Column

'Insider trading': slecht of alleen maar hinderlijk?

Johannes L. Bouma

De stemming rond de jaarwisseling nodigt uit tot bespiegelingen over het 'waarheen' en het 'waarom' van eigen en andermans gedrag. Met een mengeling van hoop en goede voornemens zetten wij lijnen uit voor ons doen en laten. Graag zouden wij daarbij de onzekerheid wat willen verdrijven door meer voorkennis van feiten en gebeurtenissen. Wij beseffen natuurlijk wel dat alles weten niet gelukkig maakt; sterker nog dat, 'Wat niet weet, dat niet deert'. Wij zouden vooral voorkennis willen hebben waarmee wij voordeel zouden kunnen behalen of nadeel ontwijken; een kennisvoorsprong waarmee wij omstandigheden en omstanders te vlug af kunnen zijn.

Meteen dringt zich de vraag op of het wel oirbaar is een kennisvoorsprong ten eigen bate aan te wenden, terwijl zulks ten koste zou kunnen gaan van een ander? Oppervlakkig geredeneerd doen wij weinig anders. Wij beschikken over bijzondere kennis die wij met veel inspanning en opoffering hebben verzameld en die wij organiseren en doorgeven tegen een 'billijke' vergoeding annex een 'gepaste' maatschappelijke waardering. Wij laten anderen – meestal met hun instemming – betalen voor onze 'know how'. Maar wat is 'billijk' of 'gepast'? Krijgen die anderen waar voor hun geld?

Niet alle uitbaten van kennis kan echter over één en dezelfde kam worden geschoren. Er bestaat verschil tussen aanwending van voor eigen rekening en in eigen beheer ontwikkelde 'know how' en publiekelijk beschikbare kennis aan de ene kant, en aanwending van kennis omtrent feiten en gebeurtenissen die ons 'vertrouwelijk' zijn meegedeeld, aan de andere kant. Wij worden geacht de laatstgenoemde kennis voor ons te houden en daarmee niet te sjacheren. Ook niet wanneer anderen daarvan geen aanwijsbaar nadeel zouden ondervinden.

De maatschappelijke opwinding over onoirbaar gebruik van vertrouwelijke kennis heeft zich in de afgelopen jaren in het bijzonder toegespitst op wat door sommigen – reeds lang voordat een daartoe strekkende bepaling in het Wetboek van Strafrecht (artikel 336a) werd opgenomen – is aangeduid als 'misbruik van voorwetenschap bij effectenbeurstransacties' (de zogenaamde 'insider trading'). Vanwaar de neiging om met grote nadruk languit te vallen over transacties in ter beurze genoteerde effecten door iemand die over 'voorwetenschap' beschikt? De argumenten die in de literatuur en bij de parlementaire behandeling van dit onderwerp zijn opgebracht en gewisseld, zijn vele en velerlei.

Een van de belangrijkste argumenten is dat 'insider trading' nadeel berokkent aan een dikwijls onbekende tegenpartij. Sommige auteurs doen het voorkomen alsof 'duizenden kleine burgers' zouden kunnen worden gedupeerd. Anderen tonen aan dat in vele gevallen niemand schade lijdt; integendeel, dat het zelfs aannemelijk is dat ook de tegenpartij van de 'insider' garen spint bij de transactie. Toch wordt er gal gespuwd over de koper die ter beurze handelt in de overtuiging dat de koers van het betrokken fonds zal stijgen wanneer zijn 'geheime voorkennis' openbaar zal worden. Het nog geheim gehouden feit zal een 'wind fall gain' teweegbrengen. De economische

Prof. Dr. J. L. Bouma, geboren in 1934. Doctoraalexamen economie aan de Universiteit van Groningen in 1959. Gepromoveerd in 1966. Sedert 1966 hoogleraar in de bedrijfseconomie in de faculteit der economische wetenschappen aan de Rijksuniversiteit te Groningen.

wetenschap is tot nu toe niet in staat normatieve uitspraken te doen over de verdeling van 'wind fall gains'. Het wekt overigens geen verbazing dat ieder die iets met dit voordeel heeft te maken, meent dat hij in principe behoort mee te delen of dat hij het volledig voor zichzelf mag opeisen.

Als iemand in zijn onwetendheid afscheid van zijn aandeel heeft genomen en vervolgens verneemt hoe de vork in de steel zit, dan kan hem gemakkelijk het gevoel bekruipen dat hij te vroeg heeft verkocht. Hij zou een hogere opbrengst hebben kunnen krijgen, als hij langer met de verkoop zou hebben gewacht. Hij kan menen een nadeel te hebben geleden ten opzichte van een niet gekozen alternatief: een 'opportunity loss'. Hij kan roepen om schadevergoeding op grond van de vermeende onrechtmatigheid van het optreden van zijn opportunistische tegenpartij. Hebzucht tegenover hebzucht! Of is het de kift die hem hier parten speelt?

Principieel niet minder droef, doch makkelijker te dragen is het lot van de potentiële tegenpartij van een verkoper-in-spe, die zijn stellige voornemen laat varen nadat hij heimelijk verneemt dat de koers van het in zijn bezit zijnde fonds zal stijgen. De potentiële koper zal nooit merken dat hij op onoirbare wijze de boot heeft gemist.

Het zijn de hebzucht en de naijver die de opwinding over het opportunisme van de 'insider trading' veroorzaken, waarbij de jaloezie het nog van de hebzucht wint. Overigens zijn het ook deze drijfveren die de 'duizenden kleine burgers' tot activiteiten ter beurze aanzetten, zodat zij bij tijd en wijle het gelag van een 'Krach' mogen betalen.

Men behoeft niet begaan te zijn met de pot die door de ketel van zijn roet wordt beroofd, om toch de verwerpelijkheid van 'insider trading' te onderschrijven. Openbare markten worden namelijk ten principale in hun functioneren bedreigd, wanneer de 'eerlijkheid' van de handel door de potentiële kopers en verkopers wordt betwijfeld. Dit wantrouwen wordt – terecht of ten onrechte – in de hand gewerkt door de mogelijke wisselwerking van onzekerheid, asymmetrie in de verdeling van de informatie over de marktpartijen en het opportunisme van de laatstgenoemden. Bijna twintig jaar geleden heeft George A. Akerlof hierover een verhelderend artikel geschreven onder de titel 'The Market for "Lemons"'. (Voor het goede begrip van de lezer: de term 'lemon' wordt in de USA ook gebruikt ter aanduiding van tweedehands auto's van twijfelachtig allooi.) De markt voor 'lemons' bewerkstelligt haar eigen ondergang. De redenering verloopt in grote lijnen als volgt.

Er worden op een tweedehands markt auto's van uiteenlopende kwaliteit aangeboden. Elke aanbieder wordt geacht de kwaliteit van zijn eigen waar te kennen. De vragers kunnen zonder meer niet zien of een bepaalde wagen kwalitatief beter of slechter is dan het aanbod in doorsnee, en ook op de morele integriteit van de aanbieder is van de buitenkant geen peil te trekken. De prijs die de kopers bereid zijn te betalen, wordt bepaald door de gemiddelde kwaliteit van de aangeboden auto's, eventueel onder aftrek van een 'risico-premie'; de gegadigden moeten immers op de gok kopen. Op grond van deze overweging zullen de potentiële aanbieders die beschikken over een 'occasion' van meer dan gemiddelde kwaliteit, besluiten van het aanbod op de openbare markt af te zien en hun waar onderhands tegen een betere prijs te slijten. Het gevolg hiervan is dat de gemiddelde kwaliteit van de aangevoerde auto's nog verder daalt, zodat de gemiddelde prijs op de openbare markt onder toenemende druk komt te staan, zodat nog meer aanbieders thuis blijven. De markt schrompelt ineen. Akerlofs conclusie is, dat een openbare markt van enige betekenis alleen kan gedijen als de asymmetrie van de informatie voldoende wordt gladgestreken of gecompenseerd door het afgeven van garanties of het overleggen van keuringsrapporten van buiten verdenking staande deskundigen die een goede reputatie hebben te verliezen.

Het functioneren van markten in het algemeen, en dat van de effectenbeurs in het bijzonder, kan meer of minder ernstig worden gefrustreerd door de wisselwerking van onzekerheid, informatie-asymmetrie en opportunisme. In dit licht bezien,

is 'insider trading' in elk geval hinderlijk. De oneerlijkheid of 'onrechtmatigheid' ervan staat evenwel niet op voorhand vast. Het verbod van 'insider trading' zal in principe het ordelijk verloop van het effectenverkeer ten goede kunnen komen. Of het ook onvoorwaardelijk bijdraagt aan de bediening van de subjectieve rechtvaardigheid, of zelfs van de gerechtigheid, blijft – voor mij althans – nog een open vraag.

MEDEDELING BANDEN

De verandering in formaat van het MAB heeft ertoe geleid, dat de bestaande banden onbruikbaar zijn geworden. De belangstelling voor de banden is de laatste jaren gering geweest.
Abonnees die hun jaargang 1989 willen inbinden, adviseren wij contact op te nemen met een lokale binder.

DELWEL Uitgeverij B.V.

MEDEDELING

Per 1 juli 1989 zijn alle boeken, tijdschriften en losbladige uitgaven van VUGA Uitgeverij B.V., die zich richten op de sectoren Bedrijfswetenschappen en Bouw & Milieu ondergebracht bij DELWEL Uitgeverij B.V. te 's-Gravenhage. Per 1 januari 1990 is ook het MAB toegevoegd aan het uitgavenpakket van DELWEL Uitgeverij B.V. Deze vennootschap is de voortzetting van het uit het eind van de vorige eeuw daterende uitgevershuis B.V. Uitgeverij v/h G. Delwel te Wassenaar.

DELWEL Uitgeverij B.V. is gehuisvest op het adres:
Sophialaan 1a, Postbus 16400,
2500 BK 's-Gravenhage,
tel. 070-3560088.

Vermogensmarkt en onderneming: een lastig parket

Prof. Dr. F. M. Tempelaar

1 Inleiding

Dit artikel bevat een beschouwing omtrent het vak ondernemingsfinanciering als onderdeel van de bedrijfseconomie.[1] Met 'het vak' doel ik op het geheel van denkbeelden, inzichten, modellen en technieken – in dit geval betreffende de vraagstukken van investeren en financieren – zoals die in het kader van de wetenschappelijke beoefening van de bedrijfseconomie gestalte hebben gekregen.
Ondernemingsfinanciering is een lastig vak. Ik baseer deze kwalificatie op twee overwegingen. In de eerste plaats kent het vak een inherent *dualistisch karakter.* Het heeft enerzijds betrekking op markten, *in casu* financiële markten. De beoefenaar van het vak dient zich derhalve te verdiepen in het functioneren van die markten en in de prijsvorming op die markten, een en ander vooral vanuit het gezichtspunt van een op die markten opererende onderneming. Anderzijds heeft het vak met name ook betrekking op deze onderneming als een complexe huishouding. Op grond daarvan dient de beoefening van het vak zich ook te richten op de vraagstukken van organisatorische besluitvorming, planning en beheersing, vooral waar het gaat om de financieel-economische en de financieel-administratieve aspecten daarvan. Er is al vaker betoogd dat dit dualistische karakter een structureel *spanningsveld* in het vak teweegbrengt.[2]

Dr. F. M. Tempelaar is hoogleraar in de bedrijfseconomie, in het bijzonder de ondernemingsfinanciering, aan de Rijksuniversiteit Groningen. Dit artikel is een bewerking van de oratie waarmee hij op 14 november 1989 zijn ambt officieel heeft aanvaard.