

Handel met voorwetenschap en marktefficiëntie

Voor de eerste maal is in Nederland een gerechtelijke procedure gestart vanwege handel op basis van voorwetenschap. Wat zijn de economische effecten van handel met voorwetenschap en de implicaties daarvan voor de regelgeving?

De laatste jaren is de discussie over het toelaten van handel met voorwetenschap opgevlamd. Deze discussie kent verschillende aspecten, waarbij de juridische als uitgangspunt hebben dat handel met voorwetenschap niet fair is (ten opzichte van niet-ingewijden) en de economische vooral betrekking hebben op de vraag hoe de handel met voorwetenschap de marktefficiëntie beïnvloedt. In dit artikel kijken we vooral naar dit laatste aspect.

Eerst gaan wij in op het begrip marktefficiëntie. Vervolgens bespreken we de wijze de handel met voorwetenschap de marktefficiëntie beïnvloedt. Daarna wordt de regelgeving in Nederland vergeleken met die in de Verenigde Staten, waar al veel langer tegen handel op basis van voorwetenschap wordt opgetreden. Aan de hand hiervan zullen we afsluiten met enkele aanbevelingen voor het Nederlandse beleid.

Marktefficiëntie

Ingewijden zijn marktpartijen die beschikken over niet-publieke informatie die relevant is voor de waarde van een bepaald vermogensobject ('voorwetenschap'). Wat betreft de informatie op basis waarvan gehandeld kan worden, onderscheiden we dus 'publieke' en 'niet-publieke' (ook wel 'private') informatie. Eerstgenoemde categorie betreft alle koersrelevante informatie die gepubliceerd is, in jaarverslagen of kranten. De andere categorie betreft informatie die slechts bekend is bij de beperkte groep van ingewijden, en die eventueel op een later tijdstip publiek kan worden.

Met de evenwichtskoers bedoelen we de koers van een vermogensobject als alle relevante informatie (dus zowel publieke als niet-publieke in-

formatie) in de koers verwerkt zou zijn. Marktefficiëntie is een maat voor de hoeveelheid informatie die in de koersen is verwerkt. Fama onderscheidt drie gradaties van marktefficiëntie, namelijk de zwakke, de semi-sterke en de sterke vorm van ¹. De zwakke vorm geldt als alle historische informatie in de prijzen is verwerkt, de semi-sterke vorm als alle (historische en huidige) publieke informatie is verwerkt, en de sterke vorm als alle relevante informatie (zowel publieke als niet-publieke) in de prijzen is verwerkt. Naar elk van de varianten is uitgebreid onderzoek gedaan². In de regel kunnen de zwakke en semi-sterke vorm niet worden verworpen, maar de sterke vorm wel, hetgeen erop duidt dat bepaalde relevante (private) informatie slechts vertraagd in de prijzen doorwerkt. Dit suggereert weer dat het mogelijk zou moeten zijn om op grond van deze informatie systematisch hogere winsten te behalen.

De (voor ons) belangrijkste voorwaarden voor marktefficiëntie zijn: (1) de aanwezigheid van een groot aantal winstmaximaliserende beleggers in de markt (voor, met name, de liquiditeit) en (2) de onmiddellijke aanpassing van prijzen aan nieuwe informatie. De vraag in hoeverre handel op basis van voorwetenschap invloed heeft op de efficiëntie van markten is voor een belangrijk deel te herleiden tot de vraag in hoeverre het de genoemde voorwaarden voor marktefficiëntie beïnvloedt.

Implicaties van handel met voorwetenschap

De belangrijkste potentiële effecten van handel met voorwetenschap die in de literatuur naar voren komen, zijn³:

- a. een snellere verwerking van relevante informatie in de koersen van effecten, hetgeen een gunstig effect heeft op de marktefficiëntie;
- b. niet-ingewijden zullen de markt verlaten. Dit tast de liquiditeit van de markt aan, hetgeen een negatieve invloed heeft op de marktefficiëntie;
- c. handelen op basis van voorwetenschap is voor managers een beloningssysteem dat tegemoet komt aan het zogenaamde 'agency-probleem'.

Hieronder zullen we deze effecten toelichten. Het mag echter duidelijk zijn dat de effecten van handel met voorwetenschap niet eenduidig zijn vast te stellen en bovendien afhangen van andere factoren, zoals de plicht die de overheid aan bedrijven kan opleggen om bepaalde koersgevoelige informatie tijdig te publiceren.

Snellere verwerking van informatie

Naarmate meer relevante informatie in de koers is verwerkt, kunnen beleggers hun beslissingen baseren op een koers die dichter in de buurt van de evenwichtskoers ligt. Met name is hierin informatie over toekomstige winstverwachtingen opgenomen. Dus naarmate er meer informatie in de prijzen is verwerkt, zal de efficiëntie van vermogensallocatie groter zijn; investeringen worden gealloceerd naar de naar verwachting meest winstgevende projecten.

Zonder dat de precieze inhoud van de koersrelevante private informatie bekend hoeft te zijn, kan handel op basis van voorwetenschap leiden tot een betere prijsvorming. Het mechanisme is heel simpel: wanneer ingewijden de prijs van een vermogensobject te laag (te hoog) achten op basis van hun informatie, zullen ze net zo lang doorgaan met het aankopen (verkoopen) van dat object totdat de prijs

1. E.F. Fama, Efficient capital markets: a review of theory and empirical work, *Journal of Finance*, 1970, blz. 383-417.

2. Een overzicht van de stand van zaken kan worden gevonden in: E.F. Fama, Efficient capital markets: II, *Journal of Finance*, 1991, blz. 1575-1617.

3. Voor een overzicht, zie J. Dennert, Insider trading, *Kyklos*, 1989, blz. 181-202. Zie ook H. Berkman en A.C.C. Herst, Handel met voorwetenschap, *De naamloze vennootschap*, 1988, blz. 71-75.

de werkelijke waarde (op basis van hun informatie) weerspiegelt.

Effecten op de liquiditeit

Een van de voorwaarden voor een efficiënte werking van kapitaalmarkten is dat er een groot aantal vragers en aanbieders. Bereidheid tot marktparticipatie door niet-ingewijden zal mede afhangen van het risico dat ze lopen om te handelen met iemand die superieure informatie over de werkelijke waarde van bepaalde vermogensobjecten bezit⁴. Immers, als een marktparticipant weet dat zijn, zeg, verkopende tegenpartij een ingewijde is, dan zal hij de kans dat de transactie verliesgevend zal zijn hoog inschatten. Het belangrijkste probleem is dat het vaak onmogelijk is de identiteit van de handelende partijen te achterhalen. De vereiste (verwachte) winst van een transactie moeten dan stijgen overeenkomstig de kans die de handelaar toekent aan de mogelijkheid dat zijn tegenpartij inderdaad superieure informatie heeft. Dat betekent dat er per saldo minder transacties zullen plaatsvinden. De liquiditeit van de markt neemt af.

De aanwezigheid van handel met voorwetenschap op de secundaire markt kan ook nadelige invloed hebben voor de primaire markt. Naast de gebruikelijke karakteristieken van een investeringsproject, zoals de verwachting en het risico van het rendement, zullen ook de karakteristieken van de secundaire markt een rol spelen in het beoordelen van het project. De 'kwaliteit' van de secundaire markt zal dus verdisconteerd worden in het geëiste rendement op het project. Een hoger geëist rendement betekent een kleinere kans dat het project geaccepteerd wordt.

Voorwetenschap als beloning

Een vaak aangedragen argument voor het toelaten van handel op basis van voorwetenschap is dat dit kan dienen als een beloningssysteem voor het management⁵. Het idee is dat de manager geprikkeld wordt tot het behalen van extra hoge rendementen doordat hij bij onverwacht hoge winstcijfers extra aandelen kan kopen voordat de cijfers publiekelijk bekendgemaakt worden. Dit argument is echter uiterst misleidend, om verschillende redenen. In de eerste plaats kan de manager niet alleen profiteren van onverwacht hoge winstcijfers, maar ook van onverwacht hoge

verliescijfers door een shortpositie in te nemen of putopties te kopen op het betreffende aandeel. In de tweede plaats zou het toelaten van handel met voorwetenschap koersmanipulatie in de hand kunnen werken. Bij voorbeeld, de manager zou vóór de bekendmaking van gunstige winstcijfers moedwillig ongunstige informatie kunnen verspreiden om daarmee goedkoper aandelen van het eigen bedrijf op te kopen voordat de juiste cijfers gepubliceerd worden⁶.

Implicaties voor regelgeving

De besproken effecten van handel met voorwetenschap hebben belangrijke gevolgen voor maatregelen ten behoeve van de efficiëntie van kapitaalmarkten. We kunnen onderscheid maken tussen publieke regelgeving, ingesteld door de overheid en met een wettelijke basis op grond waarvan een boete of gevangenisstraf kan worden opgelegd, en private regelgeving, ingesteld door privaatrechtelijke organisaties (bij voorbeeld de Vereniging voor de Effectenhandel). Deze kunnen echter echter hooguit discipline maatregelen opleggen.

Aangezien de Verenigde Staten een veel langere traditie kennen waarin wordt opgetreden tegen handel met voorwetenschap, zullen we eerst de Amerikaanse situatie bespreken en deze vervolgens vergelijken met de Nederlandse, om tot enkele aanbevelingen te komen.

*De Amerikaanse situatie*⁷

De belangrijkste regels die de basis vormen voor optreden tegen handel met voorwetenschap zijn de Securities and Exchange Act uit 1934 en de Insider Trading Sanctions Act (ITSA) uit 1983. De eerstgenoemde geeft aan wie aangemerkt dienen te worden als ingewijde en specificceert de informatie die daartoe bij de Securities and Exchange Commission (SEC) moet worden aangemeld. Met de ITSA heeft de SEC de bevoegdheid gekregen om sancties op te leggen zonder dat het Openbaar Ministerie hoeft te worden ingeschakeld en zijn bovendien de maatregelen tegen handel met voorwetenschap fors verzaard. In de loop der jaren is een ruime jurisprudentie opgebouwd ten aanzien van handel met voorwetenschap. Verschillende schandalen aan het eind van de jaren tachtig hebben tot verde-

re verscherping van de maatregelen geleid.

De Nederlandse situatie

Wat betreft private regelgeving is de Vereniging voor de Effectenhandel (VEB) de belangrijkste instantie. Sinds 1985 is er de zogenaamde 'Stockwatch', een afdeling op de effectenbeurs die koers- en omzetoontwikkelingen van op de beurs genoteerde fondsen nauwlettend volgt. Onregelmatigheden kunnen aanleiding zijn tot onderzoek, met als uiterste gevolg het laten vervallen van de beursnotering van de betreffende onderneming. In 1987 is samen met het Ministerie van Financiën de 'modelcode' ter voorkoming van handel met voorwetenschap ontworpen, die bestuurders van ondernemingen verbiedt om te handelen op basis van prijsgevoelige informatie. Verder zijn er (periodieke) restricties voor topmanagers op het handelen in aandelen van de eigen onderneming.

De belangrijkste wettelijke maatregelen betreffen in de eerste plaats de in 1989 aangenomen Wet op Insider Trading, die het handelen in effecten op basis van niet-publieke informatie strafbaar stelt. De Stichting Toezicht Effectenverkeer (STE) heeft van het Ministerie van Financiën de verantwoording gekregen voor toezicht op de naleving van de wet. Hiertoe kan zij bepaalde informatie van bedrijven verlangen alsook een onderzoek instellen naar effectentransacties. Vervolgens is in 1992 een wet aangenomen die aandeelhouders verplicht om bij het overschrijden van bepaalde belangen in een beursgenoteerd fonds dit aan te melden bij de beurs.

4. Dit is een van de factoren die het 'vertrouwen in de markt' kan schaden.

5. Zie H.G. Manne, *Insider trading and the stock market*, The Free Press, New York, 1966.

6. Een vergelijking met de 'HCS-affaire' dringt zich op, waarin enkele grootaandeelhouders ervan worden verdacht kunstmatig de koers van het aandeel te hebben gedrukt om vervolgens een zo groot mogelijk deel van een nieuw uitgegeven aandelenpakket te kunnen opkopen.

7. Voor een overzicht zie: P.H.C. Schriks, *Misbruik van voorwetenschap*, in: *Misbruik van voorwetenschap*, Actioma, Kluwer, Deventer, 1989.

Doelstelling en beleidsimplicaties van regelgeving

Hierboven hebben we gezien dat de handel met voorwetenschap een positief effect op de efficiëntie van de markt kan hebben doordat nieuwe informatie sneller verwerkt wordt en een negatief effect doordat niet-ingewijden de markt sneller zullen verlaten. De bezwaren tegen het toelaten van handel met voorwetenschap als beloningssysteem zijn al uitgebreid aan bod gekomen. De uiteindelijke gevolgen van handel met voorwetenschap zullen dus vooral afhangen van het relatieve belang van de twee eerstgenoemde effecten. Dit laatste hangt op zijn beurt af van mogelijke substituten voor handel met voorwetenschap als mechanisme om nieuwe informatie te verwerken. Indien zulke alternatieven er zijn dan is het vanuit het oogpunt van marktefficiëntie raadzaam om handel op basis van voorwetenschap te verbieden⁸. Een voor de hand liggende mogelijkheid, die gehanteerd wordt in de Verenigde Staten, is het instellen van openbare registers waarin de marktposities van ingewijden nauwkeurig worden bijgehouden. Niet-ingewijden kunnen dan de handelingen van ingewijden op de voet volgen en daaruit conclusies trekken over de aanwezigheid van mogelijke koersgevoelige informatie. Ten slotte zou men, wederom in navolging van de Verenigde Staten, ook nog kunnen denken aan het invoeren van een plicht tot afdracht van winsten behaald op basis van handel met voorwetenschap.

Roel Beetsma
Ronald Mingels

De eerste auteur is als universitair docent verbonden aan het Limburg Institute of Financial Economics (LIFE) en de vakgroep Financiering van de Rijksuniversiteit Limburg. Het artikel is gebaseerd op de afstudeerscriptie van de tweede auteur. De auteurs bedanken Arthur Herst voor kritisch commentaar op een eerdere versie van dit artikel.

8. Ervan uitgaande dat zo'n verbod ook effectief is. Voor Nederland zijn de effecten van recentelijk genomen maatregelen nog onduidelijk. Een en ander hangt af van de uitkomsten van de 'HCS-affaire'.