



## Zalig de armen van geest

**Auteur(s):**

Reitsma, A.M.

**Verschenen in:**

ESB, 85e jaargang, nr. 4280, pagina 893, 10 november 2000

**Rubriek:**

Van de redactie

**Trefwoord(en):**

**Effectenhandel met voorkennis is verboden. Doel van zo'n verbod is het vertrouwen van het publiek in de integriteit van de effectenhandel te handhaven. Om het verbod stevig te verankeren zijn in 1999 en 2000 wetwijzigingen doorgevoerd. Eén van die wijzigingen behelst een duidelijke verlichting van de bewijslast van handel met voorkennis. Het enige dat het Openbaar Ministerie bij een eventuele strafzaak nog hoeft te bewijzen is dat er voorkennis bestond. Dat kan lastig zijn. Het OM kan echter met een beroep op opmerkelijk toevallige omstandigheden bij het verrichten van een aandelentransactie al een eind komen. Bovendien wordt het geholpen door een meldingsplicht: ieder die functioneel aan een bedrijf verbonden is moet intern en extern melden dat hij of zij een transactie verricht. Om deze reden hebben veel bedrijven de eigen bestuurders en functionarissen helemaal verboden om te handelen.**

Het OM hoeft echter niet te bewijzen dat er een causaal verband is tussen de transactie en de voorkennis, noch behoeft te worden aangetoond dat de handelende partij überhaupt inzicht had in de richting waarin de koers zich zou gaan bewegen na openbaarmaking van hetgeen hij reeds wist. Tenslotte hoeft niet bewezen te worden dat degene die de transactie verrichtte wist dat de informatie waarover hij beschikte al dan niet openbaar was of koersgevoelig. Zelfs hij die onvoldoende beseft dat hij "informatie heeft gezien of gehoord die voldoet aan de wettelijke definitie" is zo toch strafbaar als hij handelt.

Dezelfde wetwijziging verruimt ook het begrip van strafbaarheid: niet langer is vereist dat handel met voorwetenschap tot eigen voordeel strekt: het is simpelweg strafbaar om met voorkennis te handelen, of dit nu ten eigen gunste is of niet.

Vorige maand verscheen over de wijzigingen een kritisch rapport uit juridische hoek<sup>1</sup>. Daarin wordt onder andere de vraag gesteld hoe blij we moeten zijn met een wet die straks heel makkelijk strafbaar kan stellen maar die het begrip van wat strafbaar is zeer ver heeft opgerekt.

Die vraag kan ook voor economen interessant zijn. Om de consequenties te overzien moeten we terug naar de twee intuïtieve noties over handel met voorwetenschap, die in veel publicaties over dit onderwerp te vinden zijn<sup>2</sup>. Allereerst is dat de notie dat handel met voorkennis de onzekerheid over toekomstige beurskoersen kan reduceren. De handelaar met voorkennis geeft immers een signaal over de werkelijke waarde van het aandeel waardoor de koersen zich versneld naar die werkelijke waarde bewegen. De overige handelaars lopen daardoor minder risico een over- of ondergewaardeerd aandeel te kopen, waardoor de onzekerheid over het koersverloop daalt en de koersen kunnen stijgen. Bedrijven die een emissie willen doen kunnen daardoor meer geld binnenhalen, waardoor ook de investeringen kunnen stijgen. Omdat bovendien handel met voorkennis informatie geeft over bedrijven die minder goed gaan, neemt ook de informatie-efficiëntie toe: het geld stroomt meer doelgericht naar bedrijven waarmee het goed gaat zodat ook de *juiste* investeringen worden gedaan.

Hiertegenover staat de notie dat de integriteit van de markt vermindert. Wie minder goede informatie heeft of incidenteel handelt, bijvoorbeeld om inkomsten over de tijd te spreiden, ziet wel zijn onzekerheid verminderd maar ook zijn rendement. Hierdoor kan het aantal mensen dat handelt, dalen, de markt wordt minder liquide en de opbrengst van emissies en het aantal investeringen neemt daardoor weer af.

Welke van de twee invloeden overheerst hangt onder andere af van het aantal mensen dat zich incidenteel op de markt begeeft om inkomsten te spreiden. Misschien mede omdat dat aantal zo groot is geworden is de nadruk steeds sterker op de integriteit van de markt komen te liggen. De angst dat een minder eerlijke markt minder liquide is, zit er diep in.

Maar creëren de opgerekte normen voor wat strafbaar is geen nieuwe onzekerheid? Moet de toeleverancier van een bedrijf die toevallig meer kennis heeft over dat bedrijf straks bang zijn als hij handelt? En moet de man die toevallig in de kroeg informatie over de jaarcijfers zijn ene oor in hoort gaan, maar er bij de eerstvolgende transactie blijkt van geeft dat die ook het andere oor weer is uitgegaan, of die niet vermoedt dat zijn transactie als een signaal wordt opgepakt, straks toch bang zijn dat hij bestraft wordt op grond van de opmerkelijk toevallige timing van zijn transacties? Met andere woorden: leidt de vergrote controle op oneerlijkheid niet tot afschrikking en op zijn beurt tot een verminderde liquiditeit van de markt?

De wet heeft dat voorzien. De stumper die onbedoeld met voorkennis handelt kan straks van vervolging worden uitgesloten als hij kan bewijzen dat hij er geen verband bestaat tussen zijn transactie en zijn toevallige informatie. De verminderde bewijslast van het om wordt aldus verruild voor een verhoogde bewijslast bij alle beleggers die niet tot de bestuurders en functionarissen van een onderneming behoren.

Als de kosten van die bewijslast lager liggen dan de kosten van het elimineren van voorkennis mogen we verwachten dat de liquiditeit van de markt toeneemt. Zoniet dan is de wet de markt slechts tot last

---

**1** D.R. Doorenbos (redactie), *Voorkennis, toezicht en boetes in nieuwe financiële wetgeving*, serie Vennootschaps- en rechtspersonenrecht, monografieën van het van der Heijden Instituut te Nijmegen, deel 65, Kluwer, Deventer, september 2000.

**2** Zie bijvoorbeeld E.H. Rebers, [Handel met voorwetenschap](#), *ESB*, 12 maart 1997, blz. 216, en H.E. Leland, Insider trading: should it be prohibited?, *Journal of Political Economy*, 1992, blz. 859-887.