals ik eerder heb verklaard, zie ik in de door de verwijzende rechter uiteengezette feiten echter geen aanwijzingen voor het

bestaan van voorwetenschap in de situatie die in het hoofdgeding aan de orde is.

gebruikmaking, zowel in intentionele als in materiële zin, van die informatie.

67. Deze beoordeling kan naar mijn mening niet worden afgezwakt door het argument van de betrokken regeringen dat het, gezien de door richtlijn 89/592 beoogde doelstellingen van markttransparantie en gelijkheid van kansen voor de investeerders, mogelijk moet zijn om een situatie zoals die welke in het hoofdgeding aan de orde is, binnen de werkingssfeer van die richtlijn te doen vallen.

68. De gemeenschapsrechter maakt weliswaar vaak gebruik van de teleologische methode bij de uitlegging van de bepalingen van gemeenschapshandelingen, maar mijns inziens kan in casu de materiële werkingssfeer van richtlijn 89/592 niet worden uitgebreid tegen de achtergrond van de zeer algemene doelstellingen die in de considerans van deze richtlijn staan vermeld. Ook al schaadt de situatie die in het hoofdgeding aan de orde is ongetwijfeld de goede werking van de markt, dan nog zou de aanpak die de betrokken regeringen voorstellen, erop neerkomen dat werd voorbijgegaan aan de voorwaarden die inherent zijn aan de toepasselijkheid van richtlijn 89/592, met name aan de voorwaarde van het bestaan van voorwetenschap die aan de basis ligt van de

69. Bovendien wordt de werkingssfeer van een gemeenschapshandeling in de regel in deze handeling zelf afgebakend en kan zij in beginsel niet worden uitgebreid tot andere gevallen dan waarvoor die handeling is bedoeld.<sup>8</sup> In casu lijkt het er niet op dat richtlijn 89/592 ook bedoeld was voor gevallen van „painting the tape” of, meer algemeen, van marktmanipulatie.

70. In dat verband wil ik erop wijzen dat de gemeenschapswetgever met de vaststelling van richtlijn 2003/6, die dezelfde doelstellingen van markttransparantie en -integriteit beoogt als richtlijn 89/592<sup>9</sup>, juist — door deze laatste richtlijn te vervangen en door de werkingssfeer van de nieuwe richtlijn uit te breiden tot de bestrijding van marktmanipulatie — de harmonisatie van de wetgevingen van de lidstaten wilde bevorderen door gedragingen te bestraffen waarvan de ervaring heeft aangetoond dat zij het vertrouwen van het publiek kunnen ondermijnen en

8 — Zie met betrekking tot een verordening, arrest van 12 december 1985, Krohn, 165/84, Jurispr. blz. 3997, punt 13, en aangehaalde rechtspraak.

9 — Zie met name de tweede, de elfde, de twaalfde, de vijftiende, de zeventwintigste, de eenenveertigste en de drieënveertigste overweging van de considerans van richtlijn 89/592.

daardoor afbreuk kunnen doen aan de goede werking van de markten.<sup>10</sup>

71. Volgens artikel 1, lid 2, sub a, van richtlijn 2003/6 wordt onder „marktmanipulatie” met name verstaan transacties of handelsorders waarbij een of meer personen samenwerken om de koers van een financieel instrument op een abnormaal of een kunstmatig niveau te houden, tenzij de persoon die de transacties is aangegaan of de handelsorders heeft geplaatst, aantoonbaar dat zijn beweegredenen om de transacties aan te gaan of de orders te plaatsen, gerechtvaardigd zijn en dat de transacties en handelsorders in overeenstemming zijn met de gebruikelijke marktpraktijken op de desbetreffende gereguleerde markt. Praktijken zoals „painting the tape” lijken dus onder deze definitie te vallen.<sup>11</sup>

10 — Zie in die zin overweging 13 van de considerans van richtlijn 2003/6. Zie ook overweging 11 van de considerans van dezelfde richtlijn, waarin wordt verklaard: „Het bestaande rechtskader van de Gemeenschap om de marktintegriteit te beschermen is onvolledig.”

11 — Dienaangaande zij erop gewezen dat de Commissie in het ontwerp van richtlijn had voorgesteld om de definitie van marktmanipulatie te onderbouwen met duidelijke voorbeelden die als bijlage bij het ontwerp van richtlijn waren gevoegd, om zo de uitlegging van die definitie te vergemakkelijken. Onder de rubriek „Beurstransacties die de schijn van activiteit moeten wekken” van deel B van de bijlage was aldus de praktijk van „painting the tape” opgenomen [zie ontwerp van richtlijn COM(2001) 281 def. van 30 mei 2001, blz. 25]. Door het verzet van het Europees Parlement tegen het gebruik van de zogenoemde „comitologie”-methode, waarin het ontwerp van richtlijn voorzag, voor de wijziging van de bepalingen van de bijlage (zie in dat verband het verslag van de economische en monetaire commissie van het Parlement, document A5/2002/69 van 27 februari 2002), bevat de uiteindelijk door het Parlement en de Raad van de Europese Unie vastgestelde tekst geen enkele bijlage.

72. In het licht van het communautaire wetgevingsproces inzake marktmisbruik<sup>12</sup> is het mijns inziens onmogelijk mee te gaan met de betrokken regeringen waar zij stellen dat de werkingssfeer van richtlijn 89/592 moet worden uitgebreid of, zoals de Griekse regering het ter terechtzitting nuanceerde, „[deze handeling] soepeler moet worden uitgelegd”, zodat de richtlijn praktijken verbiedt als die welke in het hoofdgeding aan de orde zijn.

73. Het standpunt van de betrokken regeringen zou immers neerkomen op miskenning van de fragmentaire aard van het communautaire regelgevingskader dat bestond ten tijde van de toepassing van richtlijn 89/592, doordat hieraan een strekking werd verleend waardoor zou worden geraakt aan de residuele bevoegdheid van de lidstaten om regels betreffende marktmanipulaties vast te stellen en deze ook te bestraffen.

74. Ik wil er overigens nog op wijzen dat de Helleense Republiek<sup>13</sup> op het tijdstip van de feiten, net als de meeste andere lidstaten, marktmanipulatie had gereguleerd en daarop strafrechtelijke sancties had gesteld.<sup>14</sup>

12 — Volgens richtlijn 2003/6 omvat marktmisbruik zowel handel met voorwetenschap als marktmanipulatie.

13 — Zie met name artikel 34 van wet nr. 3632/1928, aangehaald in punt 18 van deze conclusie.

14 — Alleen de Republiek Oostenrijk en het Koninkrijk Zweden — en in mindere mate het Koninkrijk der Nederlanden — lijken marktmanipulatie niet te bestraffen.

## VI — Conclusie

75. Gelet op een en ander, geef ik het Hof in overweging de vraag van de Symvouliotis Epikrateias te beantwoorden als volgt:

„Personen of groepen van personen die een van de hoedanigheden of eigenschappen bezitten die worden genoemd in artikel 2, lid 1, van richtlijn 89/592/EEG van de Raad van 13 november 1989 tot coördinatie van de voorschriften inzake transacties van ingewijden, en die tevoren overeengekomen beurstransacties verrichten die tot de kunstmatige opdrijving van de koers van de verhandelde effecten leiden, dienen niet te worden geacht te beschikken over voorwetenschap in de zin van artikel 2 van die richtlijn.”