

“Insider-Trading: een economische beoordeling” (een commentaar)

door P.-J. ENGELEN*

I. INLEIDING

Met zeer veel belangstelling heb ik het artikel van Sercu en Vanherpe (hierna: S&V) over insider trading in het Tijdschrift voor Economie en Management van februari 1998 gelezen. Hetgeen door de auteurs naar voren wordt gebracht in verband met deze problematiek, behoeft mijns inziens evenwel enige aanvulling en correctie. Het ligt niet in mijn bedoeling om alle argumenten van S&V te weerleggen. Enkel wil ik enkele randbemerkingen of een alternatieve visie bieden bij enkele van de naar voren gebrachte stellingen. Soms staan deze visies diametraal tegenover mekaar; hopelijk kan op deze wijze het debat omtrent handel met voorkennis in België aangezwengeld worden.

II. OMSCHRIJVING VAN HET FENOMEEN HANDEL MET VOORKENNIS

Laat mij starten met een kleine randbemerking. Gezien de auteurs uitgaan van een economisch veeleer dan een juridisch perspectief, is de definitie van handel met voorkennis die gehanteerd wordt onvolledig. Er zou slechts sprake zijn van handel met voorkennis “door in die effecten *te handelen* à la baisse of à la hausse (blz.105, eigen cursivering).” Nochtans is handel met voorkennis niet beperkt tot het kopen of verkopen of het opdracht geven te kopen of te verkopen. Van-

* Faculteit der Toegepaste Economische Wetenschappen, UFSIA - Universiteit Antwerpen.

uit economische oogpunt is het louter "stilzitten" minstens even belangrijk als een koop- of verkoopbeslissing (Engelen (1997b) en (1997d)).

Denk bijvoorbeeld aan een fondsenbeheerder die zijn portefeuille wil herbalanceren en op het punt staat een aandeel te verkopen.

Op basis van inside-information houdt hij het aandeel echter in zijn portefeuille omdat er een sterke koersstijging te verwachten valt. In dit geval handelt deze fondsenbeheerder evenzeer op basis van voorkennis in economische zin (hoewel niet strafrechtelijk sanctioneerbaar). Een analoge situatie doet zich voor wanneer een fondsenbeheerder op basis van voorkennis afziet van een geplande aankoop van een aandeel voor zijn portefeuille. In dezelfde zin wees ook de Commissie voor het Bank- en Financieuzen herhaaldelijk op het economisch belang van het ontraden van een transactie¹. Deze vaststelling is niet zonder belang aangezien bijvoorbeeld het louter ontraden van een transactie zonder de bevoorrechte informatie mee te delen niet onder het strafrechtelijk verbod op handel met voorkennis in België valt.

III. HET EFFICIËNTIE-ARGUMENT

De auteurs plaatsen vervolgens de problematiek van handel met voorkennis in de klassieke context van marktefficiëntie en besluiten dat "dit argument gemakkelijk te ontzenuwen is." Ik geloof dat de auteurs fundamenteel van een verkeerd standpunt uitgaan door de onmiddellijke bekendmaking als first-best oplossing te vergelijken met de second-best oplossing van handel met voorkennis. Op het eerste zicht wordt handel met voorkennis immers voorkomen door het verkorten van het tijdsinterval tussen de prijsgevoelige gebeurtenis en de publieke aankondiging. Nochtans zal er materieel steeds een zeker tijdsinterval tussen het ontstaan van het koersgevoelige nieuws en de publieke bekendmaking bestaan die met de beste wil van de wereld nooit kan weggewerkt worden. Bovendien veronderstellen de auteurs dat insiders de timing van de openbaarmaking van het nieuws kunnen controleren. Dit is echter zelden het geval. Vooreerst is de openbaarmaking meestal wettelijk verplicht volgens het koninklijk besluit op de occasionele informatie². Overeenkomstig artikel 5 van dit K.B. zijn vennootschappen immers verplicht tot *onmiddellijke* bekendmaking van alle feiten of beslissingen waarvan zij kennis hebben die, zo zij bekend werden, de koers van hun financiële instrumenten gevoe-

lig zouden kunnen beïnvloeden. Hierdoor kunnen insiders de publieke bekendmaking van koersgevoelige informatie niet controleren. Maar zelfs al kunnen insiders de timing controleren, dan nog zal een insider het nieuws zeer kort na zijn transactie bekendmaken. Immers met elke bijkomende minuut, uur of dag stijgt het risico dat er zich een ander feit op de financiële markt voordoet dat de aandelenkoers in een voor hem ongunstige zin doet bewegen (Manne (1970); Dooley (1980) en Engelen (1997c)).

Gezien er structureel steeds een tijdsinterval blijft bestaan tussen het ontstaan van het koersgevoelig nieuws en de publieke bekendmaking, dient het uitgangspunt van S&V geherformuleerd te worden. Aldus is de keuze tussen handel met voorkennis als first-best oplossing met de second-best oplossing van onthouding van enige handel de enige juiste benaderingswijze. De stelling van Vermaelen (1986) dat "reduction of insider trading will reduce, rather than increase market efficiency because it will slow down the speed with which information will be reflected in security prices" blijft dus volledig overeind staan. Dus juist door de transacties van de insiders zal de prijs van het betrokken aandeel beter de werkelijke fundamentele waarde weergeven zodanig dat de aandelenmarkt efficiënter werkt (Meulbroek (1992) en Cornell en Sirri (1992)). De onmiddellijke bekendmaking -hoe edel dit streven ook moge zijn- is hier geen alternatief aangezien ze op dat ogenblik materieel nog niet mogelijk is.

Een ander aspect van het efficiëntie-argument is het feit dat door het toelaten van handel met voorkennis een bijkomend communicatie-kanaal met de financiële markten zou ontstaan (Carlton en Fischel (1983)). Handel met voorkennis kan aldus een alternatieve wijze zijn om informatie mee te delen aan de financiële markten wanneer deze informatie niet op een effectieve wijze kan medegedeeld worden via een officieel persbericht omdat beleggers deze mededeling, weliswaar ten onrechte, als ongeloofwaardig beschouwen. Dit is vooral het geval met complexe en diffuse informatie die moeilijk te vatten is in een publieke mededeling (King en Roell (1988)). Dat een extra en zeer geloofwaardig communicatie-kanaal zeker geen overbodige luxe is, moge blijken uit de gevalstudie van CUC zoals uiteengezet door Healy en Palepu (1995).

Daar handel met voorkennis de efficiëntie van de aandelenmarkt ten goede komt, zal dit het vertrouwen van een rationele belegger in de aandelenmarkt niet kunnen schaden. Of een insider daardoor abnormale winsten kan behalen is voor hem irrelevant, want hijzelf zal

steeds het aandeel tegen de werkelijke economische waarde/prijs kunnen (ver)kopen. Een andere houding van een belegger zou weinig consequent zijn. Nochtans wordt het argument van vertrouwensschending veelvuldig gebruikt om handel met voorkennis strafbaar te stellen. Geen enkele empirische studie heeft echter een aantasting van het beleggersvertrouwen aangetoond indien insider trading zou toegelaten worden. Zo toont Young (1985) aan dat het aantal kleine beleggers op de Amerikaanse aandelenmarkten fors is toegenomen, alhoewel zich in dezelfde periode vele gevallen van handel met voorkennis voordeden.

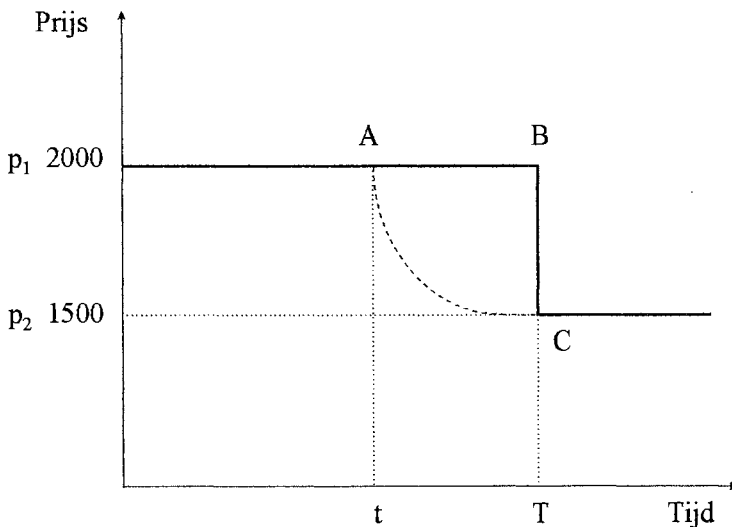
IV. BENADELING VAN DE TEGENPARTIJ

Een ander vaak aangehaald argument om handel met voorkennis te verbieden is het feit dat de insider zijn transactiepartij benadeelt. Ook S&V baseren zich veelvuldig op dit argument door te stellen dat "dergelijke transacties geschieden ten nadele van de tegenpartij die niet over deze bevoorrechte informatie beschikt (blz.105)." Nochtans heeft Engelen ((1996) en (1997c)) uitvoerig aangetoond dat de tegenpartij niet door de insiders benadeeld wordt en in tegendeel beter af is dan in de situatie waarin insiders geen gebruik maken van hun voorkennis. Neem bijvoorbeeld het geval van negatief nieuws m.b.t. de waarde van het aandeel. Hierbij kunnen insiders op basis van hun voorkennis een winst realiseren door het aandeel te verkopen vooraleer dit nieuws bekend wordt gemaakt (zie Figuur 1). Hierdoor zal de aandelenkoers p_1 dalen tussen het ogenblik t waarop zich de koersgevoelige gebeurtenis voordoet en het ogenblik T waarop de koersgevoelige informatie kan worden bekendgemaakt (zie streepjeslijn AC). Indien er geen handel met voorkennis plaatsvindt, zal de koers zich langs de lijn ABC bewegen en terugvallen op de koers p_2 . Veronderstel dat de oorspronkelijke koers op ogenblik t 2000 bedraagt. Op basis van het slechte nieuws gaan insiders hun aandelen verkopen zodat de prijs door het extra aanbod zal dalen. Stel dat een insider zijn aandeel voor 1700 aan zijn transactiepartij verkoopt. Nadien zal de koers verder dalen tot 1500. Hierdoor lijdt de tegenpartij een verlies van 200. Doch zonder de handel met voorkennis zou de tegenpartij het aandeel aan 2000 hebben gekocht en zou hij een verlies lijden van maar liefst 500! Juist door het extra aanbod van de insiders zijn de kopers beter af, wanneer zij ook zonder het optreden van de insider het aandeel zouden gekocht hebben. Analoog zal de waarde van een aandeel stijgen

bij goed nieuws. Opnieuw kan men aantonen dat "if insider trading increases share prices before the announcement, all current share holders who were planning to sell before the announcement are better off, (while the other ones are not made worse off) than if no such insider trading occurred (Vermaelen (1986), 439)". Gezien de tegenpartij niet door de insider benadeeld wordt, ondergraaft dit één van de fundamenteën in de redenering die door de auteurs is opgebouwd, waardoor veel van hun conclusies in het water vallen.

FIGUUR 1

Negatief nieuws m.b.t. waarde van het aandeel



Bron: Engelen (1996)

V. HANDEL MET VOORKENNIS ALS VERLONINGS-SYSTEEM

Terecht bekijken de auteurs handel met voorkennis als vergoeding voor het management. Deze problematiek dient met name in een ruimer corporate governance perspectief geplaatst te worden, hetgeen tot op heden in de Belgische context nog niet gebeurd was (Engelen (1997a)). Om de objectieven van het management en de aandeelhouders op één lijn te krijgen (i.e. het creëren van aandeelhouderswaar-

de) bestaan er diverse disciplineringsmechanismen: de productmarkt, de arbeidsmarkt voor managers, de kapitaalmarkt, de markt voor *corporate control*, het toezicht van de raad van bestuur en compensatiesystemen voor het management (Moerland (1995) en Van Hulle (1996)). Een van deze mechanismen is aldus het opzetten van verloningssystemen voor het management die gekoppeld zijn aan de evolutie van de waarde van de onderneming. Een van de mogelijke vormen van deze *equity-linked* compensatiesystemen is nu precies het toestaan van handel met voorkennis. Wat is het verschil tussen het toelaten van handel met voorkennis en het toekennen van aandelenopties vanuit een economisch standpunt³? Niemand zal ooit opwerpen dat vaste lonen, opties, bonussen, winstbewijzen en andere verloningssystemen insiders toelaten winst te maken ten koste van outsiders omdat deze bedragen anders naar de aandeelhouders zouden stromen (Carlton en Fischel (1983), 881). Waarom zou handel met voorkennis dan anders moeten behandeld worden? Toch stellen S&V dat "elke frank insiderwinst ook één frank minder koerswinst voor de aandeelhouders betekent (blz.118)." Deze redenering ontgaat mij helaas. Men kan net zo goed stellen dat het uitkeren van een vast loon ten koste gaat van de aandeelhouders omdat zij deze bedragen niet ontvangen. Het tegendeel is nochtans waar: managers worden hiermee beloond voor hun inspanningen, te weten het creëren van aandeelhouderswaarde. Door het opgeven van een deel vast loon in ruil voor een gedeelte variabel loon (in welke vorm ook) zal deze doelstelling beter gerealiseerd worden: Larcker (1983), Brickely, Bhagat en Lease (1985), Murphy (1985), Morck, Shleifer en Vishny (1988) en Mehran (1995) bevestigen de positieve relatie tussen het creëren van aandeelhouderswaarde en het gebruik van dergelijke *equity-linked* verloningssystemen. Indien de managers niet de gepaste vergoeding voor hun inspanningen zouden ontvangen, zal de creatie van aandeelhouderswaarde minder nagestreefd worden en zijn de aandeelhouders slechter af. Het argument dat managers door handel met voorkennis opbrengsten van de aandeelhouders "ontfutselen (blz.119)" lijkt hiermee niet meer overeen te blijven.

Opwerpen dat het toestaan van handel met voorkennis "niet de ideale manier is om managers te vergoeden (blz.122)" is onvoldoende als tegenargument daar geen enkel verloningssysteem perfect werkt. Immers, noch het gebruik van een vast loon, noch het gebruik van opties, noch het gebruik van winstbewijzen, enz. is dé ideale manier om managers te vergoeden. De enige relevante vraag is of dezelfde voor-

delen aan een lagere kost kunnen bekomen worden door middel van een andere verloningsstelsel dan handel met voorkennis. Zo lang dit niet is aangetoond (ook de auteurs tonen dit niet aan), kan men onmogelijk besluiten dat handel met voorkennis een inefficiënt verloningsstelsel is (Carlton en Fischel (1983))!

Opwerpen dat handel met voorkennis management zal aanzetten tot het selecteren van meer risicovolle projecten dan de aandeelhouders verkiezen, is in dit opzicht dan ook een onvoldoende argumentatie. Hetzelfde geldt misschien nog meer voor het toekennen van opties aan het management, gezien het asymmetrisch risicoprofiel van dergelijke instrumenten (DeFusco, Johnson en Zorn (1990)).

Kortom, door het toelaten van handel met voorkennis (gecombineerd met een lager vast loon) zullen aandeelhouders dus meer voordelen ontvangen in de vorm van een hogere aandelenkoers dan de situatie van een hoger vast loon gekoppeld aan een verbod op handel met voorkennis. Dit is het gevolg van enerzijds de hogere innovatieve en ondernemende input van het management en anderzijds van de wijze van verloning die ervoor zorgt dat het management meer gericht is op het creëren van aandeelhouderswaarde. Het blijkt aldus dat aandeelhouders meer netto-baten heeft bij het toelaten van handel met voorkennis (Manne (1966) en Noe (1997)).

Het klassieke tegenargument voor handel met voorkennis als verloningsstelsel, is het feit dat het management gemakkelijk negatief nieuws kan creëren en dat ze vervolgens deze koersdaling kan uitbuiten door aan short-selling te doen. Dit argument kan nochtans eenvoudig weerlegd worden aan de hand van twee andere disciplineringsmechanismen voor het management. Ten eerste is er de arbeidsmarkt voor managers (Fama (1980)) die managers ervan weerhoudt om waardevernietigende strategieën te volgen omdat hun reputatie als manager en de waarde van hun human-capital op het spel staat. Aanvoeren dat enkel de aandeelhouders en niet de managers een risico lopen bij dergelijke verloningsstelsels, gaat voorbij aan het risico voor het human-capital van de managers, hetgeen in tegenstelling tot de risico's van de aandeelhouders een specifiek en niet-diversifieerbaar risico vormt. Ten tweede is er het disciplineringsmechanisme van de markt voor *corporate control*. Ook in België bestaat er een dergelijke markt, namelijk de markt in controlepakketten. Renneboog (1996) toont duidelijk aan dat er een markt bestaat in aandelen van slecht presterende ondernemingen, waarbij het management na een dergelijke verkoop de laan wordt uitgestuurd. Dergelijk disciplineringsme-

chanisme van de markt voor *corporate control* zal het management verhinderen om de waarde van de onderneming te vernietigen. Bovendien worden zulke acties vanwege het management ook verhinderd door hun bestuurdersaansprakelijkheid overeenkomstig artikel 62 van de Vennootschapswet en een mogelijke minderheidsvordering overeenkomstig artikel 66bis Vennootschapswet. Daarnaast voert Macey (1991) aan dat dit effect van het uitbuiten van negatief nieuws gemakkelijk kan opgevangen worden door het management een verbod op te leggen om te verhandelen op basis van negatief nieuws (i.e. een verbod op short-selling). Hiermee worden de voordelen toegeschreven aan insider trading behouden, maar worden de eventuele nadelen vermeden.

Als ultiem overtuigingsargument hanteren de auteurs de studie van Madhavan en Masson (1990) waarbij, aldus Sercu en Vanherpe, "zij geen empirische bevestiging vinden van de Manne-hypothese dat méér handel met voorkennis gepaard gaat met hogere beurskapitalisatie (blz.122)." Mijns inziens kan de aangehaalde studie niet tot deze conclusie leiden. Immers, deze empirische studie onderzoekt de transacties vermeld in de *Official Summary of Security Transactions and Holdings*. Het betreft hier geenszins transacties op basis van handel met voorkennis; deze transacties moeten gerapporteerd worden overeenkomstig de beursregulering omdat het hier aan- of verkopen betreffen door insiders in aandelen van de eigen onderneming. Per definitie betreft het hier aldus transacties *zonder* voorkennis. Hieruit volgt dat de conclusie die S&V trekken, geenszins vanzelfsprekend is en moeilijk kan dienen als empirisch ondersteuning van hun stelling.

VI. LIQUIDITEITSPROBLEEM

Met de auteurs ga ik akkoord dat marktmakers een ruimere bid-ask spread hanteren wanneer ze vermoeden dat er handel met voorkennis optreedt (Engelen (1996)); zie bijvoorbeeld Bagehot (1971), Benston en Hagerman (1974), Copeland en Galai (1983), Amihud en Mendelson (1986) en King en Roell (1988). Nochtans zijn de conclusies van S&V dat de "er een vrij grote consensus bestaat dat handel met voorkennis een negatief effect heeft op de liquiditeit (blz.127)" en dat "de liquiditeit daalt omwille van handel met voorkennis ook geldt in een ordergestuurde markt (blz.129)" enigszins voorbarig aangezien er minstens evenveel studies het tegendeel beweren (zie bijvoorbeeld Grossman (1986); Holden en Subrahmanyam (1992); Cor-

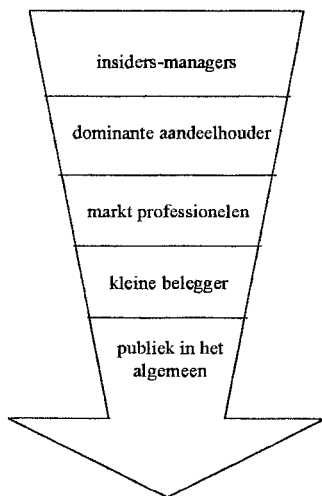
nell en Sirri (1992) en Kabir en Vermaelen (1996)). Immers het argument dat het bannen van handel met voorkennis de liquiditeit verhoogt, gaat voorbij aan de liquiditeitsverhogende rol van de insiders zelf en van het optreden in hun zog van "noise traders". Uiteindelijk is het effect van handel met voorkennis moeilijk theoretisch te voorspellen (afhankelijk van de gehanteerde assumpties en de marktparticipanten), zodat deze problematiek vooral een empirische zaak is. Zo wijzen Kabir en Vermaelen (1996) zelfs op een daling van de liquiditeit ingeval handel met voorkennis niet toegelaten is.

VII. INFORMATIEDOORSTROMINGSPROCES

In het grootste deel van hun uiteenzetting vertrekken S&V impliciet van de veronderstelling dat winsten op de beurs gelijk en lukraak verdeeld zijn over alle marktpartijen indien handel met voorkennis niet voorkomt. Nochtans zal de kleine belegger geen enkel voordeel halen uit een verbod op handel met voorkennis. Het veelal aangehaalde argument van gelijke toegang tot de informatie voor alle beleggers is immers een idee-fixe (Engelen (1996) en (1997a))⁴.

FIGUUR 2

Mogelijk informatie-doorstromingsproces



Bron: Engelen (1996)

Terecht wijzen de auteurs er vervolgens op dat er in werkelijkheid immers een continuüm van geïnformeerde marktpartijen bestaat, gaande van zeer goed geïnformeerd tot zeer slecht geïnformeerd (zie Figuur 2). Marktprofessionelen zijn zelfs gespecialiseerd in het verwerven van nieuwe informatie om zich hierdoor te differentiëren van andere marktpartijen en juist hierdoor een hogere winst te behalen. Omdat marktprofessionelen zich steeds in een positie bevinden waarin ze sneller dan de gemiddelde marktdeelnemer kunnen inspelen op nieuwe informatie, zullen het voornamelijk deze marktprofessionelen zijn (en niet de kleine belegger) die bevoordeeld zijn bij een verbod op handel met voorkennis.

VIII. BESLUIT

Kortom, de voordelen van het toelaten van handel met voorkennis zijn voor de kleine belegger legio: een efficiëntere kapitaalmarkt, geen benadeling van de tegenpartij, een meer innovatieve en "entrepreneurs" input van het management, een bijkomend verloningssysteem (gekoppeld aan een lager vast loon), geen wijdere bid-ask spread op de Brusselse beurs. Bij een verbod op handel met voorkennis verliest de kleine belegger vele van deze voordelen, maar zal hij niets in de plaats krijgen aangezien de marktprofessionelen hem steeds voor zullen zijn bij het verwerken van de informatie.

NOTEN

1. Zie bijvoorbeeld: Commissie voor het Bank- en Financieuzen, *Jaarverslag* (1970-71), blz.146-147; (1971-72), blz.170 en (1987-88), blz.91.
2. K.B. van 3 juli 1996 betreffende de verplichtingen inzake occasionele informatie van emitenten waarvan de financiële instrumenten zijn opgenomen in de eerste markt en de nieuwe markt van een effectenbeurs, *B.S.*, 6 juli 1996, gewijzigd door het K.B. van 13 januari 1997, *B.S.*, 25 januari 1997 en het K.B. van 9 juni 1997, *B.S.*, juli 1997, errata, *B.S.*, 12 september 1997.
3. Inzake het verschil in werking tussen bijvoorbeeld het toekennen van aandelenopties en het toelaten van handel met voorkennis, zou men kunnen argumenteren dat houders van aandelenopties impliciet (*theta*) of expliciet (bijvoorbeeld *restricted stock*) aangehouden respectievelijk gedwongen worden om de opties lange tijd aan te houden en niet te profiteren van toevallige afwijkingen van de juiste prijs van het aandeel. Hierdoor zouden aandelenopties beter de lange termijn doelstellingen van de onderneming bevorderen. Nochtans kan hetzelfde bekomen worden door het toelaten van handel met voorkennis. Net als bij opties, kan ook in dit mechanisme een rem op korte termijn acties vanwege het management worden gezet. Zo kunnen, naar analogie met sectie 16(b) van de Amerikaanse Securities Exchange Act van 1934, zogenaamde "short swing profits" verboden worden. Dit verbod viseert winsten behaald door ondernemingsinsiders uit koop- en verkooptransacties (of omgekeerd) van aandelen waartussen een termijn

- van minder dan zes maanden ligt. Op deze manier kan ook handel met voorkennis perfect verzoend worden met een lange termijn ondernemingsdoelstelling.
4. Zo verwiert ook het Amerikaanse *Supreme Court* de informatie-gelijkheid tussen de diverse marktpartijen als argumentatie tegen handel met voorkennis in de *Chiarella* en *Dirks*-zaken. Of zoals Cox ((1986), 631) stelt: "The utopian dream of information parity among investors was short lived, however. Two Supreme Court decisions (*Chiarella* and *Dirks*) have revolutionized the rules application."

REFERENTIES

- Amihud, J. en H. Mendelsohn, 1986, Asset Pricing and the Bid-Ask Spread, *Journal of Financial Economics* 17, 223-249.
- Bagehot, W., 1971, The Only Game in Town, *Financial Analyst Journal*, 12-14.
- Benston, G. en Hagerman, R., 1974, Determinants of Bid-Ask Spreads in the OTC-Market, *Journal of Financial Economics*, 353 e.v.
- Brickley, J., S.Bhagat en R.Lease, 1985, The Impact of Long Range Managerial Compensation Plans on Shareholders' Wealth, *Journal of Accounting and Economics*, april, 115-129.
- Carlton, D.W. en D.R. Fischel, 1983, The Regulation of Insider Trading, *Stanford Law Review*.35, 857-895.
- Copeland, T. en Galai, D., 1983, Information Effects on the Bid-Ask Spread, *Journal of Finance*, 1457 e.v.
- Cornell, B. en E. Sirri, 1992, The Reaction of Investors and Stock Prices to Insider Trading, *Journal of Finance*, 1031-1060.
- Cox, J.D., 1986, Insider Trading and Contracting: a Critical Response to the Chicago School, *Duke Law Journal*, 628-659.
- DeFusco, R., R. Johnson en T. Zorn, 1990, The Effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders, *Journal of Finance*, 617-628.
- Dooley, M.P., 1980, Enforcement of Insider Trading Restrictions, *Virginia Law Review*.66, 1-89.
- Engelen, P.J., 1996, De regelgeving omtrent handel met voorkennis: een juridisch-economische benadering, *KB-weekberichten* 51, 24, 1-7.
- Engelen, P.J., 1997a, In Defense of Insider Trading, UFSIA, Departement Bedrijfsconomie, Working paper 97-247, april, 22 blz.
- Engelen, P.J., 1997b, Is the Enforcement of Insider Trading Regulation Enforceable?, *European Journal of Crime, Criminal Law and Criminal Justice*.5, 2, 105-111.
- Engelen, P.J., 1997c, In Defense of Insider Trading, An Economic Analysis of Belgian Insider Trading Regulation, *Cahiers Economiques de Bruxelles*, nr.156, 349-372.
- Engelen, P.J., 1997d, Handel met voorkennis koud kunstje, *De Standaard*, 12 december.
- Fama, E., 1980, Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy*, 288-307.
- Grossman, S., 1986, An Analysis of the Role of Insider Trading on Futures Markets, *Journal of Business*, 129-146.
- Haddock, D. en J. Macey, 1986, A Coasian Model of Insider Trading, *Northwestern University Law Review*, 1449-1472.
- Haddock, D.D. en J.R. Macey, 1987, Regulation on Demand: a Private Interest Model, with an Application to Insider Trading Regulation, *Journal of Law and Economics* 30, 311-352.
- Healy, P.M. en K.G. Palepu, 1995, The Challenges of Investor Communication. The Case of CUC International, Inc., *Journal of Financial Economics*.38, 111-140.
- Holden, C. en A. Subrahmanyam, 1992, Long-Lived Private Information and Imperfect Competition, *Journal of Finance*, 247-270.
- Kabir, R. en T.Vermaelen, 1996, Insider Trading Restrictions and the Stock Market: Evidence from the Amsterdam Stock Exchange, *European Economic Review*.40, 1594-1603.
- King, M. en A.Roell, 1988, Insider Trading, *Economic Policy*.6, 165-187.

- Larcker, D., 1983, The Association Between Performance Plan Adoption and Corporate Capital Investment, *Journal of Accounting and Economics*, april, 3-30.
- Macey, J., 1991, Insider Trading: Economics, Politics, and Policy, (Washington D.C., AEI Press).
- Madhavan, A. en R. Masson, 1991, Insider Trading and the Value of the Firm, *Journal of Industrial Economics*, 333-481.
- Manne, H.G., 1970, Insider Trading and the Law Professors, *Vanderbilt Law Review*, 23, 547.
- Manne, H.G., 1965, Mergers and the Market for Corporate Control, *Journal of Political Economy*, 110-120.
- Manne, H.G., 1966, Insider Trading and the Stock Market, (New York, Free Press), 189 blz.
- Mehran, H., 1995, Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance, *Journal of Financial Economics*.38, 2 e.v.
- Meulbroeck, L., 1992, An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading, *Journal of Finance*, 1611-1699.
- Moerland, P.W., 1995, Alternative Disciplinary Mechanisms in Different Corporate Systems, *Journal of Economic Behavior and Organisation*.26, 17-34.
- Morck, R., A. Shleifer en R.W. Vishny, 1988, Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, 293-315.
- Murphy, K., 1985, Corporate Performance and Managerial Remuneration: an Empirical Analysis, *Journal of Accounting and Economics*, 179-203.
- Noe, T.H., 1997, Insider Trading and the Problem of Corporate Agency, *The Journal of Law, Economics, and Organization* 13, 2, 287-318.
- Renneboog, L., 1996, Ownership, Managerial Control and the Governance of Companies Listed on the Brussels Stock exchange, KUL, Departement TEW, onderzoeksrapport 635, 37 blz.
- Van Hulle, C., 1996, Corporate Governance: een overzicht van disciplineringsmechanismen en empirische evidentie, *Tijdschrift voor Economie en Management* 41, 1, 81-129.
- Vermaelen, T., 1986, Encouraging Information Disclosure, *Tijdschrift voor Economie en Management* 31, 4, 435-449.
- Young, S.D., 1985, Insider Trading: Why the Concern?, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*.

Insider Trading: een economische beoordeling (repliek op Engelen's commentaar)

door P. SERCU* en G. VANHERPE*

I. INLEIDING

Wij danken collega Engelen voor zijn commentaar en de gelegenheid om die bezwaren te bespreken. In onze repliek volgen wij grotendeels de volgorde van zijn uiteenzetting.

II. OMSCHRIJVING

Akkoord met de kleine randbemerking: een verplichting om door te gaan met alle transakties die in de afwezigheid van geprivilegieerde informatie zouden gebeurd zijn is in realiteit weliswaar onafdwingbaar, maar conceptueel is het punt zeker korrekt.

III. HET EFFICIËNTIE-ARGUMENT

Hier ontsnapt Engelen's redenering ons helaas. Enerzijds postuleert hij dat het onmogelijk is het nieuws onmiddellijk te verspreiden. [Waarom? Langs de geschreven pers zal een mededelig inderdaad minstens een dag vereisen, maar men kan het nieuws ook langs de beurskanalen versturen en hiervoor zelfs de handel laten opschorten.] Anderzijds stelt hij dat de insiders dienaangaande geen keuze hebben omdat er een verplichting is om het nieuws onmiddellijk bekend te maken. Kortom, de verplichting tot onmiddellijke bekendmaking maakt het, volgens Engelen, de insiders onmogelijk het nieuws nóg vroeger bekend te maken? De kern van ons bezwaar is en blijft dat, als markt-

* Departement Toegepaste Economische Wetenschappen, K.U.Leuven, Leuven.

efficiëntie het criterium is, dan onmiddellijke bekendmaking mogelijk is, en effect sorteert op kortere tijd en met minder nadelige nevenverschijnselen dan via handel met voorkennis; Engelen's opwerping dat onmiddellijke bekendmaking ook *verplicht* is lijkt ons argument niet ontkrachten - integendeel.

De bewering dat insiders uit eigenbelang het nieuws zo snel mogelijk na hun transacties bekend zullen maken is onbewijsbaar: het kan optimaal zijn de handel te spreiden om de geïnformeerde orders te verbergen tussen *noise*- en liquiditeits-orders. De uitspraak klopt overigens weer niet met Engelen's eerdere bewering dat managers de timing der bekendmaking niet kunnen controleren¹. Zijn stelling dat "een rationale belegger [...] steeds het aandeel tegen de werkelijke economische waarde/prijs [zal] kunnen verkopen" gaat ook alleen op als de prijs waartegen insiders handelen óók onmiddellijk correct is - wat dan betekent dat handel met voorkennis niet lonend zou zijn en dus niet zou bestaan.

Engelen voert ook een signaal-argument aan. Als de informatie moeilijk te interpreteren is, of bij bekendmaking ("ten onrechte") ongelooftwaardig zou overkomen, en als het de bedoeling is een signaal over die informatie te geven, dan lijkt het ons logisch om eerst de informatie door te geven en daarna het signaal dat de interpretatie vergemakkelijkt. Omkering van de volgorde zorgt voor nodeloze verwarring en wantrouwen in de markt. Insiders hebben overigens niet de gewoonte hun transacties bekend te maken - behalve eventueel, en met heel wat vertraging, via de *Official Summary* in de VS - zodat hier weinig signaal-effecten kunnen verwacht worden.

Zijn empirische argumentatie overtuigt ons niet. De studie van Young bijvoorbeeld is *cum hoc ergo propter hoc*. In België viel het invoeren van de wetten op handel met voorkennis samen met sterke omzet-stijgingen, maar geen zinnig mens zal dat alleen, of zelfs maar hoofdzakelijk, aan die wetgeving toeschrijven.

IV. BENADELING VAN DE TEGENPARTIJ

Engelen herhaalt hier nogmaals het bekende efficiëntie-argument (Engelen (1996) en (1997c)) dat wijzelf al aanhaalden. Zijn impliciete veronderstelling blijft dat onmiddellijke bekendmaking niet mogelijk is, wat wij zoals gezegd betwisten.

V. HANDEL VAN VOORKENNIS ALS VERLONING-SYSTEEM

- *Handel met voorkennis gaat ten koste van de aandeelhouders.* Ons argument dat "elke frank insider-winst ook één frank minder koerswinst voor de aandeelhouders betekent" is alleen een kritiek op de stelling dat handel met voorkennis automatisch de belangen van insiders en aandeelhouders aligneert. Voor onszelf leek het evident dat elke frank loon of bonus ook ten koste van de aandeelhouders gaat. Bij handel met voorkennis (waarvan de kosten niet in de boekhouding terug te vinden zijn) is dat effect gewoonweg minder evident, en werd daarom expliciet door ons vermeld.
- *Insider trading versus andere vormen van equity-linked verloning.* Engelen's vergelijking tussen enerzijds vast loon, en anderzijds vast loon met de mogelijkheid van handel met voorkennis, is misleidend omdat het voorbijgaat aan andere vormen van *equity-linked* verloning die gelijkaardige incentive-effecten hebben met minder ongewenste nevenverschijnselen. Wij herhalen enkele cruciale verschillen. (a) Bonussen, opties, e.d. zijn met de algemene vergadering overeengekomen op een niveau dat beide partijen redelijk vinden. Bij handel met voorkennis daarentegen heeft de algemene vergadering geen enkele controle over de beloning die insiders incasseren. (b) Bij handel met voorkennis kan men ook winnen bij slecht nieuws, wat niet de bedoeling is. Geen enkel bedrijf denkt er bijvoorbeeld aan om *put* opties in zijn stock-option plan te stoppen. (c) Opties zijn langlopend en niet onmiddellijk uitoefenbaar, en creëren daarom een lange-termijn-band met het bedrijf.
- *Koersmanipulatie.* Engelen argumenteert verder dat koersmanipulatie niet kan bestaan, omdat managers er op lange termijn nadeel van ondervinden. Zijn geloof in de efficiëntie en precisie van economische en juridische disciplineringsmechanismen, en in het gemak waarmee men handel met voorkennis of koersmanipulatie kan bewijzen siert hem wellicht, maar lijkt wat naief: volgens die redenering kan bijvoorbeeld geen enkele vorm van misdaad bestaan omdat misdaad strafbaar is.

Een verbod op shortselling volstaat hier overigens niet, omdat koersmanipulatie ook *à la hausse* kan, en omdat bij *à-la-baisse*-manipulatie de insider ook *long* posities kan reduceren. Als Engelen, bij zijn omschrijving van handel met voorkennis, "niet doen wat men anders zou gedaan hebben" in principe vergelijkbaar vindt met "doen

wat men anders niet zou gedaan hebben”, dan moet de gelijkenis tussen verkopen en short-gaan a fortiori duidelijk zijn.

- *De Official Summary*. Wij hebben zelf gesteld dat de transacties in de Official Summary niet samenvallen met insider trades: “Weliswaar kan men nooit onomstootbaar bewijzen dat [door insiders behaalde overwinst] te maken heeft met geprivilegieerde informatie eerder dan met een betere interpretatie van algemeen beschikbare informatie, maar anderzijds lijkt het ook redelijk aan te nemen dat heel wat echte handel met voorkennis, als die gebeurt, via stromannen plaatsgrijpt en dus niet in de Official Summary zichtbaar wordt.” Stellen, zoals Engelen, dat per definitie geen enkele *insider-trade* in de Official Summary voorkomt, lijkt echter overdreven; dit zou alleen waar zijn als elke illegitieme transactie met zekerheid ontdekt, bewezen, en bestraft wordt én als handelen via stromannen volledig veilig is. In de praktijk zal de insider-trader de kansen en risico’s afwegen.

Het is uiteraard correct te stellen dat, omwille van de aanwezigheid van veel niet-geprivilegieerde transacties, de statistische kracht van de test van Madhavan en Masson (1991) laag is. En elke statisticus weet dat afwezigheid van significante evidentie niet betekent dat er niets aan de hand is. De term “ultiem overtuigingsargument” is van Engelen, niet van ons. Het bezwaar van lage statistische kracht gaat overigens evenzeer op tegen Engelen’s argument dat “geen enkele empirische studie echter een aantasting van het beleggersvertrouwen [heeft] aangetoond.”

VI. INFORMATIEDOORSTROMINGSPROCES

Engelen herhaalt hier wat wij zelf stellen, zij het met toevoeging van een leuke grafiek (uit Engelen (1996) en (1997a)). Laat ons hier het volgende aan toevoegen. Zelfs als kleine beleggers benadeeld blijven tegenover professionele adviseurs of fondsbeheerders is er toch een principieel verschil tussen die professionelen en insiders. De professionelen spelen op een competitief veld, en hun contractuele opdracht is informatie bijeen te zoeken en te gebruiken namens de kleine beleggers die hen kapitaal toevertrouwd hebben. Die professionelen doen dit openlijk en worden daarvoor overigens betaald, wat aanduidt dat hun rol als positief ervaren wordt. Insiders daarentegen spelen niet op een competitief veld, en handelen niet in opdracht van de

kleine belegger - integendeel, want handel met voorkennis wordt door velen als onfair en onethisch beschouwd.

VI. ENGELLEN'S CONCLUSIE

- De door Engelen aangehaalde voordelen van een efficiëntere kapitaalmarkt en betere *incentives* voor het management gelden alleen als onmiddellijke bekendmaking en andere *equity-linked* verloningssystemen weg-verondersteld worden.
- Gegeven dat de informatie kan bekendgemaakt worden, veronderstelt het beweerde "voordeel" van "geen benadeling van de tegenpartij" dat de insiders aan de correcte prijs handelen, wat zou betekenen dat ze níet handelen omdat er geen winst meer overblijft.
- "Geen wijdere bid-ask spread op de Brusselse Beurs" is per definitie juist, maar irrelevant omdat in een ordergestuurde markt *adverse selection* rechtstreeks ten nadele van de belegger gaat in plaats van via de marge van de markthouder.
- "Professionelen zijn de [kleine belegger] steeds voor." Kleine beleggers hebben echter geen bezwaar tegen professionelen; integendeel, zij zijn bereid de professionelen voor hun inspanning te betalen.

NOTEN

1. Figuur 1 suggereert verder dat ook hijzelf niet gelooft dat er onmiddellijke bekendmaking is na de insider trades: hij tekent een geleidelijke aanpassing.

REFERENTIES

- Engelen, P.J., 1996, De regelgeving omtrent handel met voorkennis: een juridisch-economische benadering, *KB-weekberichten* 51, 24, 1-7.
- Engelen, P.J., 1997a, In Defense of Insider Trading, UFSIA, Departement Bedrijfseconomie Working Paper 97-247, april, 22 blz.
- Engelen, P.J., 1997c, In Defense of Insider Trading. An Economic Analysis of Belgian Insider Trading Regulation, *Cahiers Economiques de Bruxelles*, 156, 349-372.
- Madhavan, A. en R. Masson, 1991, Insider Trading and the Value of the Firm, *Journal of Industrial Economics*, 333-481.