

Beursperikelen

Op de beurs van Tokio stapelen de schandalen zich op. Aanvankelijk werd het vertrouwen in de beurs geschokt doordat vooraanstaande effectenhuizen winstgaranties hadden verstrekt aan de mafia. Uit hoorzittingen in het parlement is echter gebleken dat zich nog tientallen andere gevallen van winstgaranties of verliescompensatie aan begunstigde cliënten hebben voorgedaan. Door deze garanties lopen cliënten een risico dat niet meer spoort met dat van het aandeel, hetgeen een verstoring van de koersvorming tot gevolg heeft. Verder bestaat het vermoeden dat enkele grote effectenhuizen zich hebben laten verleiden tot omvangrijke koersmanipulaties¹. Ook in financiële markten elders worden regels overtreden. Het Amerikaanse Salomon Brothers nam in strijd met Amerikaanse beursregels een dominante positie in op de markt voor overheidsobligaties. Overal komen van tijd tot tijd gevallen aan het licht van handel met voorkennis.

Schandalen op effectenmarkten leiden altijd tot nervositeit. Niet alleen de gevolgen van de schandalen voor de vermogens van effectenbezitters staan daarbij centraal. Belangrijker is dat het vertrouwen in de markt wordt geschaad. En aangezien de kapitaalmarkt een van de pijlers is van het economische bestel roept een dergelijke situatie grote ongerustheid op. Een efficiënt werkende kapitaalmarkt zorgt immers voor een optimale allocatie van kapitaal en is daarmee een belangrijke voorwaarde voor het creëren van welvaart. Om te voorkomen dat grote macro-economische schade ontstaat is het dan ook van belang om op micro-niveau voor een goed werkende markt te zorgen.

Al in 1933 gaf de Amerikaanse president Roosevelt aan wat volgens hem een absolute randvoorwaarde voor de effectenmarkt moest zijn: "It should give impetus to honest dealing in securities and thereby bring back public confidence"². De eerlijke handel wordt bereikt door iedere marktpartij een gelijke kans te geven. De marktregulering heeft voor een belangrijk deel betrekking op de beschikbaarstelling van informatie, omdat dit de prijsvorming van het effect bepaalt. Bij aandelen moet een gelijke en zo breed mogelijke verspreiding van informatie zorgen voor een koers die een realistisch beeld geeft van de (verwachte) winstgevendheid van de onderneming. De nagestreefde perfecte concurrentie is niet zo gemakkelijk te bereiken als op het eerste gezicht wellicht mogelijk lijkt. Ten eerste is er een probleem rond de aanwezigheid van koersgevoelige bedrijfsinformatie die bij voorbeeld ter bescherming van het bedrijfsbelang niet direct openbaar wordt gemaakt. Het bestaan van dit soort informatie verdeelt de partijen in 'insiders' en 'outsiders'. Sommigen vinden dat er geen enkele regulering van de verhouding tussen insiders en outsiders nodig is. Hierdoor kunnen insiders dus vrijelijk op de beurs handelen, waardoor een koers ontstaat waarin alle mogelijke informatie is verwerkt. De koersvorming lijkt optimaal, maar er is geen sprake van gelijke kansen. Hadden outsiders over dezelfde informatie beschikt als insiders dan hadden ze waarschijnlijk eerder aan-

of verkocht. Bovendien is zonder regulering de kans niet denkbeeldig dat outsiders door transacties van insiders hun vertrouwen verliezen in een bepaald fonds. Het gevolg is dat ze minder of tegen een hogere rendementseis zullen investeren, hetgeen uiteindelijk ook de insiders benadeeld. Regulering van de markt waarbij handel op basis van voorkennis wordt uitgesloten is dus noodzakelijk voor een optimale koersvorming. De grenzen zijn echter moeilijk te trekken. De contacten bij voorbeeld die banken en beleggingsinstellingen onderhouden met cliënten zijn lastig waterdicht af te bakenen. Een sluitende controle op naleving van de regels lijkt bijzonder moeilijk.

Ten tweede kan men zich afvragen of in een markt waar handel op basis van voorkennis is verboden altijd een situatie van gelijke kansen zal ontstaan. Ervan uitgaande dat alle beschikbare openbare informatie over de positie van het bedrijf, de bedrijfstak en de economie in de huidige koers verwerkt is, komt het er op aan zo snel mogelijk nieuwe informatie te verwerven en te verwerken. En dan openbaart zich opnieuw een onderscheid tussen verschillende typen marktpartijen. Grote professionele beleggers kunnen met behulp van research-afdelingen, contacten met het bedrijfsleven en on-line persverbindingen met bij voorbeeld UPI en Reuter veel meer en sneller informatie vergaren dan vele andere, kleinere partijen. Er is een groot voordeel te behalen bij schaalvergroting. Gezien het feit dat er een beperkt aantal financiële instellingen is die zeer grote vermogens beheren wordt de markt dan ook in toenemende mate beheerst door slechts enkele grote partijen, die gezamenlijk en misschien zelfs alleen een aanzienlijke invloed op de koers kunnen uitoefenen. Bovendien wordt het voor deze grote partijen interessant om buiten de beurs om rechtstreeks met ondernemingen te gaan handelen, om zo de regulering van de markt en de te betalen provisie te omzeilen. Ook voor grote effecten uitgevende ondernemingen kan dit aantrekkelijk zijn. Al met al komt de volledige mededinging en daarmee de optimale koersvorming op de beurs in gevaar.

De aanbeveling van Roosevelt om het vertrouwen in de handel ter beurze te bevorderen is nog immer actueel. Regulering van beurshandel is daartoe nog even noodzakelijk als destijds, ondanks de moeilijkheden bij de controle op naleving. De marktsituatie is echter danig gewijzigd. Grote financiële instellingen met een wijdvertakt netwerk in het bedrijfsleven hebben de plaats van kleine beleggers op de beurs ingenomen. Of de beurs hierdoor aan vertrouwen heeft gewonnen, valt te betwijfelen.

T.P. van Walderveen

1. Under the volcano, *The Economist*, 7 september 1991, blz. 77.

2. Zinsnede uit een toespraak van F. Roosevelt ter gelegenheid van de Securities Act van 1933; ontleend aan L.M. Ausubel, Insider trading in a rational expectations economy, *American Economic Review*, 1990, nr. 5, blz. 1022.