

# Het opsporen van handel met voorkennis

Handel met voorkennis vindt plaats als insiders handelen op basis van belangrijke private informatie. Dit illegaal handelen kan deze insiders flinke winsten bezorgen, maar vermindert de integriteit van kapitaalmarkten en het vertrouwen van de normale belegger in de kapitaalmarkt. Mijn onderzoek tracht te ontdekken in welke gevallen er duidelijk sprake is van illegaal handelen en hoe handel met voorkennis in de toekomst voor een groot gedeelte kan worden voorkomen.

**PATRICK VERWIJMEREN**  
Hoogleraar aan de Erasmus  
Universiteit Rotterdam



Patrick Verwijmeren heeft een Vidi-subsidie ontvangen, die hem in staat stelt een eigen vernieuwende onderzoekslijn op te zetten. Hij legt zich toe op het onderzoeken van grootschalige illegale financiële praktijken, met het doel om het vertrouwen in kapitaalmarkten te versterken. Vidi-subsidies zijn gericht op excellente onderzoekers die na promotie al een aantal jaren vernieuwende ideeën weten te genereren en ontwikkelen.

In 2009 arresteerde de FBI hedgefondsmanager Raj Rajaratnam, en beschuldigde hem van handel met voorkennis in beursgenoteerde ondernemingen. Rajaratnam werd beschuldigd van het leiden van een netwerk van vrienden en kennissen dat op belangrijke momenten bedrijfsgeheimen aan hem lekte, met inbegrip van vertrouwelijke informatie over de miljardeninvestering van Warren Buffetts Berkshire Hathaway in de preferente aandelen die Goldman Sachs in september 2008 bleek uit te gaan geven. Rajaratnam is schuldig bevonden en veroordeeld tot elf jaar gevangenis, wat de langste gevangenisstraf ooit is voor handel met voorkennis.

Mijn onderzoeksvoorstel volgt het advies van Jay Ritter (2008), die de term *forensic finance* introduceerde, en die stelt dat universitaire onderzoekers goed uitgerust zijn om met academische methoden te bepalen of een probleem enkel voorkomt in een paar geïsoleerde gevallen, of dat een probleem wijdverspreid is.

Zo is het mogelijk dat Rajaratnam als enige investeerder handelde op basis van voorkennis, maar is het uiteraard ook mogelijk dat dit handelen op basis van private informatie over bijvoorbeeld nog aan te kondigen financieringsrondes veelvuldig voorkomt. Deze laatste mogelijkheid is zeer reëel door een procedure die *wall-crossing* wordt genoemd. Dit houdt in dat een bedrijf dat financiering wil aantrekken hierover eerst praat met mogelijke investeerders, bijvoorbeeld in de week voor de publieke aankondiging. Dit gebeurt veelvuldig bij private plaatsingen van nieuwe financieringsinstrumenten.

Deze potentiële investeerders ontvangen dus belangrijke informatie over het bedrijf voordat de rest van de wereld hiervan op de hoogte wordt gesteld, maar dit gebeurt onder de nadrukkelijke voorwaarde dat de potentiële investeerder de informatie vertrouwelijk behandelt. Sterker nog, de investeerder moet nadrukkelijk aangeven niet op eventuele belangrijke informatie te zullen handelen voordat hij deze informatie officieel te horen krijgt ("over de muur wordt gehaald"). De investeerders in de wall-crossing-procedure mogen pas weer in de aandelen van het bedrijf handelen na de publieke aankondiging van de financieringsronde.

Er zijn echter sterke redenen om toch te handelen op basis van de verkregen informatie. De aankondiging van een financieringsronde gaat namelijk vaak gepaard met een aanzienlijke koersdaling (Eckbo *et al.*, 2007). Indien de partijen met private informatie dus gokken op een koersdaling voordat de aankondiging publiekelijk is, kunnen er flinke winsten worden behaald. Handelaren kunnen inzetten op dalingen in aandelenkoersen door aandelen te *shorten*: het verkopen van geleende aandelen tegen een vastgestelde prijs, die je later tegen de dan geldende prijs weer opkoopt om terug te geven aan de uitlener.

Het eventuele handelen met voorkennis over toekomstige aankondigingen van bedrijfsplannen blijft niet beperkt tot financieringsrondes, maar kan bijvoorbeeld ook gebeuren bij fusies en overnames. Ook hier zijn verschillende mensen al op de hoogte voor de officiële aankondiging, en ook hier zijn er sterke koersfluctuaties te verwachten als de overnameplannen bekend worden gemaakt, wat handel met voorkennis zeer lucratief maakt. Raj Rajaratnam biedt wederom een goed voorbeeld. In de aanklacht tegen hem verhaalt de Amerikaanse beurswaakhond SEC over de private informatie die Rajaratnam zou hebben over de overname van Hilton door de Blackstone Group. Rajaratnam handelde vlak voor de publieke aankondiging van deze overnameplannen en verdiende hiermee meer dan vier miljoen dollar. Volgens de SEC had hij de private informatie verkregen via een vriend, die het weer had vernomen van de kamergenoot van een familielid. Deze kamergenoot zou geweten hebben van de geplande overname door werkzaamheden bij Moody's, die bij de overname betrokken was.

**GRENSNUT**

In de rubriek 'Grensnut' beschrijven economen die een onderzoeksbeurs hebben ontvangen hun grensverleggende onderzoek. De rubriek beoogt te laten zien hoe economen met nieuwe benaderingen hielen in de bestaande economische kennis invullen. De rubriek is een aanvulling op de rubriek 'Canon', waarin economen beschrijven wat we door de jaren heen geleerd hebben over een bepaald onderwerp.

**DOEL**

Het doel van mijn studie is eventuele handel met voorkennis beter opspoorbaar te maken. Het gaat er hierbij om dat gevoelige situaties kunnen worden geïdentificeerd, en mijn doel is zeer zeker niet om bepaalde personen te beschuldigen. Door middel van een structurele aanpak tracht ik aan te tonen in welke gevallen handel met voorkennis zeer aannemelijk is. Door te laten zien wanneer en waar er sterke aanwijzingen voor illegaal handelen zijn, kunnen overheidsinstanties en bedrijven hierop inspelen. Bijvoorbeeld, als mijn studie aantoont dat er vooral veel gehandeld wordt voorafgaand aan de aankondiging van een private plaatsing, dan kunnen bedrijven ervoor kiezen om minder gebruik te gaan maken van de private financieringsmethode. Tevens, indien er inderdaad patronen worden gevonden van verdacht handelen in short-posities voorafgaand aan bedrijfsaankondigingen, dan kunnen regelgevers zorgen dat geaggregeerde short-posities op dagelijks niveau openbaar worden gemaakt, zoals al is overwogen tijdens discussies rondom de Amerikaanse Dodd-Frank Act. Dit zou de mogelijkheid tot controle door andere beleggers sterk doen toenemen. Vaak is het aantonen van illegaal gedrag op geaggregeerd niveau al aanleiding voor overtredders om hun illegale handelen vanwege de toegenomen kans op ontdekking te staken. Het daglicht kan in dat geval het beste ontsmettingsmiddel zijn.

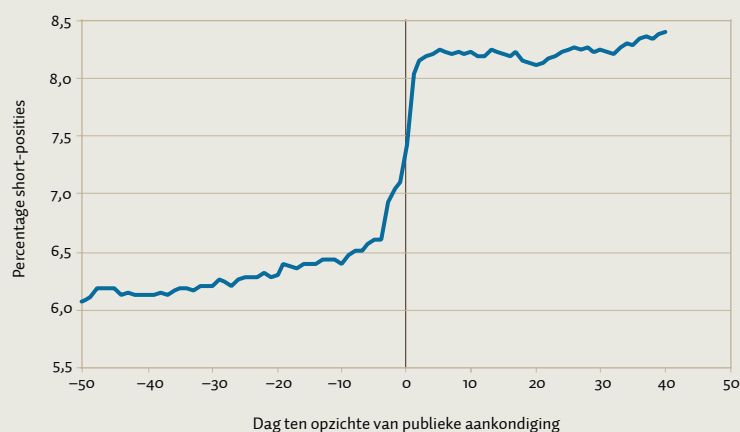
Het uiteindelijke doel van mijn onderzoek is het vertrouwen in financiële markten te vergroten. Vertrouwen is essentieel in financiële markten omdat mensen hun geld inruilen voor beloften, en geld duurder is naarmate mensen minder vertrouwen hebben in de beloften. Sapienza en Zingales (2012) voerden in 2008 een enquête uit om het vertrouwen dat Amerikanen hebben in mensen en instellingen te meten. De resultaten tonen aan dat het vertrouwen in aandelenmarkten het laagst is van alle benoemde categorieën, en daarmee nog lager dan bijvoorbeeld het vertrouwen in bankiers, de regering en grote ondernemingen. Het bekend worden van handel met voorkennis leidt vaak tot grote publieke verontwaardiging over het misbruik dat mensen op bijvoorbeeld Wall Street van hun bevoorrechte positie maken, ten koste van gewone beleggers (Beny en Seyhun, 2012). Handel met voorkennis is bovendien schadelijk. Zo hebben academische studies aangetoond dat het leidt tot hogere kapitaalkosten voor bedrijven en tot een lagere algemene economische groei (Bhattacharya en Daouk, 2002).

**AANPAK**

Om abnormale patronen in bijvoorbeeld short-posities voor de aankondiging van specifieke gebeurtenissen te kunnen identificeren, moet eerst een idee worden verkregen van normale patronen in short-posities. De hoogte van het per-

centage short-posities hangt af van een reeks factoren, zoals veranderingen in het rendement op het aandeel, veranderingen in het handelsvolume, de beschikbaarheid van aandelen om te lenen, en de vergoedingen om aandelen op een bepaald moment te kunnen lenen ('lending fee'). Hiervoor zijn gedetailleerde data nodig. DataExplorers is een ideale database voor mijn onderzoek omdat deze database de dagelijkse short-posities aangeeft in veel verschillende landen, en ook variabelen als de *lending fee* en de beschikbaarheid tot lenen rapporteert. Ook zijn er uitstekende databases voorhanden om bijvoorbeeld het handelen in opties te bestuderen rond de aankondiging van belangrijke gebeurtenissen. Mijn onderzoek zal zich vooral richten op patronen in de Verenigde Staten, waar over het algemeen de beste data voorhanden zijn. Enkele van de meer specifieke onderzoeksvragen zijn: Hoe wijdverspreid is het aangaan van short-posities voor belangrijke bedrijfsaankondigingen, zoals financieringsrondes en overnames? Bij welk soort financieringen (aandelen, converteerbare obligaties) en bij welke soort uitgiftes (publieke uitgiftes, private uitgiftes) zijn de patronen het sterkst? Hoe informatief zijn eventuele stijgingen in bijvoorbeeld short-posities voor belangrijke aankondigingen? Kunnen deze stijgingen (of dalingen) de latere koersreactie voorspellen als de publieke aankondiging plaatsvindt? Hoe winstgevend is het hebben van voorkennis? En wat betreft wall-crossing: zijn de patronen sterker als er meer partijen betrokken zijn bij de wall-crossing-procedure, of als er een bepaald soort inves-

**Veranderingen in short posities rondom private plaatsingen van converteerbare obligaties**

**FIGUUR 1**

## Veranderingen in short posities rondom private plaatsingen van aandelen

FIGUUR 2



teerder bij betrokken is, zoals hedgefondsen? Zien we vooral handel in aandelen of vooral handel in derivaten, zoals opties, voordat aankondigingen publiek worden gemaakt? En kunnen de verschillen in regelgeving en de kans op openbare aanklaging eventuele wereldwijde verschillen in verdachte patronen verklaren?

### EERSTE BEVINDINGEN EN CONCLUSIE

De eerste bevindingen betreffen patronen in short-posities voordat private plaatsingen bekend worden gemaakt (Berkman *et al.*, 2013). Hoewel de analyse voor een veelvoud aan factoren controleert, zoals veranderingen in de *lending fee*, kan er toch al een aardig beeld geschetst worden door middel van simpele grafieken. Figuur 1 en figuur 2 bekijken short-posities ten opzichte van het totaal aantal uitstaande aandelen en tonen de gemiddelde percentages over de bedrijven per dag. Met andere woorden: een waarde van 7 geeft aan dat er gemiddeld genomen op die dag voor 7 procent van de uitstaande aandelen een short-positie is ingenomen. Beide grafieken beginnen vijftig dagen voor de publieke aankondiging van een private plaatsing in de Verenigde Staten gedurende de periode 2007–2011, en eindigen veertig dagen na de aankondiging. De aankondiging vindt plaats op dag 0 in de grafieken. Figuur 1 bekijkt private plaatsingen van converteerbare obligaties en figuur 2 behandelt private plaatsingen van aandelen. Belangrijk om te weten is dat bij zowel private plaatsingen van converteerbare obligaties als private plaatsingen van aandelen gebruik wordt gemaakt van de wall-crossing-procedure. Het aantal observaties is 323 voor de converteerbare uitgiftes en 339 voor de aandelenuitgiftes.

In figuur 1 valt op dat de toename in short-posities erg sterk is in de vier handelsdagen voor de aankondiging. Dit is precies wanneer de wall-crossing-procedure vaak plaatsvindt bij uitgiftes van converteerbare obligaties: investeerders in converteerbare obligaties kunnen vaak snelle beslissingen nemen doordat ze hun posities hedgen (onder andere door middel van short-posities in aandelen (Brown *et al.*, 2012)). Door

het hedgen van hun posities zijn de investeerders na de aankondiging nauwelijks meer afhankelijk van de aandelenkoers van het bedrijf en kan de wall-crossing-procedure relatief kort zijn omdat er bijvoorbeeld geen grondige analyse van de bedrijfsstrategie nodig is. Het handelen in de vier handelsdagen voor de publieke aankondiging is zeer verdacht, helemaal als blijkt dat de toename in short-posities vooral voorkomt bij die uitgiftes waarvan later blijkt dat deze bij bekendmaking leiden tot een koersdaling, en dus flinke winsten voor eventuele handelaars met voorkennis tot gevolg hebben. Dat investeerders in converteerbare obligaties hun posities willen hedgen met short-posities in aandelen blijkt uit de patronen na de aankondiging, waarin het percentage short-posities verder toeneemt. Handelen na de publieke aankondiging is wel legaal.

Ook de private plaatsingen van aandelen leveren verdachte patronen in short-posities op (figuur 2). Bij aandelenplaatsingen duurt de wall-crossing-procedure vaak veel langer, en dit valt terug te zien in de grafiek, aangezien de verdachte patronen eerder aanvangen. Het is ook opvallend dat de short-posities afnemen na de aankondiging. Blijkbaar waren de short sellers niet geïnteresseerd in langdurige posities, maar gokken ze vooral op koersdalingen ten tijde van de publieke aankondiging van de aandelenplaatsing.

Uiteraard zijn deze grafieken nog te algemeen om verregaande conclusies te trekken over de mate van handel met voorkennis. Hier is zeer gedetailleerde analyse voor nodig. Maar de grafieken tonen wel aan dat handel met voorkennis tijdens private plaatsingen van financieringsinstrumenten zeker tot de mogelijkheden behoort.

### LITERATUUR

- Beny, L. en H. Seyhun (2012) Has insider trading become more rampant in the United States? Evidence from takeovers. In: Bainbridge, S. (red.) *Research handbook on insider trading*.
- Berkman, H., M. McKenzie en P. Verwijmeren (2013) *Hole in the wall: informed short selling ahead of private placements*. Working paper. <http://ssrn.com/abstract=2233757>.
- Bhattacharya, U. en H. Daouk (2002) The world price of insider trading. *The Journal of Finance*, 57(1), 75–108
- Brown, S., B. Grundy, C. Lewis en P. Verwijmeren (2012) Convertibles and hedge funds as distributors of equity exposure. *Review of Financial Studies*, 25(10), 3077–3112.
- Eckbo, B., R. Masulis en O. Norli (2007) Security offerings. In: Eckbo, B. (red.) *Handbook of corporate finance: empirical corporate finance*, Vol. 1, 233–373.
- Ritter, J.R. (2008) Forensic finance. *Journal of Economic Perspectives*, 22(3), 127–147.
- Sapienza, P. en L. Zingales (2012) A trust crisis. *International Review of Finance*, 12(2), 123–131.