

A. Betzer • J. Gilder • D. Metzger • E. Theissen

**strategic trading and trade reporting
by corporate insiders**

CFR working paper 09-15

Insider wie Vorstandsmitglieder, Aufsichtsräte oder Großaktionäre in den USA müssen Transaktionen in den Aktien ihres Unternehmens offenlegen. Vor Inkrafttreten des Sarbanes-Oxley Act (SOX) in 2002 besaßen sie dazu erhebliche Spielräume. Insider hatten vor SOX bis zum 10. Kalendertags des Folgemonats Zeit, ihre Transaktionen zu melden. Das ermöglichte ihnen die Ausführung einer Serie von Transaktionen, bevor überhaupt eine Transaktion gemeldet werden musste. Dieses Verhalten bezeichnen wir als „strategisch“. Für einen Insider ist ein solches Verhalten attraktiv, da er Folgetransaktionen zu günstigeren Preisen durchführen kann als im Falle einer unmittelbaren Offenlegung. Die Offenlegung von Insidertransaktionen birgt nämlich wichtige Informationen für andere Marktteilnehmer. Marktpreise können daher zwischen Handels- und Veröffentlichungstag verzerrt sein. Somit beeinträchtigt strategisches Verhalten möglicherweise die Markteffizienz.

Basierend auf US-Insidermeldungen zwischen 1992 und 2001 analysieren wir in diesem Aufsatz strategisches Handeln und strategische Meldungen. Wir identifizieren zunächst das Ausmaß der Meldungsverzögerungen. Dann stellen wir fest, ob Insider Spielräume strategisch ausnutzen und ob ein solches strategisches Verhalten systematisch von Unternehmens- und Insidercharakteristika abhängt. Darüber hinaus beurteilen wir, wie sich Meldungsverzögerungen auf die Markteffizienz auswirken. Abschließend untersuchen wir die Marktwahrnehmung von strategischem Insiderverhalten. Wir kommen zu den folgenden hauptsächlichen Ergebnissen:

- (1) Wir dokumentieren erhebliche Verletzungen der Meldepflicht: 13% aller Transaktionen werden zu spät offengelegt. Es gibt deutliche Hinweise auf die Existenz strategischen Handelns. Nur 32% der Transaktionen sind nicht-strategisch.
- (2) Verletzungen der Meldepflicht und strategisches Handeln sind in Unternehmen wahrscheinlicher, deren Eigenschaften darauf hinweisen, dass sie einer geringen kritischen Beobachtung von Investorensseite unterliegen.
- (3) Die Marktpreise sind zwischen Handels- und Veröffentlichungstag verzerrt. Daraus lässt sich ableiten, dass Meldungsverzögerungen der Markteffizienz schaden.
- (4) Unsere Analyse legt offen, dass Marktteilnehmer anscheinend strategischen Transaktionen einen höheren Informationsgehalt unterstellen als nicht-strategischen.

Unsere Ergebnisse haben wichtige Implikationen für die Gestaltung der Regulierung von Insiderhandel. Gesetzgeber, die aktuell lange Meldungsverzögerungen zulassen, sollten strengere Veröffentlichungspflichten implementieren, um dadurch die Markteffizienz zu verbessern und uninformierte Marktteilnehmer zu schützen.