

# 10 Jahre Directors' Dealings in Deutschland

Gesetzliche Regelungen, empirische Entwicklung und Forschungsstand



*Helge Hussmann und Christian Fieberg*

Directors' Dealings, empirische Kapitalmarktforschung, Insiderhandel, Markteffizienz, Wertpapierhandelsgesetz, Ereignisstudie

*Directors' dealings, empirical research on capital markets, insider trading, market efficiency, German securities trading act, event study*

In Deutschland existiert seit dem 1.7.2002 eine gesetzliche Meldepflicht für Wertpapiergeschäfte von Unternehmensinsidern (sog. Directors' Dealings). Zum Anlass des zehnjährigen Bestehens dieser Regelung beschreibt der vorliegende Beitrag den Stand und die gesetzliche Entwicklung der in § 15a Wertpapierhandelsgesetz kodifizierten Vorschrift, fasst die bisherigen Forschungserkenntnisse zusammen und gibt einen Überblick über die empirische Entwicklung meldepflichtiger Transaktionen.



*Since 1.7.2002 corporate insiders in Germany are obliged to report trades in their own company shares (directors' dealings). On the occasion of the ten-year existence of this obligation this paper shows the current state of the legislation and its regulatory developments in § 15a German securities trading act. Further this paper summarizes research findings and gives an overview of the empirical development of directors' dealings.*

## 1 Einführung

Die Problematik des Insiderhandels ist schon seit dem Beginn der Industrialisierung Anfang des 19. Jahrhunderts bekannt. So wusste bereits *Hansemann* (1837, 114): „Die Wahrscheinlichkeit des Steigens oder Fallens des Aktienkurses kann von den Verwaltern zuerst erkannt, und dadurch Gewinn vom Aktien-Handel erzielt werden.“ Ursächlich hierfür ist die Informationsasymmetrie, welche zwischen der durch Vorstand und Aufsichtsrat repräsentierten Leitungsmacht auf der einen Seite und dem durch Aktionäre repräsentierten Eigentum auf der anderen Seite vorherrscht. Letztgenannte können zwar über Wertsteigerungen und Dividenden der gehaltenen Anteile an der wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens partizipieren, sind jedoch nur in Ausnahmefällen selbst Teil der geschäftsführenden Organschaften (*Riedl* 2008, 1). Der Informationsvorsprung von Unternehmensinsidern gegenüber anderen Kapitalmarktteilnehmern bedarf gesetzlicher Regelungen. Ohne derartige Regelungen ist von rational handelnden Insidern eine Ausnutzung privater Informationen zu Ungunsten aller anderen Kapitalmarktteilnehmer zu erwarten, da die Analysen Letzterer ausschliesslich auf öffentlich verfügbaren Informationen beru-

hen (Rau 2004, 1). Die Ausnutzung von Insiderinformationen ist folglich auf einem Großteil der Kapitalmärkte untersagt.<sup>1</sup>

Seinen Ursprung nahm die Regulierung des Insiderhandels in den USA. Nach dem Börsencrash von 1929 veränderte sich der Blickwinkel auf Eigengeschäfte von Unternehmensinsidern. Während zuvor Eigengeschäfte von Führungskräften als legitime Art der Kompensation für ihre Tätigkeit angesehen wurden, untersagte man im Rahmen der New Deal Legislation die Ausnutzung von Insiderinformationen bei Wertpapiergeschäften (Fischer zu Cramburg/Hannich 2002, 11f.). Zudem wurden Führungskräfte und Mehrheitsaktionäre verpflichtet Geschäfte und Bestände von Wertpapieren der eigenen Unternehmung der U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) zu melden.<sup>2</sup> Das deutsche Pendant zur US-amerikanischen Meldepflicht trat am 1.7.2002 mit dem vierten Finanzmarktförderungsgesetz in Kraft, welches in § 15a Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) eine Melde- und Publizitätspflicht für Wertpapiergeschäfte von Unternehmensinsidern (sog. Directors' Dealings) erstmals gesetzlich verankert.<sup>3</sup> Hiernach sind Geschäfte in Wertpapieren der eigenen Gesellschaft oder in sich darauf beziehenden Finanzinstrumenten der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zu melden.

Dieser Beitrag nimmt das zehnjährige Bestehen der gesetzlichen Meldepflicht von Directors' Dealings in Deutschland am 1.7.2012 zum Anlass die Entwicklung des meldepflichtigen Insiderhandels im Zeitablauf näher zu beleuchten. Dabei wird insbesondere den Fragen nachgegangen, ob es in Deutschland überhaupt einen Regelungsbedarf gibt und ob dem mit den Regelungen verfolgten Zweck Rechnung getragen werden konnte. Hierfür ist zunächst die Entwicklung der gesetzlichen Regelungen zu skizzieren. Auf Grundlage der in der Literatur erzielten Ergebnisse kann dann analysiert werden, inwieweit ein Regelungsanlass, eine von Unternehmensinsidern ausgenutzte Informationsasymmetrie zwischen Unternehmensinsidern und allen anderen Kapitalmarktteilnehmern, überhaupt besteht. Es zeigt sich, dass Unternehmensinsider nach wie vor in der Lage sind nach Kauf- als auch nach Verkaufstransaktionen abnormale Renditen zu erzielen. Es kann weiter gezeigt werden, dass Unternehmensoutsider nicht in der Lage sind an den von Unternehmensinsidern erzielten abnormalen Renditen in gleichem Masse zu partizipieren. Insofern ist davon auszugehen, dass in Deutschland ein (anhaltender) Regelungsbedarf besteht um dem mit den Regelungen verfolgten Zweck Rechnung tragen zu können.

Zunächst werden in Kapitel 2 die gesetzlichen Regelungen analysiert. Hierbei werden sowohl der derzeitige Stand der gesetzlichen Rahmenbedingungen als auch deren Entwicklung betrachtet. Kapitel 3 widmet sich dem Stand der bisherigen Forschung zur Entwicklung der abnormalen Renditen infolge von Directors' Dealings in Deutschland. Kapitel 4 fokussiert sich auf die Entwicklung von Directors' Dealings innerhalb der letzten zehn Jahre. Hierbei werden sowohl die Entwicklung von Transaktionscharakteristika als auch die Höhe der abnormalen Renditen nach Eigengeschäften betrachtet. Kapitel 5 fasst zusammen.

1 Eine gesetzliche Regelung des Insiderhandels existiert in über 85 Staaten (Etebari et al. 2004, 48).

2 Zu den Publizitätspflichten vgl. Bettis et al. (1998, 54).

3 Privatrechtlich bestand eine Veröffentlichungspflicht für Vorstände von am neuen Markt gelisteten Unternehmen bereits seit dem 1.3.2001. Diese kann trotz einiger wesentlicher Unterschiede als Vorbild des § 15a WpHG angesehen werden (Letzel 2002, 863).

## 2 Regularien des § 15a WpHG

Mit Inkrafttreten des vierten Finanzmarktförderungsgesetzes zum 1.7.2002 besteht eine Mitteilungspflicht für Organmitglieder und persönlich haftende Gesellschafter (sowie deren nahestehende Angehörige)<sup>4</sup> von Unternehmen, deren Wertpapiere zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind.<sup>5</sup> Hiernach sind die genannten Personen verpflichtet Transaktionen in Aktien sowie in derivativen Finanzinstrumenten, deren Wertentwicklung massgeblich vom Kurs der Aktie beeinflusst wird, unverzüglich der BaFin mitzuteilen. Dabei sind einmalige Kleinstransaktionen mit einem Volumen kleiner 25.000 Euro sowie mehrmalige Kleinstransaktionen, welche kumulativ 25.000 Euro innerhalb von 30 Tagen nicht übersteigen, von der Mitteilungspflicht befreit (sogenannte Bagatellgrenze).

Durch die Umsetzung europäischer Vorgaben durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG) wurde § 15a WpHG zum 30.10.2004 in wesentlichen Teilen novelliert. Neben der Erweiterung des meldepflichtigen Personenkreises und der Absenkung der Bagatellgrenze wurde im Rahmen des AnSVG die Mitteilungsfrist konkretisiert. Hiernach sind meldepflichtige Transaktionen innerhalb von fünf Werktagen der BaFin zu melden. Die Bagatellgrenze wurde bei ein- und mehrmaligen Kleinstransaktionen auf 5.000 Euro herabgesetzt und die Zeitspanne für mehrmalige Kleinstransaktionen von 30 Tagen auf ein Kalenderjahr ausgedehnt. Der meldepflichtige Personenkreis wurde um sonstige Personen erweitert, welche regelmässig Zugang zu Insiderinformationen haben und zu wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen ermächtigt sind. Die Novellierung des § 15a WpHG durch das AnSVG umfasst auch die Meldepflicht für Verwandte ersten Grades. Hiernach sind ausschliesslich unterhaltsberechtigte Kinder sowie Verwandte, die seit mindestens einem Jahr in demselben Haushalt wohnen, mitteilungsspflichtig. Des Weiteren dehnt sich der personelle Anwendungsbereich nun auch auf juristische Personen aus, welche von den bereits genannten meldepflichtigen Personen kontrolliert werden, welche für sie gegründet wurden oder deren wirtschaftliche Interessen weitgehend kongruent sind.

Am 20.1.2007 trat das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz in Kraft, das die Publizitätsvorschriften von Directors' Dealings erweitert. So sind meldepflichtige Wertpapiergeschäfte neben der BaFin ebenfalls dem am 1.1.2007 neu eingeführten Unternehmensregister zu übermitteln. Weiter ist die europaweite Verbreitung im Sinne des § 3a Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisordnung (WpAIV) zu beachten. Insgesamt zeigt sich, dass die gesetzlichen Regelungen zu Directors' Dealings in den zehn Jahren seit Einführung deutlich verschärft worden sind. Nach Darstellung der Entwicklung der gesetzlichen Regelungen zu Directors' Dealings in Deutschland stellt sich nun die Frage, ob ein Regelungsanlass, namentlich die Informationsasymmetrie zwischen Unternehmensinsidern und allen anderen Kapitalmarktteilnehmern, überhaupt besteht. Im Kapitel 3 wird dieser Fragestellung anhand der in der Literatur ermittelten abnormalen Renditen infolge von Directors' Dealings nachgegangen.

4 Hierzu zählen Ehepartner, Lebenspartner und Verwandte ersten Grades.

5 Durch das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 16.7.2007 fand eine Klarstellung des Inlandsbezugs statt. So besteht die Meldepflicht nur für Emittenten, deren Sitz sich in Deutschland befindet bzw. deren Sitz sich nicht im EWR oder EU-Raum befindet und Deutschland Herkunftsstaat im Sinne des Wertpapierprospektgesetzes ist.

### 3 Forschungsstand

Die gesetzliche Verpflichtung zur Veröffentlichung von Directors' Dealings jährt sich am 1.7.2012 zum zehnten Mal. Innerhalb dieses Zeitraums sind zahlreiche Ereignisstudien zu Directors' Dealings in Deutschland entstanden, die im Wesentlichen zwei Fälle unterscheiden: (1) abnormale Renditen nach Eigengeschäften von Insidern sowie (2) die Verwertbarkeit der veröffentlichten Informationen durch Outsider. Im ersten Fall wird der Transaktionsstag des Insiders als Ereignisstag verwendet. Hierbei steht insbesondere die Frage im Vordergrund, ob ein gesetzlicher Regelungsbedarf für Directors' Dealings in Deutschland überhaupt besteht. Können keine abnormalen Renditen festgestellt werden, so ist nicht von einer Informationsasymmetrie zwischen Unternehmensinsidern und dem Markt auszugehen, welche von den Unternehmensinsidern ausgenutzt wird. Im zweiten Fall findet der Veröffentlichungstag der meldepflichtigen Transaktion als Ereignisstag Verwendung. Hierbei steht die Frage im Vordergrund, ob eine zwischen Unternehmensinsidern und dem Markt bestehende und von den Unternehmensinsidern ausgenutzte Informationsasymmetrie durch die gesetzlichen Regelungen reduziert werden kann. Ist dies der Fall, so sollten entweder die abnormalen Renditen von Insidern durch die Einführung der gesetzlichen Regelungen verschwinden oder Outsider in gleichem Masse von abnormalen Renditen der Insider profitieren können.

Der Kursentwicklung nach Veröffentlichung von Directors' Dealings widmet sich u.a. die erste Untersuchung zu Directors' Dealings in Deutschland von *Rau* (2003). Er ermittelt insbesondere nach Verkaufsmittelungen negative abnormale Renditen. *Rau* (2003, 402) folgert, dass Wertpapierverkäufe von Unternehmensinsidern als Warnsignal für Anleger zu interpretieren sind. Es folgen zahlreiche weitere Studien, welche die ermittelten abnormalen Renditen näher analysieren. Dabei wird u.a. getestet, ob die Höhe der abnormalen Renditen durch unternehmens- oder insiderspezifische Faktoren beeinflusst wird. Es werden beispielsweise die Stellung des Insiders, die Marktkapitalisierung des Unternehmens und das Transaktionsvolumen als mögliche Einflussfaktoren in Betracht gezogen. Hinsichtlich der Stellung des Insiders wird angenommen, dass die abnormalen Renditen umso höher sind, je bedeutender die Position des Insiders ist. Bei Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung wird im Unterschied zu Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung angenommen, dass die Informationsasymmetrie zwischen meldepflichtigen Personen und dem Markt tendenziell grösser ist,<sup>6</sup> was zu einer höheren abnormalen Rendite von Unternehmen mit einer vergleichsweise geringen Marktkapitalisierung führen sollte. Des Weiteren wird in vielen Studien ein theoretischer Zusammenhang zwischen der Höhe der abnormalen Renditen und dem Transaktionsvolumen von meldepflichtigen Geschäften unterstellt.<sup>7</sup>

6 Erstens stehen grössere Unternehmen in einem höheren Umfang unter der Beobachtung von Anlegern, Analysten und Medien, und zweitens ist aufgrund der geringeren Unternehmensgrösse und Vorstandsgrösse die Erlangung und Beurteilung sämtlicher kursrelevanter Informationen für Unternehmensinsider einfacher (*Gregory et al.* 1994, 39).

7 Die Implikationen eines solchen Zusammenhangs werden in der Literatur jedoch uneinheitlich gesehen. Während *Rau* (2004) von einem negativen Zusammenhang zwischen dem Transaktionsvolumen und der Höhe der abnormalen Renditen meldepflichtiger Insidergeschäfte ausgeht, sieht *Riedl* (2008) auch die Möglichkeit eines positiven Zusammenhangs.

Autor	Untersuchungszeitraum	Datenquelle	Transaktionen	Kauftransaktionen	Verkaufstransaktionen	Renditeerwartungsmo- dell	Untersuchte Einflussfak- toren	Existenz ab- normaler Renditen nach Trans- aktion	Existenz ab- normaler Renditen nach Veröf- fentlichung
<i>Rau</i> (2003)	1.7.2002 bis 31.12.2002	BaFin	1.057	828	229	MM		---	K(+) V(-)
<i>Heidorn et al.</i> (2004)	1.7.2002 bis 9.3.2004	BaFin	1.382	731	651	MM KPM		K(+) V(-)	K(+) V(+/-)
<i>Rau</i> (2004)	1.7.2002 bis 31.12.2003	BaFin DGAP	2.507(BaFin) 392(DGAP)	1.675(BaFin) 240(DGAP)	1.229(BaFin) 151(DGAP)	MM	TV MV SdM	K(+) V(-)	K(+) V(-)
<i>Klinge et al.</i> (2005)	1.7.2002 bis 30.6.2004	BaFin	2.938 insge- samt 1.417 non overlap- ping	1.434 insge- samt 691 non overlap- ping	1.504 insge- samt 726 non overlap- ping	MM	TV MV SdM	K(+) V(-)	K(+) V(-)
<i>Tebroke/ Wollin</i> (2005)	1.7.2002 bis 30.6.2003	BaFin	847	612	235	MbM	TV MV SdM	---	K(+) V(+/-)
<i>Stotz</i> (2006)	1.7.2002 bis 7.7.2003	BaFin	976	787	189	MM	TV	K(+) V(-)	K(+) V(-)
<i>Aussenegg/ Ranzi</i> (2008)	2.7.2002 bis 12.12.2007	BaFin www.finanzen.net www.ariva.de	7.762	3.877	3.885	MM	TV MV	---	K(+) V(-)
<i>Dymke/ Walter</i> (2008)	1.7.2002 bis 30.4.2005	BaFin www.finanzen.net www.insiderdaten.de DGAP	2.657	1.402	1.255	MM	MV SdM	K(+) V(-)	---
<i>Riedl</i> (2008)	1.6.2006 bis 31.8.2007	BaFin	2.922	1.858	1.064	MM	TV MV SdM	K(+) V(-)	K(+) V(-)
<i>Betzer/ Theissen</i> (2009)	1.7.2002 bis 30.6.2004	BaFin	2.051 Han- delstage 1.355 Veröf- fentlichungs- tage	1.140 Han- delstage 728 Veröffentli- chungstage	911 Han- delstage 627 Veröffentli- chungstage	MM	TV MV SdM	K(+) V(-)	K(+) V(-)

Autor	Untersuchungszeitraum	Datenquelle	Transaktionen	Kauftransaktionen	Verkaufstransaktionen	Renditeerwartungsmodell	Untersuchte Einflussfaktoren	Existenz abnormaler Renditen nach Transaktion	Existenz abnormaler Renditen nach Veröffentlichung
<i>Betzer/ Theissen</i> (2010)	1.7.2002 bis 30.6.2004	BaFin	1.977	972	1.005	MM	TV MV SdM	---	K(+) V(-)
<i>Dickgiesser</i> (2010)	1.7.2002 bis 31.10.2007	BaFin, Worldscope, insiderdaten.de, ZiQ Research, Firmenwebadressen	5.128	2.782	2.346	MM	TV MV SdM	---	K(+) V(-)
<i>Dickgiesser/ Kaserer</i> (2010)	1.7.2002 bis 31.10.2007	BaFin, Worldscope, insiderdaten.de, ZiQ Research, Firmenwebadressen	5.128	2.782	2.346	MM	TV MV SdM	---	K(+) V(-)
<i>Dardas/ Güttler</i> (2011)	1.1.2003 bis 31.12.2009	ZiQ Research, Com-pustat	7.882	5.191	2.691	MM	TV MV SdM	---	K(+) V(-)
<i>Dymke</i> (2011)	1.7.2002 bis 30.4.2005	BaFin	3.079	1.643	1.436	MM	TV MV SdM	K(+) V(-)	K(+) V(-)

Folgende Abkürzungen werden verwendet: Marktmodell (MM), Marktbereinigtes Modell (MbM), Kontrollportfoliomodell (KPM), Transaktionsvolumen (TV), Marktkapitalisierung (MV), Stellung des Meldepflichtigen (SdM), "----" für "nicht untersucht", "K(+)" für "statistisch signifikant positive abnormale Rendite nach Kauftransaktionen", "V(-)" für "statistisch signifikant negative abnormale Rendite nach Verkaufstransaktionen", "V(+/-)" für "nicht statistisch signifikant abnormale Rendite nach Verkaufstransaktionen".

*Tabelle 1: Studien zu Directors' Dealings in Deutschland*

*Tabelle 1* fasst alle den Autoren bekannten Studien zusammen, welche die abnormalen Renditen infolge von Directors' Dealings in Deutschland untersuchen. Diese werden bezüglich Untersuchungszeitraum, Datenquelle, Transaktionsanzahl und Renditeerwartungsmodell unterschieden. Ebenso wird aufgezeigt, welche Studien die gängigsten Einflussfaktoren (Transaktionsvolumen, Marktkapitalisierung des Unternehmens und Stellung des Meldenden) als Erklärung für die Höhe der abnormalen Renditen untersuchen. Dabei zeigen acht Studien, dass Unternehmensinsider durch die Disposition ihrer Eigengeschäfte Renditen erzielen, die nicht in vollem Umfang durch das jeweils verwendete Renditeerwartungsmodell erklärt werden können. Auch die Verwendung der von der BaFin veröffentlichten Transaktion durch Unternehmensoutsider zieht statistisch signifikant abnormale Renditen nach sich, jedoch können *Heidorn et al.* (2004) und *Tebroke/Wollin* (2005) diese nur nach Kauftransaktionen nachweisen. *Dickgiesser* (2010) und *Dickgiesser/Kaserer* (2010) negieren dagegen die Existenz abnormaler Renditen für Unternehmensoutsider. Im Gegensatz zu anderen Studien berücksichtigen sie explizit die Kosten, welche durch die Replikation von Insidertransaktionen entstehen. Werden Transaktionskosten in der Berechnung berücksichtigt, verschwinden die abnormalen Renditen. Eine wertgenerierende Handelsstrategie auf Directors' Dealings ist ihnen zufolge nicht möglich. Zahlreiche Studien untersuchen ferner, inwieweit spezifische Transaktions- oder Unternehmenscharakteristika mit der Höhe der abnormalen Renditen in Zusammenhang stehen. Dabei können mehrere Einflussfaktoren identifiziert werden, welche die Höhe der abnormalen Renditen beeinflussen. In *Tabelle 1* werden ausschliesslich die in der Literatur am häufigsten untersuchten Faktoren Transaktionsvolumen, Marktkapitalisierung und Stellung des Meldenden erfasst. Zum Einfluss des Transaktionsvolumens auf die Höhe der abnormalen Renditen zeigen die bisherigen Studien ein uneinheitliches Bild. *Dickgiesser* (2010) stellt einen positiven Zusammenhang zwischen Transaktionsvolumen und abnormaler Rendite nach Käufen und einen negativen Zusammenhang zwischen Transaktionsvolumen und abnormaler Rendite nach Verkäufen fest. Hingegen stellt *Dymke* (2011) nach kleinen Kauftransaktionen bzw. grossen Verkaufstransaktionen hohe positive bzw. negative abnormale Renditen fest. Bei den weiteren Einflussfaktoren zeigt sich hingegen ein konsistentes Bild. So kann für die Höhe der abnormalen Renditen ein statistisch signifikant negativer Einfluss der Marktkapitalisierung ermittelt werden. Im Weiteren werden höhere abnormale Renditen ermittelt, sofern der meldepflichtige Insider Mitglied eines Leitungsorgans ist. Über die in *Tabelle 1* genannten Faktoren hinaus wurden zahlreiche weitere Faktoren untersucht. Nachfolgend werden die Faktoren kurz dargestellt, bei denen ein statistisch signifikanter Einfluss auf die Höhe der abnormalen Renditen nachgewiesen werden konnte. Nach *Riedl* (2008) geht ein hoher Streubesitz mit einem hohen Informationsgefälle einher, was zu einer stärkeren Kapitalmarktreaktion nach Veröffentlichung von Directors' Dealings führen sollte. Diese Hypothese können *Tebroke/Wollin* (2005) und *Riedl* (2008) für Kauftransaktionen bestätigen. Für das Terzil bzw. Quartil mit dem höchsten Streubesitz können 20 Tage nach Veröffentlichung positive abnormale Renditen ermittelt werden, welche oberhalb der anderen Terzile bzw. Quartile liegen. *Dardas/Güttler* (2011) finden auf dem deutschen Kapitalmarkt Evidenz, dass Käufe von Aktien mit einem hohen Buchwert-Marktwert-Verhältnis statistisch signifikant höhere abnormale Renditen nach sich ziehen als Käufe von Aktien mit einem niedrigen Buchwert-Marktwert-Verhältnis. Dies bestätigt ihre Vermutung, dass der Ankündigungseffekt in unterbewerteten Aktien stärker ausgeprägt ist als in Überbewerteten. Weiterhin hat der Zeitpunkt der Transaktion Ein-

fluss auf die Höhe der abnormalen Renditen. Liegen die Transaktionen vor Unternehmensveröffentlichungen, können *Betzer/Theissen* (2009) statistisch signifikant positive abnormale Renditen nachweisen,<sup>8</sup> was auf eine Ausnutzung von Insiderinformationen von Quartals- bzw. Jahresberichten hindeutet. *Dymke/Walter* (2008) können positive abnormale Renditen ebenfalls bei Insidergeschäften vor sonstigen ad-hoc-Veröffentlichungen nachweisen. Ein weiterer Faktor ist die Entwicklung der Renditen vor dem Ereignis. Nach *Dickgiesser/Kaserer* (2010) und *Klinge et al.* (2005) ist die Kursentwicklung vor der Transaktion negativ korreliert mit der Kursentwicklung nach der Transaktion. Zusammenfassend lässt sich konstatieren, dass die seit Einführung der Meldepflicht von Directors' Dealings im Jahr 2002 entstandenen Untersuchungen abnormale Renditen nach Transaktionstagen feststellen, was ein Indiz für eine herrschende Informationsasymmetrie zwischen Unternehmensinsidern und Unternehmensoutsidern ist. Unternehmensoutsidern ist eine Partizipation an den zunächst privaten Informationen nach ihrer Veröffentlichung dagegen nur zum Teil möglich. Insofern lässt sich festhalten, dass es zwar einen Bedarf für gesetzliche Regelungen zu Directors' Dealings in Deutschland gibt, diese ihrem Zweck aber nicht in vollem Umfang gerecht werden. Nach der Beschreibung der Entwicklung der gesetzlichen Regelungen im Kapitel 2 und der Analyse des Regelungsbedarfs und des Regelungszwecks im Kapitel 3 steht im Folgenden die Frage im Vordergrund, welches Ausmass von Transaktionen von den gesetzlichen Regelungen überhaupt betroffen ist und welche Charakteristika diese Transaktionen aufweisen.

## 4 Empirische Entwicklung von Directors' Dealings

### 4.1 Datenbasis

Die BaFin stellt die ihr gemeldeten Informationen mittels einer öffentlich zugänglichen Datenbank den Kapitalmarktteilnehmern zur Verfügung. Die Datenbank enthält dabei teilweise auch Mitteilungen, welche nicht durch die Regularien des § 15a WpHG verpflichtend sind.<sup>9</sup> Für den zehnjährigen Zeitraum 1.7.2002-30.6.2012 umfasst die Datenbank 33.837 Transaktionen, worunter auch der Handel und die Ausübung derivativer Finanzinstrumente fallen. Aufgrund der schwierigen Kategorisierung und vielfach unzureichender Informationen fokussieren sich die nachfolgenden Betrachtungen auf gewöhnliche Käufe und Verkäufe von Aktien. Bei Unvollständigkeit oder Unklarheit der Transaktionsdetails wird auf die Datenbank von [www.insiderdaten.de](http://www.insiderdaten.de) zurückgegriffen und es werden die betreffenden Daten bestmöglich korrigiert.

### 4.2 Empirische Entwicklung

Um die Entwicklung von Directors' Dealings innerhalb der vergangenen zehn Jahre darzustellen, bedarf es einiger Bereinigungen, die in *Tabelle 2* dargestellt sind.

8 Der Zeitraum vor Unternehmensveröffentlichungen entspricht den UK-Regularien, nach denen Directors' Dealings einen Monat vor der Veröffentlichung von Quartalsberichten und 2 Monate vor Jahresberichten untersagt sind.

9 Beispielsweise Transaktionen von Aktien, deren Emittent weder seinen Sitz im Inland hat noch Deutschland Herkunftsstaat im Sinne des Wertpapierprospektgesetzes ist, Anleihegeschäfte und Transaktionen in Indexfonds.

Grund der Eliminierung	Aussortierte Transaktionen	Verbleibende Transaktionen
Anfängliche Transaktionsanzahl	-	33.837
Eliminierung von Transaktionen in Unternehmen mit Sitz im Ausland	12.184	21.653
Eliminierung von Transaktionen, die nicht ordentliche Käufe oder Verkäufe von Aktien darstellen	1.776	19.877
Käufe/Verkäufe in gleichen Aktien, am gleichen Tag, in gleicher Höhe und zum gleichen Ausführungskurs werden als Duplikate erachtet und aus der Stichprobe entfernt	1.007	18.870

Tabelle 2: Datenbereinigung 1

Zunächst wird die hohe Anzahl von Transaktionen in Aktien ausländischer Unternehmen eliminiert, für die keine Mitteilungspflicht im Sinne des § 15a WpHG besteht. Desweiteren werden alle Transaktionen eliminiert, welche weder Käufe noch Verkäufe von Aktien darstellen.<sup>10</sup> Auch Duplikate werden aus der Stichprobe entfernt.<sup>11</sup> Die verbleibenden Transaktionen sind deskriptiv in *Tabelle 3* zusammengefasst. Diese zeigt die Entwicklung von Directors' Dealings in den vergangenen zehn Jahren in Bezug auf Anzahl der Transaktionen, durchschnittliches Transaktionsvolumen und durchschnittliche Dauer bis zur Veröffentlichung.

Die Gesamtzahl der gemeldeten Transaktionen steigt von 1.404 in 2002/2003 auf 2.431 im Jahr der Lehman-Pleite 2008/2009, anschliessend fällt die Transaktionsanzahl um etwa die Hälfte. Getragen wird der Anstieg von Kauftransaktionen, deren Anteil kontinuierlich steigt und im Jahr 2008/2009 mit 2.108 Transaktionen rund 87% aller Directors' Dealings ausmacht. In den sich anschliessenden Jahren der Finanzkrise zeigt sich hingegen eine deutliche Zurückhaltung meldepflichtiger Unternehmensinsider bei Aktienkäufen, deren Anzahl sich um rund 60% reduziert. Bei Verkäufen wird der Zenit bereits im Jahr 2004/2005 mit 1.296 Verkaufstransaktionen überschritten und sinkt dann auf 248 im Jahr 2011/2012. Die Transaktionsvolumen weisen dagegen im zeitlichen Verlauf keinen besonderen Trend auf. Zu erkennen ist jedoch, dass Verkaufstransaktionen ein deutlich höheres Handelsvolumen aufweisen als Kauftransaktionen. Über den gesamten Betrachtungszeitraum sind die Handelsvolumen der Verkaufstransaktionen mit durchschnittlich 147 Tsd. Euro mehr als doppelt so hoch wie die der Kauftransaktionen mit 71 Tsd. Euro. Die Meldedauer verringert sich im Zeitverlauf kontinuierlich von 14,0 Kalendertagen im ersten Jahr der Veröffentlichungspflicht auf 3,7 Kalendertage im zehnten Jahr. Dieser Trend ist sowohl bei Kauf- als auch bei Verkaufstransaktionen zu beobachten, wobei die hohen Werte bei Käufen in 2004/2005 und 2005/2006 durch einige wenige Transaktionen mit sehr hohen Meldedauern zustande kommen. Die in *Rau* (2003) ausgedrückte Kritik an der Länge der zeitlichen Spanne zwischen Transaktions- und Veröffentlichungstag scheint daher ihre Grundlage zu verlieren.<sup>12</sup>

10 Beispielsweise Schenkungen, Tauschs oder Leihen.

11 Als Duplikate werden Käufe/Verkäufe in der gleichen Aktie gewertet, welche identische Handelstage, Veröffentlichungstage, Handelsvolumen und Kurswerte aufweisen. Eine ähnliche Vorgehensweise im Umgang mit Duplikation findet sich beispielsweise in *Betzer/Theissen* (2009).

12 *Rau* (2003) kritisiert die Meldedauer als „unangemessen lang“, jedoch können *Betzer/Theissen* (2010) keinen Zusammenhang zwischen Meldedauer und der Höhe der abnormalen Renditen nachweisen.

Anzahl Transaktionen											
	1.7.2002 – 30.6.2003	1.7.2003 – 30.6.2004	1.7.2004 – 30.6.2005	1.7.2005 – 30.6.2006	1.7.2006 – 30.6.2007	1.7.2007 – 30.6.2008	1.7.2008 – 30.6.2009	1.7.2009 – 30.6.2010	1.7.2010 – 30.6.2011	1.7.2011 – 30.6.2012	1.7.2002 – 30.6.2012
Gesamt	1.404	1.671	2.499	2.572	2.268	2.404	2.431	1.263	1.286	1.072	18.870
Käufe	961 68,4%	548 32,8%	1.203 48,1%	1.291 50,2%	1.386 61,1%	1.997 83,1%	2.108 86,7%	767 60,7%	879 68,4%	824 76,9%	11.964 63,4%
Verkäufe	443 31,6%	1.123 67,2%	1.296 51,9%	1.281 49,8%	882 38,9%	407 16,9%	323 13,3%	496 39,3%	407 31,6%	248 23,1%	6.906 36,6%
Durchschnittliches Transaktionsvolumen in Tsd. Euro											
Gesamt	111,78	59,19	87,34	144,80	90,64	64,13	100,16	151,66	129,84	50,90	98,70
Käufe	36,44	62,71	89,28	113,01	93,37	41,98	73,32	67,11	99,05	23,83	70,93
Verkäufe	275,23	57,47	85,54	176,84	86,36	172,79	275,38	281,83	196,26	140,85	146,79
Meldedauer in Kalendertagen											
Gesamt	14,0	15,1	34,1	17,4	6,7	5,6	5,3	6,2	5,0	3,7	12,4
Käufe	13,7	6,7	60,1	27,2	6,1	5,9	5,4	4,1	5,1	3,7	13,9
Verkäufe	14,8	19,2	10,0	7,4	7,6	3,9	4,7	9,3	4,7	4,1	9,9

Table 3: Deskriptive Statistiken von Directors' Dealings im Zeitverlauf

## 4.3 Entwicklung der abnormalen Renditen

Wie aus den deskriptiven Statistiken in Abschnitt 4.2 hervorgeht, wurden der BaFin innerhalb der ersten zehn Jahre seit Bestehen der Meldepflicht Insidergeschäfte von Aktien in erheblichem Umfang gemeldet. Bisherige Studien weisen den handelnden Insidern bei ihren Transaktionen ein günstiges Disponieren ihrer Eigengeschäfte nach. Auch der Veröffentlichung der Transaktionsdetails folgen abnormale Renditen. So können statistisch signifikant abnormale Renditen nach Directors' Dealings, sowie nach deren Veröffentlichung ermittelt werden. Inwieweit handelnde Insider auch nach zehn Jahren mit ihren Eigengeschäften abnormale Renditen erzielen und ob sich diese im Laufe der Zeit verändert haben, wird nachfolgend untersucht. Hierfür sind untersuchungsbedingt weitere Bereinigungen durchzuführen. Einen Überblick hierüber gibt *Tabelle 4*.

Grund der Eliminierung	Aussortierte Transaktionen	Verbleibende Transaktionen
Transaktionsanzahl nach Bereinigungen aus <i>Tabelle 1</i>	-	18.870
Bereinigen von Transaktionen, bei denen das Veröffentlichungsdatum vor dem Transaktionsdatum liegt	135	18.735
Bereinigen von Transaktionen in Kleinstunternehmen mit einer Marktkapitalisierung kleiner 10 Mio. €	1.366	17.369
Bereinigen von Transaktionen, bei denen das Veröffentlichungsdatum mind. 21 Kalendertage nach dem Handelstag liegt	- (907)	17.369 (16.462)
Kumulierung von Transaktionen in gleichen Aktien zum gleichen Tag, sog. Netting	5.277 (7.176)	12.142 (9.286)
Bereinigen von Transaktionen mit kumulierten Handelsvolumen kleiner 100 €	495 (348)	11.647 (8.938)
Bereinigen von Transaktionen, welche nicht genügend Kursdaten für die Untersuchung aufweisen	160 (123)	11.487 (8.815)
Für die Werte ohne Klammern entspricht das Transaktionsdatum dem Ereignistag (Untersuchung der abnormalen Renditen nach dem Transaktionsdatum). Für die Werte in Klammern entspricht das Veröffentlichungsdatum dem Ereignistag (Untersuchung der abnormalen Renditen nach dem Veröffentlichungsdatum).		

*Tabelle 4:* Datenbereinigung 2

Zunächst werden alle Transaktionen eliminiert, deren Veröffentlichungstag vor dem Handelstag liegt, da diese Daten vermutlich fehlerbehaftet sind. Um Verzerrungen durch Kleinstunternehmen zu vermeiden wird die Stichprobe im Weiteren um Unternehmen bereinigt, welche zum Transaktionstag eine Marktkapitalisierung von weniger als 10 Mio. Euro aufweisen. Für weitere Bereinigungen wird die Stichprobe in zwei Teilstichproben zur Untersuchung der abnormalen Renditen nach Transaktionstagen bzw. Veröffentlichungstagen unterteilt. Liegt das Veröffentlichungsdatum mehr als 20 Kalendertage nach dem Transaktionstag, werden die Transaktionen für die Analyse der Kursentwicklung nach dem Veröffentlichungstag eliminiert, da ihre Veröffentlichung nur geringe Beachtung der Marktteilnehmer erfahren dürfte (*Dardas/Güttler 2011*). Um keine widersprüchlichen Signale für einen Handelstag zu erhalten und tranchierte Aktientransaktionen zu berücksichtigen

sichtigen, werden Transaktionen in gleichen Aktien am gleichen Handelstag für die Analyse der Kursentwicklung nach Transaktionstagen, und in gleichen Aktien am gleichen Veröffentlichungstag für die Analyse der Kursentwicklung nach Veröffentlichungstagen kumuliert. Sofern die Summe positiv ist, werden die kumulierten Transaktionen als Kauf gewertet, bei einem negativen Vorzeichen als Verkauf.<sup>13</sup> Aufgrund ihrer geringen Aussagekraft werden Kleinstransaktionen mit einem kumulierten Handelsvolumen kleiner 100 Euro sowie alle Transaktionen, für welche nicht ausreichend Kursinformationen für den Beobachtungszeitraum zur Verfügung stehen, von der Untersuchung ausgeschlossen.<sup>14</sup> Die für die Eventstudie benötigten Kapitalmarktdaten entstammen der Thomson Reuters Datastream Datenbank. Für die Messung der abnormalen Renditen nach Transaktionstagen verbleiben somit 11.487 Transaktionen, während für die Messung der abnormalen Renditen nach Veröffentlichungstagen 8.815 Transaktionen verbleiben. *Tabelle 5* zeigt die für die empirische Untersuchung verbleibenden Transaktionen im Zeitablauf.

Zeitraum	Ereignistag entspricht Transaktionsdatum			Ereignistag entspricht Veröffentlichungsdatum		
	Gesamt	Käufe	Verkäufe	Gesamt	Käufe	Verkäufe
1.7.2002 – 30.6.2003	797	597	200	498	375	123
1.7.2003 – 30.6.2004	740	257	483	530	180	350
1.7.2004 – 30.6.2005	1.324	650	674	878	429	449
1.7.2005 – 30.6.2006	1.504	767	737	1.139	561	578
1.7.2006 – 30.6.2007	1.418	853	565	1.109	670	439
1.7.2007 – 30.6.2008	1.634	1.382	252	1.343	1.130	213
1.7.2008 – 30.6.2009	1.676	1.471	205	1.351	1.200	151
1.7.2009 – 30.6.2010	863	547	316	689	463	226
1.7.2010 – 30.6.2011	807	559	248	663	467	196
1.7.2011 – 30.6.2012	724	568	156	615	497	118
1.7.2002 – 30.6.2012	11.487	7.651	3.836	8.815	5.972	2.843

*Tabelle 5:* Transaktionsanzahl in den Untersuchungsstichproben

Die Berechnung der abnormalen Renditen

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

erfolgt auf Basis des marktbereinigten Modells<sup>15</sup> mit

13 Das Netting ist eine weitere Ursache für das Divergieren der Stichprobengrößen. Vgl. hierzu *Betzer/Theissen* (2009, 407).

14 Die Kursinformationen werden dann als ausreichend angesehen, wenn mind. 80% der zur Berechnung der abnormalen Renditen benötigten Kursinformationen vorliegen.

15 Diese Vorgehensweise folgt Studien zu Directors' Dealings am amerikanischen Kapitalmarkt wie *Lakonishok/Lee* (2001) und *Seyhun* (1998). Zur Überprüfung der Validität der Ergebnisse werden ebenfalls das CAPM und das Marktmodell als Renditeerwartungsmodell herangezogen, deren Ergebnisse jedoch keine nennenswerten Unterschiede zum marktbereinigten Modell aufweisen.

$$E(R_{i,t}) = R_{m,t}$$

$R_{i,t}$  = Rendite des Wertpapiers i zum Zeitpunkt t

$R_{m,t}$  = Rendite des Marktes zum Zeitpunkt t

$AR_{i,t}$  = Abnormale Rendite des Wertpapiers i zum Zeitpunkt t

Hierbei wird die abnormale Rendite berechnet als Subtraktion der Rendite eines breiten Index, in dieser Studie des CDAX Performance Index,<sup>16</sup> von der realisierten Aktienrendite. Das Ereignisfenster umfasst den Zeitraum vom Ereignistag bis 20 Handelstage nach dem Ereignistag. In einem ersten Schritt zur Analyse der Kursentwicklungen nach Insidergeschäften wird der Transaktionstag als Ereignistag definiert, während im zweiten Schritt die Verwertbarkeit von veröffentlichten Directors' Dealings für Outsider im Mittelpunkt steht und daher der Veröffentlichungstag den Ereignistag darstellt. Zur Beurteilung der statistischen Signifikanz der abnormalen Renditen wird ein einseitiger t-Test durchgeführt, welcher die Signifikanz mit einer Irrtumswahrscheinlichkeit von 1%, 5% und 10% misst. *Tabelle 6* zeigt die Entwicklung der abnormalen Renditen im Zeitverlauf.

Zeitraum	Käufe			Verkäufe			Gesamt		
	CAR (0;1)	CAR (1;5)	CAR (1;20)	CAR (0;1)	CAR (1;5)	CAR (1;20)	CAR (0;1)	CAR (1;5)	CAR (1;20)
1.7.2002 – 30.6.2003	0,13	0,30	1,07 <sup>1</sup>	0,35	1,30	-1,12	0,01	-0,10	1,08 <sup>2</sup>
	(-0,47)	(0,57)	(1,34 <sup>1</sup> )	(0,32)	(-0,29)	(-1,26)	(-0,43)	(0,50)	(1,32 <sup>1</sup> )
1.7.2003 – 30.6.2004	-0,04	0,27	2,12 <sup>3</sup>	0,50	0,07	-1,53 <sup>3</sup>	-0,34	0,05	1,74 <sup>3</sup>
	(-0,21)	(1,10 <sup>2</sup> )	(2,79 <sup>3</sup> )	(-0,11)	(0,33 <sup>1</sup> )	(-1,14)	(0,00)	(0,16)	(1,70 <sup>3</sup> )
1.7.2004 – 30.6.2005	0,14	0,82 <sup>3</sup>	1,16 <sup>2</sup>	0,62	0,40	0,01	-0,25	0,20	0,57 <sup>1</sup>
	(0,12)	(0,49 <sup>2</sup> )	(1,07 <sup>2</sup> )	(0,17)	(0,26)	(0,18)	(-0,03)	(0,11)	(0,43)
1.7.2005 – 30.6.2006	0,15	0,57 <sup>2</sup>	0,38	0,25	-0,80 <sup>3</sup>	-1,67 <sup>3</sup>	-0,05	0,68 <sup>3</sup>	1,01 <sup>3</sup>
	(0,26 <sup>1</sup> )	(0,53 <sup>2</sup> )	(-0,06)	(-0,12)	(-0,47 <sup>2</sup> )	(-1,26 <sup>3</sup> )	(0,19 <sup>2</sup> )	(0,50 <sup>3</sup> )	(0,61 <sup>2</sup> )
1.7.2006 – 30.6.2007	0,14 <sup>1</sup>	0,28 <sup>1</sup>	0,36	0,18	-0,84 <sup>3</sup>	-2,45 <sup>3</sup>	0,01	0,50 <sup>3</sup>	1,19 <sup>3</sup>
	(0,17 <sup>1</sup> )	(0,56 <sup>3</sup> )	(0,37)	(0,03)	(-0,97 <sup>3</sup> )	(-2,19 <sup>3</sup> )	0,(09)	(0,72 <sup>3</sup> )	(1,10 <sup>3</sup> )
1.7.2007 – 30.6.2008	-0,04	0,97 <sup>3</sup>	1,36 <sup>3</sup>	0,21	-0,78 <sup>2</sup>	-1,00 <sup>1</sup>	-0,07	0,94 <sup>3</sup>	1,31 <sup>3</sup>
	(0,28 <sup>3</sup> )	(0,50 <sup>3</sup> )	(0,30)	(0,16)	(-0,38)	(-1,11 <sup>1</sup> )	(0,21 <sup>2</sup> )	(0,48 <sup>3</sup> )	(0,42)
1.7.2008 – 30.6.2009	0,03	0,90 <sup>3</sup>	1,69 <sup>3</sup>	-0,05	-0,44	1,12	0,03	0,84 <sup>3</sup>	1,34 <sup>3</sup>
	(0,14)	(0,74 <sup>3</sup> )	(1,54 <sup>3</sup> )	(0,05)	(0,40)	(1,02)	(0,12)	(0,62 <sup>3</sup> )	(1,26 <sup>3</sup> )
1.7.2009 – 30.6.2010	0,18 <sup>1</sup>	1,68 <sup>3</sup>	2,68 <sup>3</sup>	0,10	-0,65	1,21	0,07	1,30 <sup>3</sup>	1,26 <sup>3</sup>
	(0,40 <sup>3</sup> )	(0,90 <sup>3</sup> )	(2,14 <sup>3</sup> )	(0,09)	(-0,50)	(2,13)	(0,24 <sup>2</sup> )	(0,77 <sup>3</sup> )	(0,74 <sup>1</sup> )
1.7.2010 – 30.6.2011	-0,11	1,24 <sup>3</sup>	2,67 <sup>3</sup>	-0,21 <sup>1</sup>	0,37	-1,85 <sup>3</sup>	-0,01	0,74 <sup>3</sup>	2,42 <sup>3</sup>
	(0,38 <sup>3</sup> )	(1,35 <sup>3</sup> )	(2,35 <sup>3</sup> )	(-0,05)	(-0,44 <sup>1</sup> )	(-1,50 <sup>3</sup> )	(0,28 <sup>3</sup> )	(1,08 <sup>3</sup> )	(2,10 <sup>3</sup> )
1.7.2011 – 30.6.2012	0,26 <sup>2</sup>	1,57 <sup>3</sup>	2,38 <sup>3</sup>	0,72	-0,55	-0,69	0,05	1,35 <sup>3</sup>	2,02 <sup>3</sup>
	(0,47 <sup>3</sup> )	(1,32 <sup>3</sup> )	(1,50 <sup>3</sup> )	(0,58)	(-1,31 <sup>1</sup> )	(0,16)	(0,27 <sup>2</sup> )	(1,32 <sup>3</sup> )	(1,18 <sup>2</sup> )

16 Der CDAX enthält alle an der Frankfurter Wertpapierbörse im General- und Prime Standard notierten Unternehmen.

Zeitraum	Käufe			Verkäufe			Gesamt		
	CAR (0;1)	CAR (1;5)	CAR (1;20)	CAR (0;1)	CAR (1;5)	CAR (1;20)	CAR (0;1)	CAR (1;5)	CAR (1;20)
1.7.2002 – 30.6.2012	0,07 <sup>1</sup>	0,87 <sup>3</sup>	1,47 <sup>3</sup>	0,30	-0,26 <sup>2</sup>	-0,98 <sup>3</sup>	-0,05	0,66 <sup>3</sup>	1,31 <sup>3</sup>
	(0,20 <sup>3</sup> )	(0,75 <sup>3</sup> )	(1,12 <sup>3</sup> )	(0,05)	(-0,31 <sup>3</sup> )	(-0,72 <sup>3</sup> )	(0,12 <sup>3</sup> )	(0,60 <sup>3</sup> )	(0,99 <sup>3</sup> )

Die verwendeten Indexzahlen 1, 2 und 3 stehen für das 90%-, 95%- und 99%-Niveau eines einseitigen Signifikanztests. CAR(n;v) bezeichnen den Zeitraum der kumulierten abnormalen Renditen bezogen auf den Ereignistag. Für die Werte ohne Klammern entspricht der Transaktionstag dem Tag 0 (Untersuchung der abnormalen Renditen nach dem Transaktionstag). Für die Werte in Klammern entspricht der Veröffentlichungstag dem Tag 0 (Untersuchung der abnormalen Renditen nach dem Veröffentlichungstag). Zur Bestimmung der Testgröße des Hypothesentests wird die Standardisierung der abnormalen Renditen über die Standardabweichung der mittleren abnormalen Rendite der Stichprobe für die Periode t in der Ereignisperiode vorgenommen.<sup>17</sup>

Tabelle 6: Kumulierte abnormale Renditen in Prozent

Die *Tabelle 6* zeigt die kumulierten abnormalen Renditen sowohl für Insider (ohne Klammern) als auch für Outsider (in Klammern). In der Horizontalen sind diese untergliedert in Kauftransaktionen, Verkaufstransaktionen und eine Gesamtbetrachtung von Kauf- und Verkaufstransaktionen.<sup>18</sup> Die Betrachtung erfolgt für den Ereignistag (CAR(0;1)), als auch für die ersten fünf (CAR(1;5)) bzw. zwanzig (CAR(1;20)) Handelstage nach dem Ereignistag. Für Insider zeigen sich bei Kauftransaktionen statistisch signifikant abnormale Renditen, welche nach fünf Handelstagen auf 0,87% und nach zwanzig Handelstagen auf 1,47% anwachsen. Insbesondere nach Ausbruch der Finanzkrise im Herbst 2008 können hohe abnormale Renditen ermittelt werden, welche sich zwanzig Handelstage nach der Transaktion auf über 2% summieren. Merkwürdigerweise niedrigere abnormale Renditen zeigen sich für Insider nach Verkaufstransaktionen. Über den gesamten Untersuchungszeitraum betragen diese innerhalb der ersten fünf Handelstage -0,26%, nach zwanzig Handelstagen erhöhen sich die abnormalen Renditen auf -0,98%, wobei in drei von zehn untersuchten Jahren positive abnormale Renditen gemessen werden. Bei aggregierter Betrachtung von Kauf- und Verkaufstransaktionen zeigen sich für Insider ebenfalls statistisch hochsignifikante abnormale Renditen nach fünf und zwanzig Handelstagen. Von der Veröffentlichung von Directors' Dealings können auch Outsider profitieren. Fünf Handelstage nach Veröffentlichung von Kauftransaktionen summieren sich die Überrenditen auf 0,75%, welche sich nach zwanzig Handelstagen auf 1,12% erhöhen. Nach der Veröffentlichung von Verkaufstransaktionen zeigen sich, konsistent mit den Ergebnissen der abnormalen Renditen nach Transaktionstagen, merklich geringere Überrenditen, welche sich nach fünf Handelstagen auf -0,31% und nach zwanzig Handelstagen auf -0,72% belaufen. *Dickgiesser (2010)* und *Dickgiesser/Kaserer (2010)* führen aus, dass eine tatsächliche Erzielung der hier ermittelten abnormalen Renditen aber nicht möglich ist. Angesichts der Existenz von Transaktionskosten beim Handel von Wertpapieren ist es Outsider nicht möglich mittels einer Replikationsstrategie Überrenditen zu erzielen.

Die ermittelten abnormalen Renditen bestätigen die bisherigen Forschungserkenntnisse. Hiernach können Insider nach zwanzig Handelstagen abnormale Renditen nach Käufen in

17 Vgl. *Peterson (1989, 43)*.

18 Hierbei werden die abnormalen Renditen nach Verkäufen mit -1 multipliziert.

Höhe von 1,08% bei *Riedl* (2008) bis 4,38% bei *Dymke/Walter* (2008) erzielen. Die im zehnjährigen Gesamtzeitraum ermittelte abnormale Rendite bewegt sich mit 1,47% in diesem Korridor. Bei Betrachtung der Verkaufstransaktionen können die bisherigen Ergebnisse hingegen nicht in ihrer Höhe bestätigt werden. Über den Gesamtzeitraum zeigen sich abnormale Renditen von -0,98%. Diese liegen leicht oberhalb derer anderer Studien. Bisherige Studien ermitteln für die abnormale Rendite nach Verkaufstransaktionen eine Spanne von -1,38% bei *Dymke* (2011) und -7,41% bei *Klinge et al.* (2005). Die Analyse der Ergebnisse nach Veröffentlichung der Transaktionsdetails durch die BaFin zeichnet ein ähnliches Bild. Zwanzig Handelstage nach der Veröffentlichung von Kauftransaktionen können über den Gesamtzeitraum von zehn Jahren abnormale Renditen in Höhe von 1,12% nachgewiesen werden. Diese bewegen sich am unteren Ende der in anderen Studien ermittelten abnormalen Renditen. Niedrigere abnormale Renditen können ausschliesslich *Aussenegg/Ranzi* (2008) mit 0,85% und *Riedl* (2008) mit 0,96% ermitteln. Die höchsten abnormalen Renditen zwanzig Handelstage nach Veröffentlichung von Kauftransaktionen ermitteln *Tebroke/Wollin* (2005) mit 4,55%. Nach der Veröffentlichung von Verkaufstransaktionen können abnormale Renditen in Höhe von -0,72% ermittelt werden. Diese liegen oberhalb der in anderen Studien ermittelten abnormalen Renditen. Ursächlich für die abweichenden Ergebnisse nach Verkäufen können in diesem Zusammenhang die Jahre der Finanzkrise 2008/2009 und 2009/2010 sein, in denen nach Verkäufen positive abnormale Renditen gemessen werden können, was eine Verzerrung der abnormalen Renditen nach Verkäufen im Gesamtzeitraum bewirkt. Grundsätzlich zeigen die Ergebnisse eine Bestätigung der bisherigen Erkenntnisse zu Directors' Dealings. Die teilweise in anderen Studien ermittelten abnormalen Renditen von mehr als 3% nach Käufen, respektive -3% nach Verkäufen, kann die Untersuchung hingegen in keinem der analysierten zehn Jahre bestätigen. Aufgrund der vorgenommenen Bereinigungen sind die verwendeten Stichproben jedoch nur bedingt vergleichbar.

Die Kenntnisnahme des Kapitalmarktes von Directors' Dealings zeigt sich am Veröffentlichungstag. Am Tag der Veröffentlichung von Kauftransaktionen zeigen sich statistisch signifikant abnormale Renditen bei den gehandelten Aktien, deren Anstieg im Beobachtungszeitraum auf eine Zunahme der Kapitalmarktreaktion hindeutet. Insbesondere nach Ausbruch der Finanzkrise zeigt sich ein deutlicher Anstieg der abnormalen Renditen nach Käufen am Veröffentlichungstag. Dies könnte darauf hindeuten, dass die Marktteilnehmer im Rahmen der Unsicherheit der Finanzkrise dem Urteil von meldepflichtigen Unternehmensinsidern ein höheres Gewicht bei der Beurteilung möglicher Unterbewertungen beimessen. Eine Verringerung der Anzahl von Kauftransaktionen nach Ausbruch der Finanzkrise deutet im Weiteren auf ein selektiveres Verhalten der Unternehmensinsider hin, welche vermutlich in höherem Masse nur noch bei sicheren Anzeichen von Unterbewertungen Kauftransaktionen tätigen. Das Ansteigen der kumulierten abnormalen Renditen im Zeithorizont zeigt zudem auf, dass die Insiderinformationen auch nach Veröffentlichung der Transaktionsdetails nur langsam in den Markt diffundieren. Damit ergibt sich ein Zeitraum, in dem nicht alle kursrelevanten, öffentlich verfügbaren Informationen in den Marktpreisen enthalten sind, was der Definition eines halbstreng-informationseffizienten Kapitalmarktes nach *Fama* (1970), nach der alle öffentlich-verfügbaren Informationen unmittelbar und vollständig in die Preisbildung auf Märkten einfließen, zuwiderläuft. Da nach *Dickgiesser* (2010) und *Dickgiesser/Kaserer* (2010) ein Ausnutzen der Informationen

aufgrund von Transaktionskosten nicht möglich ist, steht diese Erkenntnis jedoch nicht im Widerspruch zur Definition effizienter Kapitalmärkte nach *Jensen* (1978).<sup>19</sup>

## 5 Zusammenfassung

Am 30.6.2012 jährte sich die gesetzliche Meldepflicht von Directors' Dealings in Deutschland zum zehnten Mal. Der vorliegende Beitrag widmet sich diesem Jubiläum, um die Entwicklung des meldepflichtigen Insiderhandels im Zeitablauf näher zu beleuchten. Die Mitteilungspflicht offenbart, dass Directors' Dealings in Deutschland in erheblichem Umfang stattfinden. So wurden für den Zeitraum vom 1.7.2002 bis zum 30.6.2012 Informationen über 33.837 Transaktionen an die BaFin übermittelt. Mittels dieser Daten können Insider Informationsvorsprünge nachgewiesen werden, welche sich in abnormalen Renditen ihrer Eigengeschäfte niederschlagen. Für Kapitalmarktteilnehmer sind die Informationen über Directors' Dealings ebenfalls werthaltig, da sich die Entwicklung der abnormalen Renditen auch noch nach Veröffentlichung fortsetzt.<sup>20</sup>

Die anhaltenden abnormalen Renditen nach Directors' Dealings zeigen, dass eine Informationsasymmetrie zwischen Unternehmensinsidern und Marktteilnehmern herrscht und diese von den meldepflichtigen Personen zu ihrem Vorteil ausgenutzt wird. Die Marktreaktion auf die Veröffentlichung von Directors' Dealings, insbesondere in der volatilen Phase der Finanzkrise, zeigen im Weiteren ein deutliches Interesse der Kapitalmarktteilnehmer an den Handelsaktivitäten von Unternehmensinsidern. Die bei Einführung der Publizitätspflicht angenommene Informationsasymmetrie zwischen Unternehmensinsidern und Marktteilnehmern sowie das kolportierte Interesse des Kapitalmarktes an Directors' Dealings kann durch die Darstellungen im vorliegenden Beitrag bestätigt werden und rechtfertigt folglich den bürokratischen Aufwand des § 15a WpHG.

## Literaturhinweise

- Aussenegg, W./Ranzi, R.* (2008): Legal Corporate Insider Trading and the Price Impact of Private Information: Evidence for Germany, in: *The Open Business Journal*, Jg. 1, Nr. 1, S. 40-52.
- Bettis, J., et al.* (1998): The Effectiveness of Insider Trading Regulations, in: *The Journal of Applied Business Research*, Jg. 14, Nr. 4, S. 53-70.
- Betzer, A./Theissen, E.* (2009): Insider Trading and Corporate Governance: The Case of Germany, in: *European Financial Management*, Jg. 15, Nr. 2, S. 402-429.
- Betzer, A./Theissen, E.* (2010): Sooner or Later: An Analysis of the Delays in Insider Trading Reporting, in: *Journal of Business Finance and Accounting*, Jg. 37, Nr. 1-2, S. 130-147.
- Dardas, K./Güttler, A.* (2011): Are Directors' Dealings Informative? Evidence from European Stock Markets, in: *Financial Markets and Portfolio Management*, Jg. 25, Nr. 2, S. 111-148.
- Dickgiesser, C.* (2010): Directors' Dealings, Market Efficiency, and Strategic Insider Trading in the German Stock Market, München.
- Dickgiesser, S./Kaserer, C.* (2010): Market Efficiency Reloaded: Why Insider Trades do not Reveal Exploitable Information, in: *German Economic Review*, Jg. 11, Nr. 3, S. 302-335.

---

19 Nach *Jensen* (1978) ist ein Markt informationseffizient, wenn bei Berücksichtigung aller Kosten, die durch das Ausnutzen einer Information entstehen, kein gewinnbringender Handel möglich ist.

20 Aufgrund von Transaktionskosten ist es Marktteilnehmern nicht möglich mittels einer Imitationsstrategie einen Mehrwert zu generieren. Vgl. hierzu die Ergebnisse von *Dickgiesser* (2010) und *Dickgiesser/Kaserer* (2010).

- Dymke, B.* (2011): Directors' Dealings in Deutschland: Empirische Analyse der Eigengeschäfte von Unternehmensinsidern, 1. Aufl., Wiesbaden.
- Dymke, B./Walter, A.* (2008): Insider Trading in Germany – Do Corporate Insiders Exploit Inside Information?, in: *Business Research*, Jg. 1, Nr. 2, S. 188-205.
- Etebari, A., et al.* (2004): Disclosure Regulation and the Profitability of Insider Trading: Evidence from New Zealand, in: *Pacific-Basin Finance Journal*, Jg. 12, Nr. 5, S. 479-502.
- Fama, E.* (1970): Efficient Capital Markets: A Review of the Theory and Empirical Work, in: *Journal of Finance*, Jg. 25, Nr. 2, S. 383-417.
- Fischer zu Cramburg, R./Hannich, F.* (2002): Directors' Dealings: Eine juristische und empirische Analyse des Handels von Organmitgliedern mit Aktien des eigenen Unternehmens, *Studien des Deutschen Aktieninstituts*, Deutsches Aktieninstitut e.V.
- Gregory, A., et al.* (1994): UK Directors' Trading: The Impact of Dealings in Smaller Stocks, in: *The Economic Journal*, Jg. 104, Nr. 422, S. 37-53.
- Hansemann, D.* (1837): Die Eisenbahnen und deren Aktionäre in ihrem Verhältnis zum Staat, Leipzig.
- Heidorn, T., et al.* (2004): Performance-Effekte nach Directors' Dealings in Deutschland, Italien und den Niederlanden, in: *Arbeitsberichte der Hochschule für Bankwirtschaft*, Nr. 57.
- Jensen, M.* (1978): Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency, in: *Journal of Financial Economics*, Jg. 6, Nr. 2-3, S. 95-101.
- Klinge, M., et al.* (2005): Abnormal Returns in the Vicinity of Insider Transactions: Unbiased Estimates for Germany, Working Paper.
- Lakonishok, J./Lee, I.* (2001): Are Insider Trades Informative?, in: *The Review of Financial Studies*, Jg. 14, Nr. 1, S. 79-111.
- Letzel, J.* (2002): Directors' Dealings in der Unternehmenspraxis, in: *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht*, Nr. 19, S. 862-868.
- Peterson, P.* (1989): Event Studies: A Review of Issues and Methodology, in: *Quarterly Journal of Business and Economics*, Jg. 28, Nr. 3, S. 36-66.
- Rau, M.* (2003): Meldepflichtige Wertpapiergeschäfte von Organmitgliedern („Directors' Dealings“), in: *Die Unternehmung*, Jg. 57, Nr. 5, S. 393-405.
- Rau, M.* (2004): Directors' Dealings am deutschen Aktienmarkt – Empirische Analyse meldepflichtiger Wertpapiergeschäfte, 1. Aufl., Wiesbaden.
- Riedl, A.* (2008): Transparenz und Anlegerschutz am deutschen Kapitalmarkt: Eine empirische Analyse am Beispiel meldepflichtiger Wertpapiergeschäfte nach § 15a WpHG (Directors' Dealings), Ulm.
- Seyhun, H.* (1998): Investment Intelligence from Insider Trading, Cambridge.
- Stotz, O.* (2006): Germany's New Insider Law: The Empirical Evidence after the First Year, in: *German Economic Review*, Jg. 7, Nr. 4, S. 449-462.
- Tebroke, H./Wollin, A.* (2005): Directors' Dealings, Informationseffizienz und Handelsstrategien, in: *Die Unternehmung*, Jg. 59, Nr. 1, S. 31-54.

**Helge Hussmann**, Dipl.-Kfm., ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für allgemeine Betriebswirtschaft, insb. Finanzwirtschaft, an der Universität Bremen.

*Anschrift:* Universität Bremen, Lehrstuhl für allgemeine Betriebswirtschaft, insb. Finanzwirtschaft, Hochschulring 4, D-28359 Bremen, Tel.: +49 (0)421218-66734, E-Mail: helge@uni-bremen.de

**Christian Fieberg**, Dr., ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für allgemeine Betriebswirtschaft, insb. Finanzwirtschaft, an der Universität Bremen.

*Anschrift:* Universität Bremen, Lehrstuhl für allgemeine Betriebswirtschaft, insb. Finanzwirtschaft, Hochschulring 4, D-28359 Bremen, Tel.: +49 (0)421218-66728, E-Mail: cfieberg@uni-bremen.de