



Handel met voorwetenschap

Auteur(s):

Rebers, E.H.

*De auteur is verbonden aan het Limburg Institute of Financial Economics, Universiteit Maastricht.***Verschenen in:**

ESB, 82e jaargang, nr. 4097, pagina 216, 12 maart 1997

Rubriek:

Uit de vakliteratuur

Trefwoord(en):

aandelenmarkten, uit, de, vakliteratuur, marktwerking, regulering

De discussie over handel op de beurs met voorkennis wordt de laatste tijd vooral gevoerd door juristen. Vaak baseren zij zich echter op economische argumenten bij het verdedigen van hun eigen zaak. Wat zijn deze economische argumenten pro en contra? In 1992 heeft Leland een vrij compleet beeld geschetst van de diverse economische effecten van het wel of niet verbieden van handel met voorwetenschap¹.

De voorstanders beweren dat door het handelen van de 'insider', degene die meer weet dan anderen, zijn private informatie in de koersen wordt verwerkt. Indien een insider bijvoorbeeld goed nieuws heeft over een onderneming, zal zijn aankoopgedrag de koers doen stijgen naar een prijs die de werkelijke waarde van het aandeel beter reflecteert. In technisch jargon heet dit dat handel met voorwetenschap de informatie-efficiëntie van de markt bevordert. Door het verminderde risico dat de overige marktparticipanten lopen om een over- of ondergewaardeerd aandeel te kopen, zullen de gemiddelde aandelenkoersen stijgen. Dit heeft een gunstig effect op de investeringen, aangezien ondernemingen bij hogere koersen eerder geneigd zullen zijn tot nieuwe emissies. Voor tegenstanders is het belangrijkste argument dat veel beleggers de markt zullen gaan mijden vanwege het oneerlijke karakter ervan. De resulterende verminderde vraag leidt dan juist tot lagere aandelenkoersen en minder investeringen.

Vervolgens introduceert Leland drie groepen beleggers. Naast de insiders vormen de 'liquidity traders' een belangrijke groep. Deze groep laat zich niet primair leiden door prijsontwikkelingen, maar begeeft zich vooral op de markt om tijdelijke liquiditeitsoverschotten (en tekorten) over de tijd te spreiden. Een voorbeeld hiervan is iemand die een ontvangen erfenis in aandelen belegt voor een goede oude dag, de dividenden gebruikt voor consumptieve doeleinden, en plotseling toch weer een gedeelte van zijn aandelen verkoopt ter financiering van een auto. De derde en grootste groep van beleggers, de outsiders, probeert juist wel in te spelen op marktontwikkelingen, maar beschikt per definitie over minder informatie dan de insiders.

Een eerste belangrijke conclusie van het model is dat het toestaan van handel met voorwetenschap leidt tot gemiddeld hogere koersen. Op zichzelf is dit een wenselijk resultaat, conform de redenering van de voorstanders. Leland haast zich echter te zeggen dat dit slechts een deelresultaat is. Voor het totale welvaartseffect dient onderzocht te worden hoe deze verhoogde informatie-efficiëntie doorwerkt in het nut van de afzonderlijke groepen beleggers.

Het moge duidelijk zijn dat insiders beter af zijn, aangezien verondersteld wordt dat zij bij een verbod helemaal niet kunnen handelen. De outsiders zijn slechter af. Aangezien zij zich op een markt met insiders begeven, zullen zij gemiddeld genomen meer aandelen bezitten als het verwachte rendement laag is, en minder als het hoog is. De grootste verliezers zijn echter de liquidity traders, omdat de aanwezigheid van insiders leidt tot een verminderde marktliquiditeit. Men spreekt in dit geval van een lage marktliquiditeit indien aan- en verkooporders relatief grote prijsveranderingen tot gevolg hebben. Beschouw als voorbeeld de persoon die zijn erfenis in aandelen wil beleggen. Als de markt meent dat deze extra vraag naar aandelen van insiders komt, zal de koers extra gaan stijgen. Dit betekent dat de liquidity trader zijn aandelen tegen een hogere prijs moet aanschaffen, hetgeen natuurlijk in zijn nadeel is.

Samenvattend kan als belangrijkste voordeel van het toestaan van handel met voorwetenschap genoemd worden het verhoogde investeringsniveau, en als belangrijkste nadeel het lagere nut van de liquidity traders. Welke van deze twee effecten het sterkst is hangt af van de omstandigheden. Mogelijk, maar hier gaat het artikel niet verder op in, zijn over een lange periode bezien de nadelen altijd groter dan de voordelen.

Een mogelijke verklaring is de volgende. Het zijn de liquidity traders die de meeste schade lijden door het handelen van insiders. Op de korte termijn kunnen zij hier niets aan doen, aangezien de kapitaalmarkt in ons systeem een zeer belangrijke functie vervult bij het spreiden van onregelmatige inkomensstromen. Indien de schade echter te groot wordt zullen liquidity traders een alternatief zoeken, en de beurs gaan mijden. Voor de aandelenmarkt is dat een slechte zaak, omdat het totale handelsvolumen daardoor flink zal afnemen. Een van de belangrijkste voorwaarden voor een goed functionerende aandelenmarkt is juist voldoende handel, die ervoor zorgt dat er altijd vraag en aanbod is en dus dat de markt liquide is. Als het toestaan van handel met voorkennis ten koste gaat van die liquiditeit, dan wordt handelen op de beurs moeizamer en komen de mogelijke voordelen ervan minder tot hun recht

¹ H.E. Leland, Insider trading: should it be prohibited?, *Journal of Political Economy*, 1992, blz. 859-887.

