

Albert M. Riedl

Transparenz und Anlegerschutz am deutschen Kapitalmarkt

Eine empirische Analyse am Beispiel meldepflichtiger Wertpapiergeschäfte nach § 15a WpHG (Directors' Dealings)

Doktorarbeit / Dissertation

BEI GRIN MACHT SICH IHR WISSEN BEZAHLT



- Wir veröffentlichen Ihre Hausarbeit, Bachelor- und Masterarbeit
- Ihr eigenes eBook und Buch - weltweit in allen wichtigen Shops
- Verdienen Sie an jedem Verkauf

Jetzt bei www.GRIN.com hochladen
und kostenlos publizieren



Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de/> abrufbar.

Dieses Werk sowie alle darin enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsschutz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlanges. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, Auswertungen durch Datenbanken und für die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme. Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen Wiedergabe (einschließlich Mikrokopie) sowie der Auswertung durch Datenbanken oder ähnliche Einrichtungen, vorbehalten.

Impressum:

Copyright © 2008 GRIN Verlag
ISBN: 9783640431687

Dieses Buch bei GRIN:

<https://www.grin.com/document/136532>

Albert M. Riedl

Transparenz und Anlegerschutz am deutschen Kapitalmarkt

Eine empirische Analyse am Beispiel meldepflichtiger Wertpapiergeschäfte nach § 15a WpHG (Directors' Dealings)

GRIN - Your knowledge has value

Der GRIN Verlag publiziert seit 1998 wissenschaftliche Arbeiten von Studenten, Hochschullehrern und anderen Akademikern als eBook und gedrucktes Buch. Die Verlagswebsite www.grin.com ist die ideale Plattform zur Veröffentlichung von Hausarbeiten, Abschlussarbeiten, wissenschaftlichen Aufsätzen, Dissertationen und Fachbüchern.

Besuchen Sie uns im Internet:

<http://www.grin.com/>

<http://www.facebook.com/grincom>

http://www.twitter.com/grin_com

Transparenz und Anlegerschutz am deutschen Kapitalmarkt

– Eine empirische Analyse am Beispiel meldepflichtiger
Wertpapiergeschäfte nach § 15a WpHG (Directors' Dealings) –

von Dr. Albert M. Riedl

Vorwort

Die vorliegende Arbeit entstand während meiner Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Rechnungswesen und Wirtschaftsprüfung von Herrn Professor Dr. Kai-Uwe Marten an der Universität Ulm. Sie wurde im September 2008 von der Fakultät für Mathematik und Wirtschaftswissenschaften als Dissertation angenommen.

Bei der Anfertigung der Arbeit hat mich eine Vielzahl von Personen unterstützt. Mein besonderer Dank gilt meinem akademischen Lehrer, Herrn Professor Dr. Kai-Uwe Marten, für die fachliche Betreuung meines Promotionsprojektes und seine stetige Diskussionsbereitschaft, seine persönliche Unterstützung sowie die Übernahme des Erstgutachtens. Für die Anfertigung des Zweitgutachtens und den Vorsitz der Prüfungskommission danke ich Herrn Professor Dr. Hans-Joachim Zwiesler. Weiterhin bin ich Frau Professor Dr. Anette G. Köhler für Ihre Bereitschaft zur fachlichen Diskussion und die Übernahme des Drittgutachtens in Dankbarkeit verbunden. Mein besonderer Dank darüber hinaus der Deloitte & Touche GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft für die maßgebliche Unterstützung meines Promotionsprojektes.

Für ihre Unterstützung, den intensiven fachlichen Austausch und die sehr gute Zusammenarbeit möchte ich meinen Kollegen am Institut danken, insbesondere Bärbel Engelhardt, Dipl.-WiWi Isabell Häcker, Dipl.-WiWi Lisa Kram, Dipl.-WiWi Kristina Lehmann, Dr. Sebastian Papst, Dr. Patrick Paulitschek, Dr. Marco Wagner, Dipl.-WiWi Sebastian Wagner, Dipl.-Kfm. M. Felix Weiser und Dr. Roland Wiese.

Mein herzlicher Dank gilt ebenso meiner Familie sowie meinen Freunden und Bekannten, die mir jederzeit verständnisvoll und aufmunternd zur Seite standen und mir dadurch den nötigen Rückhalt zur erfolgreichen Durchführung des Projektes gegeben haben. Ganz besonders danke ich meine lieben Eltern, Martha und Heinz, die mich immer unterstützt und mir meine Ausbildung ermöglicht haben. Ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

Dr. Albert M. Riedl

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	VI
Abkürzungsverzeichnis	XI
Abbildungsverzeichnis	XV
Tabellenverzeichnis	XVII
Symbolverzeichnis	XXI
1 Einleitung	1
1.1 Problemstellung und Zielsetzung der Arbeit	1
1.2 Der Begriff „Directors’ Dealings“ und Eingrenzung der Arbeit	3
1.3 Aufbau der Arbeit	4
2 Grundlagen einer Mitteilungspflicht für Directors’ Dealings.....	7
2.1 Anlegerschutz durch Offenlegung	7
2.1.1 Informationsasymmetrie am Kapitalmarkt	8
2.1.2 Folgen der Offenlegungspflicht für die Kapitalmarktteilnehmer	11
2.1.3 Informationseffizienz auf dem Kapitalmarkt	13
2.1.3.1 Der Begriff der Informationseffizienz	13
2.1.3.2 Ausprägungen des Effizienzbegriffs und die Rolle von Insiderinformationen	14
2.2 Historische Entwicklung insiderrechtlicher Offenlegungspflichten im internationalen Bereich	18
2.2.1 US-amerikanischer Securities Exchange Act of 1934 als Vorbild	18
2.2.2 Die Entwicklung insiderrechtlicher Offenlegungspflichten in Großbritannien	20
2.2.3 Marktmissbrauchsrichtlinie der EU	21

2.3	Entwicklung insiderrechtlicher Vorschriften in Deutschland	23
2.3.1	Verbot des Insiderhandels nach § 14 WpHG	24
2.3.2	Einführung einer gesetzlichen Offenlegungspflicht	25
2.3.2.1	Ziele einer Pflicht zur Veröffentlichung von Directors' Dealings	26
2.3.2.2	Veröffentlichungspflichten im Regelwerk des Neuen Markts	28
2.3.2.3	Einführung der Offenlegungspflicht nach § 15a WpHG durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz.....	29
2.3.2.4	Rechtliche Diskussionspunkte einer Mitteilungspflicht zur Insider- überwachung.....	31
2.3.3	Umsetzung europäischer Vorgaben im Rahmen des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes	33
2.3.4	Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance-Kodex	34
2.3.5	Erweiterte Publikationspflicht im Rahmen des Transparenzrichtlinie- Umsetzungsgesetzes und des Gesetzes über elektronische Handels- register und Genossenschaftsregister sowie das Unternehmens- register.....	36
2.4	Mitteilungspflicht nach § 15a WpHG n.F.	38
2.4.1	Sachlicher Anwendungsbereich	38
2.4.2	Persönlicher Anwendungsbereich	40
2.4.2.1	Mitteilungspflicht für natürliche Personen	40
2.4.2.2	Mitteilungspflicht für juristische Personen und sonstige Ein- richtungen	46
2.4.3	Mitteilungspflichtige Geschäfte	47
2.4.3.1	Von § 15a WpHG erfasste Finanzinstrumente	48
2.4.3.2	Von § 15a WPHG erfasste Geschäftsarten.....	50
2.4.4	Formale und zeitliche Vorgaben für die Mitteilung	54
2.4.5	Formale und zeitliche Vorgaben für die Veröffentlichung der Mitteilung.....	55
2.4.6	Ausnahmen von der Mitteilungspflicht	58
2.4.6.1	Bagatellgrenze	58
2.4.6.2	Weitere Ausnahmen	60

2.4.7	Überwachung der Mitteilungspflicht.....	62
2.4.7.1	Aufgaben und Befugnisse der BaFin.....	62
2.4.7.2	Rechtsfolgen	63
2.5	Diskussion und Beurteilung kritischer Aspekte der Offenlegung von Directors' Dealings in Deutschland.....	65
3	Erkenntnisstand bisheriger empirischer Untersuchungen zu mit- teilungspflichtigen Insidertransaktionen und Ableitung eigener Unter- suchungsziele.....	71
3.1	Untersuchungen zum offenlegungspflichtigen Insiderhandel am US-amerikanischen Kapitalmarkt.....	72
3.1.1	Die Studie von Lorie/Niederhoffer (1968)	73
3.1.2	Die Studie von Pratt/DeVere (1970)	74
3.1.3	Die Studie von Jaffe (1974).....	76
3.1.4	Die Studie von Finnerty (1976).....	78
3.1.5	Die Studie von Seyhun (1986)	78
3.1.6	Die Studie von Chang/Suk (1998).....	81
3.1.7	Weiterentwicklungen der klassischen Studien	83
3.1.8	Zusammenfassung der Ergebnisse für den US-Kapitalmarkt.....	89
3.2	Untersuchungen zur Offenlegung von Insidertransaktionen in Europa	93
3.2.1	Erkenntnisse aus Untersuchungen in Großbritannien	93
3.2.2	Untersuchungen der veröffentlichten Insidertransaktionen an verschiedenen kontinentaleuropäischen Kapitalmärkten.....	99
3.3	Erkenntnisse aus Untersuchungen zur Offenlegung von Insidertrans- aktionen in Deutschland	104
3.3.1	Die Studie von Rau (2004)	105
3.3.2	Die Studien von Tebroke/Wollin (2005) und Stotz (2006).....	106
3.3.3	Die Studien von Betzer/Theissen (2005) und Klinge/Seifert/Stehle (2005)	108
3.3.4	Zusammenfassung der bisherigen Erkenntnisse für den gemeldeten Insiderhandel am deutschen Kapitalmarkt	110

3.4.	Schlussfolgerungen für die eigene empirische Untersuchung und Ableitung von Hypothesen	112
3.4.1	Hypothesen zur Untersuchung des Informationsvorsprungs der Insider	113
3.4.2	Hypothesen zur Reaktion des Kapitalmarkts auf die Offenlegung von Insidertransaktionen	117
4	Aufbau der empirischen Untersuchung	123
4.1	Zeitliche und sachliche Abgrenzung der Studie sowie Datengewinnung	123
4.1.1	Festlegung des Untersuchungszeitraums.....	123
4.1.2	Datenquellen.....	124
4.1.3	Selektion der analysierten Daten	125
4.2	Untersuchungsmethodik	127
4.2.1	Konzeption von Ereignisstudien.....	128
4.2.2	Festlegung der Untersuchungsparameter	130
4.2.2.1	Festlegung des Renditeerwartungsmodells	131
4.2.2.2	Festlegung der Regressionsparameter und Bestimmung der Überrenditen	134
4.2.2.2.1	Renditeberechnung	134
4.2.2.2.2	Auswahl des Referenzindex	134
4.2.2.2.3	Festlegung des Schätz- und Ereigniszeitraumes.....	135
4.2.2.2.4	Angewandtes Schätzverfahren und Berechnung der ab- normalen Renditen.....	137
4.2.3	Überprüfung der Prämissen für die Parameterschätzung	139
4.2.3.1	Homoskedastizität	140
4.2.3.2	Autokorrelation.....	142
4.2.4	Analyse der Handelsumsätze.....	144
4.2.5	Statistische Hypothesenformulierung.....	148
4.2.6	Überprüfung der Ergebnisse auf statistische Signifikanz.....	151

5	Ergebnisse der empirischen Untersuchung.....	157
5.1	Deskriptive Statistik	157
5.1.1	Analyse des Datenbestands anhand der Transaktionsparameter	160
5.1.2	Analyse des Datenbestands in Abhängigkeit des Emittenten.....	163
5.1.3	Analyse des Datenbestands unter Berücksichtigung der Meldefrist	168
5.2	Ergebnisse zur Profitabilität des in Deutschland gemeldeten Insider- handels.....	171
5.2.1	Profitabilität und Indikatorfunktion aller Insidertransaktionen.....	172
5.2.2	Insiderprofitabilität in Abhängigkeit von der Position des Meldepflichtigen.....	176
5.2.3	Insiderprofitabilität in Abhängigkeit von der Höhe des Transaktionsvolumens	183
5.2.4	Insiderprofitabilität in Abhängigkeit von der Größe des Emittenten ...	187
5.2.5	Insiderprofitabilität in Abhängigkeit von der Höhe des Streube- sitzes der Aktien des Emittenten.....	189
5.2.6	Zusammenfassung der Ergebnisse zur Insiderprofitabilität	193
5.3	Kenntnisnahme der Veröffentlichung von Directors' Dealings am deutschen Kapitalmarkt	194
5.3.1	Ankündigungseffekt aller veröffentlichten Mitteilungen nach § 15a WpHG.....	195
5.3.2	Reaktion des Kapitalmarkts in Abhängigkeit von der Position des Meldepflichtigen.....	199
5.3.3	Reaktion des Kapitalmarkts in Abhängigkeit von der Höhe des Transaktionsvolumens	205
5.3.4	Reaktion des Kapitalmarkts in Abhängigkeit von der Größe des Emittenten.....	207
5.3.5	Reaktion des Kapitalmarkts in Abhängigkeit von der Höhe des Streubesitzes der Aktien des Emittenten	210
5.3.6	Reaktion des Kapitalmarkts in Abhängigkeit von den gesetzlichen Vorgaben in Bezug auf die Art der Veröffentlichung	213
5.3.7	Reaktion des Kapitalmarkts in Abhängigkeit von der Meldefrist	218

5.3.8	Zusammenfassung der Erkenntnisse zur Reaktion des Kapitalmarkts auf die Veröffentlichung von Directors' Dealings.....	220
5.4	Informationsgehalt einer Zweitveröffentlichung von Mitteilungen nach § 15a WpHG.....	223
5.4.1	Beschreibung des Datenbestands.....	223
5.4.2	Reaktion des deutschen Kapitalmarkts auf die Zweitpublikation von Directors' Dealings-Meldungen	227
6	Zusammenfassung und Ausblick	233
	Verzeichnis der Richtlinien, Gesetze und Verordnungen.....	243
	Rechtssprechungsverzeichnis	249
	Literaturverzeichnis	251

Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
a.F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AMEX	American Stock Exchange
AnSVG	Anlegerschutzverbesserungsgesetz
APT	Arbitrage Pricing Theory
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BDI	Bundesverband der Deutschen Industrie e.V.
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BörsZulV	Börsenzulassungs-Verordnung
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management e.V.
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
CA	Companies Act
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CAR	Cumulative Abnormal Return
CDAX	Composite DAX
CESR	Committee of European Securities Regulators
CHF	Schweizer Franken
CRSP	Chicago Research in Security Prices
DAFOX	Deutsche Aktien-Forschungsindex
DAI	Deutsches Aktieninstitut e.V.
DAX	Deutscher Aktienindex
DCGK	Deutscher Corporate Governance-Kodex
DGAP	Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität mbH
d.h.	das heißt

EDGAR	Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval System
EG	Europäische Gemeinschaft
EHUG	Gesetz über elektronische Handelsregister und Genossenschaftsregister sowie das Unternehmensregister
et al.	et alii
EU	Europäische Union
EUR	Euro
e.V.	eingetragener Verein
evtl.	eventuell
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
f.	folgende
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
ff.	fortlaufend folgende
Fifam	Forschungsinstitut für Asset Management
FinMFördG	Finanzmarktförderungsgesetz
Fn.	Fußnote
FRUG	Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz
FSA	Financial Services Authority
FSMA	Financial Services and Markets Act
FT	Financial Times
GG	Grundgesetz
GLS	Generalized Least Squares
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
IFRS	International Financial Reporting Standards
i.H.v.	in Höhe von
InvG	Investmentgesetz
i.S.	im Sinne
i.V.m.	in Verbindung mit

k.A.	keine Angaben
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
lit.	Buchstabe
M&A	Mergers & Acquisitions
mbH	mit beschränkter Haftung
MDAX	Mid-cap-DAX
Mio.	Million(en)
MitbestG	Mitbestimmungsgesetz
Mrd.	Milliarde(n)
NASDAQ	National Association of Security Dealers Automated Quotation system
NEMAX	Neuer-Markt-Index
n.F.	neue Fassung
No.	Numero
Nr.	Nummer
NYSE	New York Stock Exchange
öBörseG	Österreichisches Börsengesetz
OLS	Ordinary Least Squares
OTC	Over-the-counter
o.V.	ohne Verfasser
OWiG	Ordnungswidrigkeitengesetz
RGBl.	Reichsgesetzblatt
RIS	Regulatory Information Service
RLMT	Richtlinie betreffend Offenlegung von Management-Transaktionen
RWTH	Rheinisch-Westfälische Technische Hochschule
Rz.	Randziffer
S.	Seite
SDAX	Small-cap-DAX
SE	Societas Europaea

SEA	Securities Exchange Act of 1934
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission
SMAX	Small Cap Exchange
SOA	Sarbanes-Oxley Act
sog.	so genannte/r
TecDAX	Technologie-Werte-DAX
TUG	Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz
u.a.	unter anderem
URL	Uniform Resource Locator
URV	Unternehmensregisterverordnung
US, U.S.	United States
USD	US-Dollar
US-GAAP	United States-Generally Accepted Accounting Principles
v.	vom, von
VG	Verwaltungsgericht
VGH	Verwaltungsgerichtshof
vgl.	vergleiche
Vol.	Volume
WpAIV	Wertpapierhandels- und Insiderverzeichnisverordnung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WSJ	Wall Street Journal
z.B.	zum Beispiel
z.T.	zum Teil

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Kursbeeinflussung durch Mitteilungen nach § 15a WpHG in Abhängigkeit vom Grad der Informationseffizienz.....	17
Abbildung 2: Untersuchungsaufbau und Untersuchungszeiträume.....	137
Abbildung 3: Kritische Werte der Durbin-Watson-Teststatistik.....	143
Abbildung 4: Anzahl der Insidertransaktionen bei monatlicher Betrachtung	158
Abbildung 5: Vergleich der Gesamtmarktentwicklung mit den Kaufverhalten der Insider	160
Abbildung 6: Anzahl der Insidertransaktionen in Abhängigkeit von der Markt- kapitalisierung des Emittenten.....	164
Abbildung 7: Anzahl der Insidertransaktionen in Abhängigkeit vom Anteil der Aktien in Streubesitz.....	166
Abbildung 8: Durchschnittliche Meldeverzögerung in Handelstagen in Abhängigkeit von der Marktkapitalisierung des Emittenten	171
Abbildung 9: Entwicklung der durchschnittlichen kumulierten abnormalen Rendite der von den Führungspersonen gehandelten Aktien rund um Zeitpunkt der Durchführung der Transaktion.....	175
Abbildung 10: Übersicht über „Die größten Deals“ der vorangegangenen zwei Wochen	225
Abbildung 11: Indexzugehörigkeit der Emittenten, deren Transaktionen im Handelsblatt veröffentlicht wurden	226

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Ergebnisse bisher durchgeführter Analysen offengelegter Insidertransaktionen in den USA.....	92
Tabelle 2:	Ergebnisse bisher durchgeführter Analysen offengelegter Insidertransaktionen in Großbritannien	99
Tabelle 3:	Ergebnisse bisher durchgeführter Analysen offengelegter Insidertransaktionen in ausgewählten kontinentaleuropäischen Staaten.....	104
Tabelle 4:	Ergebnisse bisher durchgeführter Analysen von offengelegten Insidertransaktionen in Deutschland	111
Tabelle 5:	Bereinigung und Aggregation der in die Analyse einbezogenen Daten.....	127
Tabelle 6:	Ergebnisse des Tests auf Homoskedastizität der Residuen in Abhängigkeit des zugrunde liegenden Signifikanzniveaus	142
Tabelle 7:	Mögliche Entscheidungen infolge des Tests auf Autokorrelation	144
Tabelle 8:	Ergebnisse des Tests auf Autokorrelation der Residuen in Abhängigkeit des zugrunde liegenden Signifikanzniveaus	144
Tabelle 9:	Anzahl und Volumen der untersuchten Directors' Dealings.....	158
Tabelle 10a:	Anzahl der untersuchten Directors' Dealings unter Berücksichtigung des Transaktionsvolumens	161
Tabelle 10b:	Gesamtvolumen der untersuchten Directors' Dealings unter Berücksichtigung des Transaktionsvolumens	161
Tabelle 11:	Anzahl und Volumen der untersuchten Directors' Dealings in Abhängigkeit von der Position des Meldenden.....	163
Tabelle 12:	Marktkapitalisierung der Emittenten	164
Tabelle 13:	Anzahl der Insidertransaktionen in Abhängigkeit von der Indexzugehörigkeit des Emittenten	165
Tabelle 14:	Anzahl der Insidertransaktionen in Abhängigkeit von der Branchenzugehörigkeit des Emittenten	168
Tabelle 15:	Anteil der Transaktionen, der nach der entsprechenden Anzahl von Handelstagen publiziert wurde, unter Beachtung der gesetzlich vorgegebenen Verbreitungsart.....	170
Tabelle 16:	Tägliche abnormale Renditen der von den meldepflichtigen Personen gehandelten Aktien rund um den Transaktionstag	173

Tabelle 17:	Kumulierte abnormale Renditen der von den meldepflichtigen Personen gehandelten Aktien	176
Tabelle 18a:	Kumulierte abnormale Renditen um den Tag der Abhängigkeit von der Stellung der meldepflichtigen Person beim Emittenten.....	180
Tabelle 18b:	Differenz der durchschnittlichen kumulierten abnormale Rendite in Abhängigkeit von der Stellung der meldepflichtigen Person beim Emittenten.....	181
Tabelle 19a:	Kumulierte abnormale Renditen in Abhängigkeit vom Transaktionsvolumen	185
Tabelle 19b:	Korrelation zwischen den kumulierten abnormalen Renditen und dem Transaktionsvolumen.....	187
Tabelle 20a:	Kumulierte abnormale Renditen in Abhängigkeit von der Marktkapitalisierung des Emittenten	188
Tabelle 20b:	Korrelation zwischen den kumulierten abnormalen Renditen und der Marktkapitalisierung des Emittenten.....	189
Tabelle 21a:	Kumulierte abnormale Renditen in Abhängigkeit von den Anteilen des Emittenten in Streubesitz.....	191
Tabelle 21b:	Korrelation zwischen den kumulierten abnormalen Renditen und dem Streubesitzanteil des Emittenten.....	192
Tabelle 22:	Tägliche abnormale Renditen der Aktien im Anschluss an die Veröffentlichung der Mitteilung.....	196
Tabelle 23:	Tägliche abnormale Handelsumsätze im Anschluss an die Veröffentlichung der Mitteilung.....	198
Tabelle 24a:	Kumulierte abnormale Renditen nach dem Tag der Veröffentlichung in Abhängigkeit von der Stellung der meldepflichtigen Person beim Emittenten.....	202
Tabelle 24b:	Differenz der durchschnittlichen kumulierten abnormale Rendite in Abhängigkeit von der Stellung der meldepflichtigen Person beim Emittenten.....	203
Tabelle 25a:	Kumulierte abnormale Renditen nach dem Tag der Veröffentlichung in Abhängigkeit vom Transaktionsvolumen	206
Tabelle 25b:	Korrelation zwischen den kumulierten abnormalen Renditen nach der Veröffentlichung und dem Transaktionsvolumen	207

Tabelle 26a:	Kumulierte abnormale Renditen nach dem Veröffentlichungstag in Abhängigkeit von der Marktkapitalisierung des Emittenten.....	209
Tabelle 26b:	Korrelation zwischen den kumulierten abnormalen Renditen nach der Veröffentlichung und der Marktkapitalisierung des Emittenten.....	210
Tabelle 27a:	Kumulierte abnormale Renditen nach dem Veröffentlichungstag in Abhängigkeit von den Anteilen des Emittenten in Streubesitz.....	211
Tabelle 27b:	Korrelation zwischen den kumulierten abnormalen Renditen nach der Veröffentlichung und dem Streubesitzanteil des Emittenten	212
Tabelle 28a:	Abnormale Rendite nach dem Veröffentlichungstag in Abhängig- keit von den gesetzlichen Vorgaben zur Art der Verbreitung	215
Tabelle 28b:	Differenz der durchschnittlichen kumulierten abnormalen Rendite nach dem Veröffentlichungstag in Abhängigkeit von den gesetz- lichen Vorgaben zur Art der Verbreitung.....	216
Tabelle 29:	Abnormale Handelsumsätze im Anschluss an die Veröffentlichung der Mitteilung in Abhängigkeit von der gesetzlich vorgeschrieben- en Art der Veröffentlichung	217
Tabelle 30a:	Kumulierte abnormale Renditen nach dem Veröffentlichungstag in Abhängigkeit von der Meldefrist in Handelstagen.....	219
Tabelle 30b:	Korrelation zwischen den kumulierten abnormalen Renditen nach der Veröffentlichung und der Meldefrist	220
Tabelle 31:	Charakteristika der im Handelsblatt veröffentlichten Trans- aktionen	227
Tabelle 32:	Tägliche abnormale Renditen der Aktien im Anschluss an die Veröffentlichung der Mitteilung.....	229
Tabelle 33:	Tägliche abnormale Handelsumsätze der Aktien im Anschluss an die Veröffentlichung der Mitteilung.....	230

Symbolverzeichnis

A, B, C	Indices für gebildete Teilportfolios
AR	abnormale Rendite (Überrendite)
\overline{AR}	durchschnittliche abnormale Rendite
$\overline{\overline{AR}}$	arithmetisches Mittel der durchschnittlichen Überrenditen
AU	abnormaler Handelsumsatz
\overline{AU}	durchschnittliches abnormales Handelsvolumen
CAR	kumulierte abnormale Rendite
\overline{CAR}	durchschnittliche kumulierte abnormale Rendite
d	Wert der Durbin-Watson-Teststatistik
$E(\dots)$	Erwartungswert
i	Laufindex für Wertpapiere
N	Anzahl der im Teilportfolio betrachteten Ereignisse
P	um Dividenden und Kapitalmaßnahmen bereinigter Kurs
R	Rendite
R_M	Marktrendite
r_{SP}	Rangkorrelationskoeffizient nach Spearman
$\hat{S}(\dots)$	Standardabweichung im Schätzzeitraum
T	Anzahl der einbezogenen Handelstage
T_t	Teststatistik für einen Zeitpunkt t
u, v	Natürliche Zahlen mit $u < v$
t	Zeitpunktsymbol, Laufindex für Handelstage
$[t_1, t_2]$	Zeitintervall von Tag t_1 bis Tag t_2
U	Handelsumsatz
X	Rangplatz eines Residuums
\overline{X}	Durchschnittlicher Rangplatz eines Residuums
Y	Rangplatz der Marktrendite
\overline{Y}	Durchschnittlicher Rangplatz der Marktrendite
α	von der Marktrendite unabhängige konstante Renditekomponente
$\hat{\alpha}$	Schätzer für die unabhängige Renditekomponente

β	Maß für die Abhängigkeit der Rendite eines Wertpapiers von der Marktrendite
$\hat{\beta}$	Schätzer für das Maß der Abhängigkeit der Rendite eines Wertpapiers von der Marktrendite
Δ	Differenz
ε	Zufallsterm
μ	Residuum
σ^2	Varianz

1 Einleitung

1.1 Problemstellung und Zielsetzung der Arbeit

Im Falle börsennotierter Kapitalgesellschaften ist in Abhängigkeit von der Aktionärsstruktur in der Regel ein relativ großer Kreis von Eigenkapitalgebern anzutreffen. Dies liegt in der mit den betreffenden Rechtsformen einhergehenden Trennung von Eigentum und Leitungsmacht begründet, die es erst ermöglicht, eine große Anzahl von Kapitalgebern anzusprechen.¹ Das hat zur Folge, dass Letztere zwar über Wertsteigerungen und Ausschüttungen an der wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens beteiligt, jedoch nur in Ausnahmefällen selbst Mitglied der Geschäftsführung sind. Daher haben sie meist wenig Kenntnis von aktuell anstehenden Entscheidungen im operativen Geschäft. Aus Gründen der Praktikabilität wird die Verantwortung dafür bei Aktiengesellschaften auf den Vorstand als geschäftsführendes Organ übertragen. Die Kontrolle dieses Organs obliegt nicht den einzelnen Investoren, sondern wird stellvertretend durch den Aufsichtsrat wahrgenommen. Die Vertreter beider Gremien verfügen dadurch über einen privilegierten Zugang zu unternehmensinternen Informationen. Da jedoch die einzelnen Mitglieder der beiden Führungsgremien auch selbst tatsächliche oder zumindest potenzielle Investoren der Gesellschaft sein können, besteht die Gefahr, dass die Organmitglieder ihren Informationsvorsprung zu ihren Gunsten und somit möglicherweise zum Nachteil der übrigen Anleger ausnutzen. Diese Überlegung hat u.a. den deutschen Gesetzgeber dazu veranlasst,² Regelungen bezüglich Zulässigkeit und Abwicklung von Wertpapiergeschäften der sog. Insider³ zu treffen, um für die Investoren Chancengleichheit zu gewährleisten und dadurch die Attraktivität des heimischen Kapitalmarkts sicherzustellen.⁴

Eine Maßnahme zur Regulierung des Insiderhandels stellt die in § 15a WpHG kodifizierte Pflicht zur Offenlegung von Wertpapiertransaktionen durch Führungspersonen dar. Durch diese Vorschrift wird eine festgelegte Gruppe von Insidern dazu verpflichtet,

¹ Siehe dazu *Thoma, K.* (2003), S. 13.

² Mittlerweile haben über 85 % aller Staaten mit Wertpapierbörsen eine Regulierung des Insiderhandels eingeführt, vgl. *Etebari, A./Tourani-Rad, A./Gilbert, A.* (2004), S. 481.

³ Als Insider ist an dieser Stelle die Definition von *Ballwieser* heranzuziehen, der darunter alle Personen versteht, „die Nachrichten über oder aus Unternehmungen, deren Kapitalanteile an der Börse gehandelt werden, früher als die Mehrzahl der gegenwärtigen und potenziellen Anteilhaber erhalten, wenn nicht sogar selbst produzieren“, vgl. *Ballwieser, W.* (1976), S. 231. Im weiteren Verlauf der Arbeit wird jedoch der von § 15a WpHG erfasste Teil der Insider näher spezifiziert, vgl. unten Abschnitt 2.4.2.

⁴ Zur Demoralisierung der Investoren und Destabilisierung des Kapitalmarkts durch Insiderhandel siehe auch *Levitt*, damaliger Chairman der SEC, vgl. *Levitt, A.* (1998).

Transaktionen in Wertpapieren, deren Kursentwicklung eng mit der wirtschaftlichen Entwicklung des betreffenden Unternehmens verbunden ist, der BaFin als zuständiger Überwachungsbehörde anzuzeigen und anschließend zu veröffentlichen. Dieses Vorgehen soll die Transparenz an den Kapitalmärkten erhöhen und zugleich dem Ziel der Anlegergleichbehandlung dienlich sein.

Der Erfolg einer solchen Vorschrift und somit der Nutzen für den Kapitalmarkt bzw. seiner Teilnehmer hängt jedoch entscheidend von der genauen Ausgestaltung der gesetzlichen Vorgaben ab. Beispielsweise ist es notwendig, sowohl den Kreis der meldepflichtigen Personen als auch die von der Regelung betroffenen Transaktionsarten und Wertpapiergattungen zu definieren. Weiterhin sollte das gesetzlich vorgeschriebene Vorgehen zur Veröffentlichung der Meldungen den beiden oben genannten Zielen gerecht werden. Eine die Interessen aller Beteiligten berücksichtigende Offenlegungspflicht muss einerseits dem Informationsbedürfnis der Kapitalmarktteilnehmer Rechnung tragen, ohne ihn jedoch mit nutzlosen Nachrichten zu überfluten. Andererseits muss sie zum Ziel haben, die Pflichten bzw. die damit verbundenen Kosten sowie die Einschränkungen für die meldepflichtigen Personen und die betroffenen Unternehmen in einem vertretbaren Rahmen zu halten.

Ziel der vorliegenden Arbeit ist es, die derzeitigen Vorgaben des § 15a WpHG zur Offenlegung von Wertpapiertransaktionen durch Führungspersonen, sog. Directors' Dealings, vor dem Hintergrund der vom Gesetzgeber formulierten Zielsetzung des Anlegerschutzes und der Steigerung der Markttransparenz zu beurteilen. Dabei sollen insbesondere die im Rahmen des AnSVG und des TUG durchgeführten Reformen des § 15a WpHG einer kritischen Beurteilung unterzogen werden. Diese Einschätzung basiert auf einer empirischen Analyse der Entwicklung der jeweiligen Wertpapierkurse rund um den Transaktionstag bzw. der Kurs- und Umsatzentwicklung der Wertpapiere im Anschluss an die Veröffentlichung der dazugehörigen Meldung. Aufbauend auf diesen Beobachtungen können Rückschlüsse auf das Ausmaß des Informationsvorsprungs der Führungspersonen und die Relevanz der veröffentlichten Geschäfte für die Kapitalmarktteilnehmer gezogen werden. Eine solche Studie liefert darüber hinaus Erkenntnisse hinsichtlich der Informationsverarbeitung am deutschen Kapitalmarkt und erlaubt seine Einordnung aus dem Blickwinkel der Informationseffizienz. Zu diesem Zweck wird die Kapitalmarktreaktion auf eine Zweitpublikation bereits veröffentlichter Insidertransaktionen im Handelsblatt analysiert.

1.2 Der Begriff „Directors’ Dealings“ und Eingrenzung der Arbeit

Für die im Fokus der vorliegenden Untersuchung stehenden Wertpapiertransaktionen von Führungspersonen hat sich im angloamerikanischen Rechtsraum der Begriff „directors’ dealings“ herausgebildet.⁵ Im deutschen Sprachraum wird bisweilen die Formulierung „Eigengeschäfte von Führungskräften“ verwendet. Da es sich dabei jedoch nur um die einfache Übersetzung des englischen Begriffs – mit Verlust der Alliteration – und nicht um eine auf die deutschen Vorgaben angepasste Präzisierung des Sachverhalts handelt,⁶ hat sich auch in der deutschen Literatur der Begriff „Directors’ Dealings“ als Synonym für die Offenlegungspflicht von Insidertransaktionen nach § 15a WpHG etabliert.

In Abhängigkeit von der zugrunde liegenden nationalen Rechtsordnung ist der Begriff allerdings unterschiedlich weit auszulegen. Eine allgemeingültige Definition von Directors’ Dealings, die auch als Grundlage für die vorliegende Arbeit dienen soll, findet sich bei *Osterloh*:

„Directors’ Dealings liegen vor, wenn Personen, die aufgrund einer besonderen Beziehung zu einem Emittenten und der damit abstrakt verbundenen Möglichkeit von Informationsvorteilen gegenüber dem Markt, Geschäfte mit Wertpapieren des Emittenten tätigen, auch wenn sie im konkreten Fall von ihren Informationsvorteilen keinen Gebrauch machen.“⁷

Die notwendige rechtliche Konkretisierung dieser allgemein gehaltenen Definition erweist sich allerdings als problematisch und eine in der Praxis anwendbare Regelung führt zwangsläufig zu einer Eingrenzung des Sachverhalts und in der Folge des Untersuchungsgegenstands dieser Arbeit. Beispielsweise bereitet die Festlegung der von der Vorschrift erfassten Personen Schwierigkeiten.⁸ In den meisten Rechtsräumen werden außenstehende Dritte, wie beispielsweise Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Investmentbanker oder Rechtsanwälte, nicht von der Regelung zur Offenlegung von Directors’ Dealings erfasst. Auch in Deutschland fallen deren Wertpapiergeschäfte nicht in den Anwendungsbereich des § 15a WpHG und werden somit nicht im Rahmen dieser Arbeit besprochen. Außerdem ist der illegale Insiderhandel, also Wertpapiertransaktionen, die auf Insiderinformationen i.S. des § 13 WpHG beruhen und damit dem Insiderhandels-

⁵ Als Synonyme für diesen Sachverhalt sind die Begriffe insider dealing, directors’ trading, insider trading oder managers’ transactions zu sehen. Als gängigste Formulierung weist jedoch directors’ dealings mittlerweile die größte Verbreitung in der Literatur auf.

⁶ Vgl. *Osterloh, F. (2007)*, S. 40.

⁷ *Osterloh, F. (2007)*, S. 41.

⁸ Siehe dazu die Ausführungen im Abschnitt 2.4.2

verbot nach § 14 WpHG unterliegen, nicht Gegenstand der Untersuchung, auch wenn für einzelne Transaktionen dieser Tatbestand nicht explizit ausgeschlossen werden kann.⁹ Weiterhin kann die Studie nur diejenigen Transaktionen berücksichtigen, die der BaFin angezeigt und anschließend veröffentlicht werden. Darüber hinaus konzentriert sich die Arbeit auf die gemeldeten Geschäfte in Aktien. Zwar unterliegen auch andere Wertpapiergattungen wie beispielsweise Optionsscheine oder Zertifikate der Meldepflicht nach § 15a WpHG, jedoch ist aufgrund der Hebelwirkung, evtl. Laufzeitbeschränkung oder Kapitalschutzklauseln sowie divergierender steuerlicher Behandlung dieser Papiere keine homogene Signalwirkung zu erwarten. Eine aus diesen Gründen empfehlenswerte separate Betrachtung der unterschiedlichen Wertpapiergattungen ist allerdings aufgrund der geringen Anzahl von Transaktionen in solchen Papieren im Untersuchungszeitraum nicht möglich.

1.3 Aufbau der Arbeit

Ziel der einleitenden Ausführungen dieses Kapitels ist es, die Motivation zur vorliegenden Arbeit sowie die vorgenommene Eingrenzung der Untersuchung darzustellen. Die Grundlagen zur weiteren Vertiefung der Thematik finden sich in Kapitel 2. Darin wird zunächst die Problematik der Informationsasymmetrie zwischen unterschiedlichen Marktteilnehmern diskutiert und der Frage nachgegangen, inwieweit bestehende Asymmetrien durch Offenlegung von Informationen abgebaut werden können. Dabei wird auch auf die Verarbeitung von Informationen am Kapitalmarkt anhand des Konzepts der Informationseffizienz eingegangen. Weiterhin ist es für das Verständnis und die spätere Analyse der offenlegungspflichtigen Insidertransaktionen zweckdienlich, sich mit den einschlägigen gesetzlichen Vorgaben auseinanderzusetzen. Dazu werden ausgehend von den Regelungen in den USA und Großbritannien sowie den Vorgaben auf EU-Ebene die deutschen Vorgaben detailliert dargestellt und diskussionswürdige Aspekte der Meldepflicht identifiziert.

Weiterhin ist es nützlich, die bereits vorliegenden wissenschaftlichen Erkenntnisse zur Meldepflicht für Insidertransaktionen näher zu diskutieren. In Kapitel 3 wird dabei der Fokus nicht nur auf die ersten bereits vorliegenden Ergebnisse für den deutschen Kapitalmarkt gelegt, sondern es werden auch die für diese Forschungsrichtung wegweisen-

⁹ Es erscheint jedoch sehr unwahrscheinlich, dass ein unter Nutzung von Insiderinformationen durchgeführtes Geschäft anschließend der BaFin gemeldet wird, da dies einer Selbstanzeige gleichkäme.