

Forensisch financieel onderzoek

Patrick Verwijmeren

SAMENVATTING De financiële wereld heeft reputatieschade opgelopen. Verscheidene voorbeelden van financieel wangedrag hebben ertoe geleid dat de integriteit van financiële markten in twijfel wordt getrokken. Ik betoog dat met de groeiende beschikbaarheid van financiële gegevens, academische onderzoekers kunnen bijdragen in het vinden van dubieuze financiële praktijken. Forensisch financieel onderzoek heeft de potentie om verdacht gedrag te detecteren, en kan op die manier een belangrijke rol spelen in de integriteit van de financiële wereld.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK Dit artikel geeft inzicht in het opsporen van financiële fraude met algemene datasets.

1 Inleiding

De moderne financiële wereld wordt gekenmerkt door een grote beschikbaarheid van gegevens. Veel bedrijven rapporteren jaarverslagen, kranten kondigen aandelenuitgiftes en overnames aan, en op ieder moment van de dag zijn aandelenkoersen rondom de wereld beschikbaar. De informatie die financieel onderzoekers hebben wordt vooral steeds beter, met een toenemend aantal databanken, en met een toenemende mate van detail.

Mijn belangrijkste stelling in dit artikel is dat met het voortdurend verbeteren van de beschikbare gegevens, financieel onderzoekers kunnen helpen bij het vinden van verdacht gedrag in de financiële markten. De moderne financiële wereld wordt momenteel gekenmerkt door een beschadigde reputatie en ik ben van mening dat financieel onderzoekers kunnen bijdragen aan het verbeteren van de integriteit van de financiële markten. Dit is waar de term Forensisch Financieel Onderzoek over handelt.¹

De financieel onderzoeker is met recente data in staat om toezichthouders te tonen waar verdacht gedrag plaatsvindt. Ik denk niet dat financieel onderzoekers algemene databanken moeten gebruiken om bepaalde mensen te beschuldigen van het plegen van fraude, maar wel dat onderzoekers moeten ontdekken rondom welke soort gebeurtenissen en transacties er een relatief hoge hoeveelheid verdacht gedrag is te detecteren.

Een reden waarom dit volgens mij een taak voor academici is, is dat academici over het algemeen goed zijn in het ontwikkelen van een systematische aanpak. Met deze aanpak kunnen grote datasets geanalyseerd worden, iets wat lastiger is voor toezichthouders, die vaak beweren onderbezet te zijn. Academici zijn bedreven in het doen van zorgvuldige en gestructureerde analyses die rekening houden met een reeks van andere factoren en ze zijn gewend aan het behandelen van een verscheidenheid aan alternatieve verklaringen voordat conclusies worden getrokken. Deze analyses kunnen verdachte patronen detecteren, waarna financiële media of autoriteiten verder kunnen spitten.

Voordat ik zal ingaan op enkele voorbeelden van forensisch financieel onderzoek, zal ik een vijftal redenen aandragen waarom ik denk dat forensisch financieel onderzoek belangrijk is.

Ten eerste, forensisch financieel onderzoek verbetert ons begrip van hoe mensen en markten functioneren. Het bestuderen van verdacht gedrag laat zien waar goede regulering en controle wel en niet voldoende aanwezig zijn. In sommige gevallen zou het reputatierisico mensen kunnen weerhouden van het plegen van fraude, terwijl in andere omstandigheden dit onvoldoende is. Hetzelfde geldt voor persoonlijke en zakelijke integriteit. Door het bestuderen van verdacht gedrag kan men meer inzicht verkrijgen in de dynamiek van fraude en dit zou kunnen helpen bij het ontwerpen van nieuwe systemen.

Ten tweede kan de financieel onderzoeker kijken naar verschillende markten en landen om te zoeken naar oplossingen voor specifieke problemen. Onderzoekers hebben de tools om systematisch te onderzoeken of verdacht gedrag de norm of de uitzondering is en of het zich heeft verspreid naar andere markten en landen. Markten zonder de verdachte patronen kunnen ideeën voor oplossingen bieden.

Een derde reden waarom forensisch financieel onderzoek nuttig kan zijn, is dat sommige van de problemen al kunnen verdwijnen simpelweg omdat men weet dat onderzoekers verdacht gedrag bestuderen. Wanneer handelaren weten dat hun acties in de gaten worden gehouden, zouden ze zich minder snel illegaal kunnen

gedragen. Forensisch financieel onderzoek heeft dus de mogelijkheid om de integriteit van de financiële markten te vergroten.

Ten vierde, als forensisch financieel onderzoek de waarde van private informatie vermindert en leidt tot een betere regelgeving, dan kan het algemene niveau van informatieasymmetrie in de markt verminderen. Als gevolg, wanneer potentiële investeerders niet het gevoel hebben dat ze een groot nadeel hebben in vergelijking met andere beursdeelnemers, dan zullen ze sneller investeren en kunnen de kosten van kapitaal voor bedrijven verminderen, wat uiteindelijk leidt tot hogere economische groei. Met andere woorden, op de lange termijn kan forensisch financieel onderzoek helpen om een deel van het vertrouwen in de financiële markten te herstellen. En het is duidelijk dat het vertrouwen essentieel is in de financiële markten, aangezien mensen een deel van hun geld inruilen voor beloften.

Ten slotte, forensisch financieel onderzoek is gekoppeld aan verontwaardiging in de samenleving. De financiële wereld is vaak negatief in het nieuws en we hebben bijvoorbeeld de Occupy Wall Street beweging gehad. Dus moet je als wetenschappelijk onderzoeker niet proberen om de samenleving te dienen? Ik denk dat forensisch financieel onderzoek een mogelijkheid biedt aan academici om onderzoek te doen naar dingen die mensen in de samenleving belangrijk vinden, zoals eerlijkheid.

Ik zal enkele voorbeelden geven van hoe het bestuderen van algemene datasets kan helpen bij het vinden van verdacht gedrag. Ik zal beginnen met een voorbeeld buiten de financiële wereld, namelijk met een analyse van potentiële fraude in sumoworstelen.

2 Sumoworstelen

Sumoworstelen heeft een traditie van meer dan duizend jaar.²

Deze lange traditie blijkt uit de rituele elementen die nog in de sport zitten. Duggan en Levitt (2002) concluderen daarom dat sumoworstelen een focus heeft op eer en rituelen.

Toch zijn er geruchten geweest dat de uitslagen van sumowedstrijden vooraf werden afgesproken. Deze vraag zette onderzoekers Mark Duggan en Steven Levitt aan om een grote dataset van worsteluitslagen te analyseren (Duggan & Levitt, 2002). Ze merkten meteen op dat de beloningsregeling in sumoworstelen interessant is. Er zijn binnen een toernooi 15 gevechten per worstelaar. De ranking, die de basis vormt van salaris, status en verdere voordelen, is gerelateerd aan het aantal overwinningen. Interessant genoeg is de beloningsstructuur niet lineair. Normaal gesproken levert elke

extra overwinning een waarde van ongeveer drie plekken in het eindklassement op. De achtste overwinning leidt echter tot een rangschikking die ongeveer 11 plekken hoger is. Kortom, hoe meer van zijn 15 wedstrijden een worstelaar wint, hoe beter dit is voor zijn ranking, maar de achtste overwinning, ongeacht wanneer deze plaatsvindt, is bijna vier keer belangrijker dan elke andere overwinning.

Deze beloningsstructuur kan prikkels voor collusie bieden (Dubner & Levitt, 2005). Een worstelaar die al acht of meer overwinningen heeft, kan misschien een worstelaar die voor zijn achtste overwinning opgaat, laten winnen voor een bepaalde vorm van betaling. Onderzoekers kunnen kijken naar deze potentieel verdachte patronen door het analyseren van gegevens van veel sumoworstelwedstrijden. Duggan & Levitt (2002) analyseren meer dan 10 jaar aan data en meer dan 32.000 gevechten. Ze constateren dat een worstelaar die voor zijn achtste overwinning opgaat aanzienlijk vaker wint dan men op basis van zijn normale prestaties zou verwachten.

Een uitdaging is om collusie te onderscheiden van een verklaring op basis van motivatie. Het kan immers gewoon het geval zijn dat een worstelaar die voor zijn achtste overwinning opgaat veel meer gemotiveerd is dan hij in andere wedstrijden zou zijn. Duggan & Levitt (2002) doen voorspellingen aan de hand van een theorie van collusie die minder gemakkelijk uit een theorie van motivatie zou voortvloeien. Bijvoorbeeld, worstelaars zouden het gemakkelijker moeten vinden om samen te spannen als ze elkaar goed kennen en elkaar vaker in het verleden hebben ontmoet. Duggan en Levitt constateren inderdaad dat worstelaars die opgaan voor hun achtste overwinning vooral een verhoogde kans hebben om te winnen als ze worstelen met iemand die ze vaak in het verleden hebben ontmoet. Misschien wel het meest overtuigende bewijs komt uit het bekijken van de uitslagen wanneer de twee worstelaars elkaar een volgende keer tegenkomen. Het blijkt namelijk dat de worstelaar die wellicht de wedstrijd met opzet verloor, veel meer kans dan normaal heeft om de volgende keer dat de worstelaars elkaar tegenkomen te winnen. Dit patroon suggereert betaling in natura. Ook opmerkelijk is dat deze verdachte patronen verdwijnen wanneer er aandacht is voor potentiële fraude in de populaire media wanneer een bepaald sumoworsteltoernooi plaatsvindt.

Het bewijs in Duggan & Levitt (2002) is indicatief voor fraude in sumoworstelen. Ik denk dat het heel interessant is dat onderzoekers aan fraude-opsporing kunnen doen aan de hand van algemene gegevens, zonder de steekpenningen die potentieel betaald worden te kunnen zien. Autoriteiten kunnen dan inspringen op

de ontdekking van verdachte patronen. In 2011 kwam het inderdaad naar buiten dat politieonderzoek mobiele telefoonberichten had opgeleverd die aangaven dat verscheidene uitslagen van sumoworstelwedstrijden vooraf werden vastgesteld. Uiteindelijk gaven verschillende worstelaars toe dat ze wedstrijden hadden gekocht en verkocht.³

3 Fraude rondom aandelenopties voor bestuurders

Wanneer we de financiële prikkels beschouwen, dan is het niet onwaarschijnlijk dat er ook sprake is van fraude in de financiële markten. De winsten die gemaakt kunnen worden zijn namelijk enorm. Wellicht het meest bekende voorbeeld van forensisch financieel onderzoek heeft als onderwerp de aandelenopties voor bestuurders in de Verenigde Staten.⁴

Leidinggevend van bedrijven ontvangen meestal aandelenopties als onderdeel van hun beloningspakket (Murphy, 1999). Deze aandelenopties stijgen in waarde wanneer de aandelenkoers van het bedrijf stijgt, wat managers moet motiveren om meer aandeelhouderswaarde te creëren. De aandelenopties worden aan de leidinggevend door de remuneratiecommissie.

In 1997 publiceert David Yermack een artikel waarin hij de timing onderzoekt van wanneer aandelenopties worden toegekend (Yermack, 1997). Hij was vooral geïnteresseerd in de aandelenkoersen rondom de datum dat de opties werden toegekend. Gezien het feit dat aandelenopties doorgaans worden uitgegeven met de uitoefenprijs gelijk aan de beurskoers op de datum van uitgifte, zijn de koers van het aandeel op de datum van uitgifte en de daaropvolgende prijsbewegingen erg belangrijk voor de beloning van managers.

Gedetailleerde gegevens waren beschikbaar en Yermack was in staat om gegevens te vinden over zowel de data van toekenning van opties in de Verenigde Staten (uit de proxy statements) als over de aandelenprijzen van de bedrijven rondom deze uitgiftedata. Hij toont aan dat de aandelenkoers van een bedrijf over het algemeen stijgt in de dagen nadat de opties worden toegekend.

De vraag is dan hoe deze trend te verklaren. Waarom is de koers van het aandeel relatief laag op de datum van toekenning, maar aanzienlijk hoger achteraf? Hadde de managers gewoon geluk? Gezien het feit dat het patroon een gemiddelde is over veel leidinggevend, is het onwaarschijnlijk dat geluk het belangrijkste antwoord is.

Een potentiële verklaring is dat de beleggers de waarde van de onderneming hoger inschalen als gevolg van de stimulering die van de aandelenopties uitgaat. Maar Yermack (1997) beschrijft dat deze verklaring onwaar-

schijnlijk is, omdat beleggers in die tijd slechts veel later konden leren wanneer de aandelenopties waren uitgegeven, namelijk wanneer de proxy statements door het bedrijf werden gedeponneerd.

Een andere verklaring zou volgens Yermack (1997) kunnen zijn dat managers wachten met het vrijgeven van goed nieuws totdat ze hun opties hebben ontvangen, of dat ze aan de remuneratiecommissie vragen om de opties toe te kennen vlak voordat er een positieve aankondiging was gepland. Op deze manier kunnen ze onmiddellijk hun opties meer waard laten worden. Deze verklaring is misschien onethisch, maar geen onlogische voor de bevindingen in Yermack (1997).

Jaren later onderzoekt een andere onderzoeker, Erik Lie, wederom de patronen op basis van een meer recente tijdsperiode. In 2005 publiceert hij een artikel (Lie, 2005) dat een vergelijkbaar patroon vaststelt als dat eerder was geconstateerd door Yermack (1997). Er zijn echter ook enkele verschillen. Eén van de verschillen is dat de gemiddelde koers van het aandeel nu blijkt te dalen voordat de opties worden toegekend. Ook blijkt het patroon geïntensiveerd en stijgen aandelenkoersen zelfs nog meer na de toekenning in Lie's studie dan in Yermack's studie.

Lie (2005) stelt voor dat de uitgiftedatum met terugwerkende kracht door het bedrijf wordt gekozen. Dat wil zeggen, in zijn verhaal bekijken bestuurders of leden van de remuneratiecommissie naar de aandelenkoersen in het recente verleden, en selecteren ze vervolgens als zogenaamde toekenningsdatum een datum uit het verleden die overeenkwam met een bijzonder lage beurskoers. Met een dergelijke strategie zou de huidige aandelenkoers al boven de beurskoers zijn van de vastgestelde toekenningsdatum, en zouden de opties al bijzonder waardevol zijn. Effectief krijgen de bestuurders dus meer betaald, wat uiteindelijk gefinancierd wordt door de aandeelhouders. De praktijk is tegen de regels omdat de effectieve in-the-money uitgifte van de opties niet correct wordt behandeld in de winst-en-verliesrekening.

Het artikel ontving niet onmiddellijk grote aandacht van de media of van toezichhouders. Maar vervolgens beet de Wall Street Journal zich vast in het verhaal. Op basis van de analyse van Lie (2005) begon de Wall Street Journal een eigen onderzoek, en publiceerde het haar eigen bevindingen in maart 2006, met voorbeelden van verdachte bestuurders.⁵

Het bleek dat veel bedrijven waren betrokken, en de impact van het onderzoek was enorm (Ritter, 2008). Meer dan 250 bedrijven kondigden aan intern onderzoek te gaan doen, en meerdere leidinggevend wer-

den ontslagen, werden veroordeeld, of moesten geld terugbetalen.

4 Handel met voorkennis

Een ander voorbeeld waarin insiders gebruik kunnen maken van hun bevoorrechte posities is bij handel met voorkennis. Handel met voorkennis is een vorm van fraude waarin gehandeld wordt op basis van niet-publieke informatie. Handel met voorkennis is niet eenvoudig op te sporen met de huidige beschikbare datasets. De datasets identificeren over het algemeen niet de handelaar, waardoor de financieel onderzoeker niet kan zien wie er op een bepaald moment handelt. De identificatie vindt ook niet plaats met bijvoorbeeld een code per handelaar, waardoor er ook niet kan worden bekeken of een anonieme handelaar op meerdere momenten handelt. Daarnaast is het lastig te bewijzen welke partij op een bepaald moment welke informatie heeft.

Toch hebben financieel onderzoekers studies kunnen doen naar handel met voorkennis. Bodnaruk, Massa en Simonov (2009) onderzoeken overnames. Ze bekijken overnames waarin investeringsbanken die de overnemende partij adviseren ook een aandeel hebben in de over te nemen partij. Ze hebben een dataset die vanaf 1984 aangeeft wie de adviseurs zijn bij een bepaalde overname en ze maken ook gebruik van kwartaalrapportages van institutionele beleggers over hun aandelenposities aan de Amerikaanse beurswaakhond (de Securities and Exchange Commission, SEC). Bodnaruk, Massa en Simonov (2009) tonen aan dat de adviseurs posities innemen in de over te nemen partij voordat de publieke aankondiging van de overname plaatsvindt. Deze posities zijn positief gecorreleerd met de premie die betaald wordt aan de aandeelhouders van de over te nemen partij en dus erg winstgevend.

Ivashina en Sun (2011) bekijken institutionele beleggers die leningen verschaffen aan bedrijven. Als lening-verstrekkers verkrijgen deze beleggers soms private informatie van een bedrijf. De vraag is of ze deze informatie gebruiken bij hun handelen in aandelen. Ivashina en Sun (2011) gebruiken documenten van de SEC over aanpassingen in uitstaande leningen om de identiteit van de institutionele beleggers die ook actief zijn in de schuldmarkt te achterhalen. Ze maken verder gebruik van dezelfde dataset met kwartaalrapportages van institutionele beleggers als Bodnaruk, Massa en Simonov (2009). Ze constateren dat de beleggers die actief zijn in de heronderhandelingen van leningen bovengemiddelde resultaten behalen als ze ook in het aandeel van dit bedrijf handelen.

Handel met voorkennis kan ook een rol spelen bij aankondigingen van bedrijfsfinancieringen. Tegenvoor-

dig is het uitvoeren van een private plaatsing een populaire manier voor bedrijven om financiering te verkrijgen. In de Verenigde Staten heeft de private plaatsingsmarkt zelfs de traditionele publieke plaatsingsmarkt overtroffen in termen van aantal transacties en totaal jaarlijks uitgiftevolume (Chen, Dai & Schatzberg, 2010).

Bij een private plaatsing worden aandelen of andere financieringsinstrumenten geplaatst bij een beperkt aantal grote beleggers, zoals pensioenfondsen en hedgefondsen. De gebruikelijke procedure bij private plaatsingen in de Verenigde Staten, genaamd wall-crossing, kan handel met voorkennis in de hand werken. De gebruikelijke procedure is dat als een bedrijf van plan is om instrumenten via een private plaatsing te plaatsen, dat dan eerst in een reeks van vertrouwelijke gesprekken de eventuele interesse van potentiële investeerders wordt gepolst, voordat het bedrijf de intentie om kapitaal aan te trekken openbaar maakt (Berkman, McKenzie & Verwijmeren, 2014). In de praktijk betekent dit dat een belegger een telefoontje ontvangt met de vraag of hij of zij mogelijk geïnteresseerd is in het investeren in een niet-genoomd bedrijf in een bepaalde bedrijfstak. Wanneer de belegger zegt potentieel geïnteresseerd te zijn, dan wordt deze “over de muur” gehaald en ontvangt dan gedetailleerde informatie, inclusief de naam van het bedrijf dat op zoek is naar financiering. De beleggers kunnen dan beslissen of ze wel of niet investeren. Maar los van deze keuze, is het nadrukkelijk verboden voor de belegger om nu in bijvoorbeeld de aandelen van het bedrijf te handelen voordat de informatie over de financieringsronde openbaar is gemaakt. Deze wettelijke beperking van de handelsactiviteit van de belegger met private informatie is begrijpelijk gezien het feit dat de aankondiging van een private plaatsing vaak leidt tot een materiële koersbeweging.

Maar stel dat een investeerder toch de gok neemt om te handelen op basis van de private informatie. Een interessante strategie is dan om short te gaan. Met short selling zet men in op een daling van de aandelenkoersen. Rondom een financieringsronde kan dit een winstgevende strategie zijn, omdat in private plaatsingen de instrumenten vaak worden verkocht met een korting, waardoor de aandelenkoers van het bedrijf waarschijnlijk zakt wanneer deze informatie wordt vrijgegeven voor het publiek. Dus stel, een belegger ontvangt private informatie over de private plaatsing op een maandag en weet dat de informatie openbaar zal worden op woensdag. Ook al heeft de belegger beloofd om de informatie vertrouwelijk te behandelen, de belegger zou kunnen short sellen op dinsdag en dan waarschijnlijk winst maken indien de koersen dalen op woensdag. Hoewel dit scenario als illegaal wordt beschouwd, zou

de winst voldoende groot kunnen zijn voor beleggers om het risico te nemen. De voorzitter van de SEC heeft aangegeven dat het aanpakken van short sellen op basis van private informatie in private plaatsingen een duidelijke prioriteit is (Mahoney, Schwartz, Walker, Greenstein & Lawrence, 2008).

Er bestaan inderdaad een paar voorbeelden van mensen die worden beschuldigd van het volgen van de strategie die ik zojuist heb beschreven. Eén van de eerste beschuldigingen in de Verenigde Staten met betrekking tot short selling rondom private plaatsingen was tegen een vrouwelijk hedgefondsmanager.⁶ Eind september 2001 ontvangt ze een telefoontje met de vraag of ze geïnteresseerd is in een aandelenafgifte van een elektronisch beveiligingsbedrijf. Ze zegt ja en geeft akkoord voor vertrouwelijkheid voordat de identiteit van het bedrijf wordt meegedeeld. Ze gaat akkoord met het kopen van ongeveer een half miljoen aandelen. Op 8 oktober leert ze dat de private plaatsing inderdaad doorgaat en wel tegen een prijs van 12 dollar, ook al is de huidige koers van het aandeel boven de 17 dollar. Daarom kan zij voorspellen dat de koers daalt wanneer dit nieuws openbaar wordt gemaakt. Tot dusverre zijn al haar handelingen legaal. Maar dan, op 9 oktober, voor het middaguur, gaat zij short met naar verluidt meer dan 100.000 aandelen. Het aanbod wordt openbaar gemaakt rond het middaguur, en de prijs daalt van ongeveer 17 dollar tot ongeveer 14 dollar. Deze prijsdaling betekent dat de investeerder, met een short positie van ongeveer 100.000 aandelen, naar verluidt ongeveer 300.000 dollar winst maakt in een paar uur. Ze is aangeklaagd door de Amerikaanse beurswaakhond en de zaak is geschikt voor meer dan 1 miljoen dollar.

De vraag is of dit soort illegaal gedrag veelvuldig plaatsvindt. Berkman, McKenzie en Verwijmeren (2014) onderzoeken patronen van handelsgedrag rondom private plaatsingen. De auteurs hebben een dataset samengesteld van private plaatsingen van gewone aandelen en converteerbare obligaties tussen januari 2007 en augustus 2011 in de Verenigde Staten. Figuur 1 toont patronen in de grootte van short posities rondom private plaatsingen van converteerbare obligaties. De verticale as toont het niveau van de short posities ten opzichte van het aantal uitstaande aandelen in een percentage, en de horizontale as geeft handelsdagen weer. Dag nul staat voor de aankondigingsdatum van de private plaatsing. De telefoontjes naar potentiële investeerders vonden plaats in de dagen voor dag nul.⁷

Het blijkt dat mensen al beginnen te wedden op prijsdalingen voordat de informatie van een private plaatsing openbaar is. We zien vooral een stijging van de short posities op ongeveer 4 dagen voor de openbare

aankondiging. Dit is verdacht en duidt erop dat beleggers de informatie die zij ontvangen tijdens de wall-crossing procedure illegaal gebruiken om te handelen met voorkennis, of op een andere manier laten lekken.

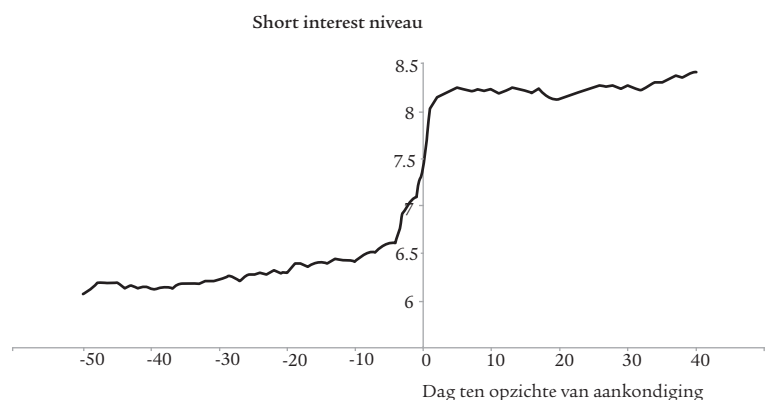
De auteurs doen nog meer tests. Ze constateren bijvoorbeeld dat de abnormale stijging van de short posities voor een aankondiging vooral te zien zijn als de reactie op de openbare aankondiging van de private plaatsing meer negatief is. Met andere woorden, wanneer er meer wordt gewed op koersdalingen, blijkt het inderdaad waarschijnlijker dat de private plaatsing een negatieve invloed heeft op de koers van het aandeel en maken de handelaren met short posities dus flinke winsten. Ook vinden ze dat short selling voor een aankondiging meer uitgesproken is wanneer er meer kopers betrokken zijn bij de private plaatsing. Het observeren van meer kopers betekent doorgaans dat meer mensen voorkennis hadden.

Een soortgelijke methode als hierboven is beschreven, kan gebruikt worden voor verder forensisch financieel onderzoek. Een voorbeeld is het onderzoeken van patronen in de handel in derivaten, waarmee men ook kan speculeren op toekomstige aandeelkoersen. De beschikbare data over optietransacties is door de tijd sterk verbeterd (Pan & Poteshman, 2006). Een ander voorbeeld voor verder onderzoek is het bestuderen van handelspatronen voor verrassende dividenduitkeringen.

5 Conclusie

Dit artikel heeft enkele voorbeelden gegeven van studies die verdacht gedrag opsporen met algemene datasets. De beschikbaarheid van goede data is essentieel. De studies van Bodnaruk, Massa en Simonov (2009) en Berkman, McKenzie en Verwijmeren (2014) naar handel met voorkennis waren bijvoorbeeld niet mogelijk geweest als de aankondigingsdata niet beschikbaar

Figuur 1 Short interest niveaus rondom de aankondiging van private plaatsingen van converteerbare obligaties



waren. De studies van Bodnaruk, Massa en Simonov (2009) en Ivashina en Sun (2011) hadden niet gedaan kunnen worden zonder gegevens over de aandelenposities van institutionele beleggers. Een verdere toename van de beschikbaarheid van gegevens kan forensisch financieel onderzoek nog meer stimuleren. Ontwikkelingen op het gebied van big data zorgen ervoor dat onderzoekers massale datasets kunnen bestuderen. Voor wat betreft handel met voorkennis kunnen datasets op handelstransactieniveau veel toevoegen. De short interest data die Berkman, McKenzie en Verwijmeren (2014) gebruiken is momenteel niet openbaar. Gezien hun bevindingen zouden toezichthouders kunnen nadenken over het voortdurend openbaar maken van short interest posities. Dit kan van groot belang zijn voor de partijen die betrokken zijn bij private plaatsingen en zou marktdeelnemers en autoriteiten helpen bij het signaleren en rapporteren van verdachte patronen.

Ik heb betoogd dat forensisch financieel onderzoek nuttig is en toezichthouders kan wijzen op verdachte patronen. Forensisch financieel onderzoek verbetert ons begrip van hoe mensen en markten functioneren en een bijkomend voordeel is dat sommige van de problemen al kunnen verdwijnen zodra men weet dat onderzoekers verdacht gedrag bestuderen. Forensisch financieel onderzoek heeft dus de potentie om de integriteit van de financiële markten te vergroten. ■

Prof. dr P. Verwijmeren is hoogleraar Corporate Finance aan de Erasmus School of Economics.
Dit artikel is deels gebaseerd op de oratie van de auteur.

Noten

- 1 Jay Ritter geeft enkele voorbeelden van forensisch financieel onderzoek (Ritter, 2008).
2 De beschrijving van sumoworstelen en de analyse van potentiële fraude is gebaseerd op Duggan en Levitt (2002), en wordt ook beschreven in het boek *Freakonomics* (Dubner & Levitt, 2005).
3 Zie bijvoorbeeld http://www.huffingtonpost.com/2011/02/02/sumo-wrestling-scandal-match-fixing_n_817371.html.

- 4 Dit voorbeeld wordt ook besproken in Ritter (2008).
5 Zie <http://online.wsj.com/article/SB114265125895502125.html> en <http://online.wsj.com/public/resources/documents/info-opti-onsscore06-full.html>.
6 Zie <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr19227.htm>.
7 Short sellen na de publieke aankondiging van een converteerbare obligatie is gebruikelijk, zie bijvoorbeeld Brown, Grundy, Lewis en Verwijmeren (2012).

Literatuur

- Berkman, H., McKenzie, M., & Verwijmeren, P. (2014). *Hole in the wall: A study of short selling and private placements*. Working paper.
- Bodnaruk, A., Massa, M., & Simonov, A. (2009). Investment banks as insiders and the market for corporate control. *Review of Financial Studies*, 22, 4989-5026.
- Brown, S.J., Grundy, B.D., Lewis, C.M., & Verwijmeren, P. (2012). Convertibles and hedge funds of distributors of equity exposure. *Review of Financial Studies*, 25, 3077-3112.
- Chen, H., Dai, N., & Schatzberg, J. (2010). The choice of equity-selling mechanisms: PIPEs versus SEOs. *Journal of Corporate Finance*, 16, 104-119.
- Dubner, S.J., & Levitt, S.D. (2005). *Freakonomics*. William Morrow Ltd.
- Duggan, M., & Levitt, S.D. (2002). Winning isn't everything: Corruption in sumo wrestling. *American Economic Review*, 92, 1594-1605.
- Ivashina, V., & Sun, Z. (2011). Institutional stock trading on loan market information. *Journal of Financial Economics*, 100, 284-303.
- Lie, E. (2005). On the timing of CEO stock option awards. *Management Science*, 51, 802-812.
- Mahoney, C., Schwartz, E., Walker, C., Greenstein, L., & Lawrence, A. (2008). *Recent SEC cases against hedge funds*. Skadden, Arps memo.
- Murphy, K.J. (1999). Executive compensation. In O. Ashenfelter and D. Card (eds.). *Handbook of Labor Economics*. New York: North-Holland.
- Pan, J., & Poteshman, A. (2006). The information in option volume for future stock prices. *Review of Financial Studies*, 19, 871-908.
- Ritter, J.R. (2008). Forensic finance. *Journal of Economic Perspectives*, 22, 127-147.
- Verwijmeren, P. (2014, September 19). Forensic Finance. *ERIM Inaugural Address Series Research in Management*. Erasmus Research Institute of Management (ERIM). Geraadpleegd op <http://hdl.handle.net/1765/76906>.
- Yermack, D. (1997). Good timing: CEO stock option awards and company news announcements. *Journal of Finance*, 52, 449-476.