

A. Betzer • E. Theissen

**insider trading and corporate governance:
The case of Germany**

CFR working paper 07-07

Seit dem 01.07.2002 sind Insider (Mitglieder des Vorstandes und Aufsichtsrates und deren Angehörige) eines an einer deutschen Börse zugelassenen Unternehmens nach §15a Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) gesetzlich verpflichtet, eigene Geschäfte mit Aktien oder Derivaten des Unternehmens dem Bundesamt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zu melden und somit der Öffentlichkeit zugänglich zu machen.

Wir untersuchen im Zeitraum der ersten beiden Jahre nach Einführung des Gesetzes mit Hilfe einer Ereignisstudie die Aktienkursreaktionen auf die Veröffentlichung dieser Insider-Transaktionen. Des Weiteren identifizieren wir in einer Regressionsanalyse die Determinanten der Höhe dieser Aktienkursreaktionen.

Unsere Untersuchungen liefern die folgenden wesentlichen Ergebnisse:

1. Transaktionen von Unternehmensinsidern haben einen signifikanten Einfluss auf den Aktienkurs. In den 20 Tagen nach dem Handelstag des Insiders belaufen sich die um das Marktmodell angepassten kumulierten abnormalen Renditen für Insiderkäufe auf 3,6% und für Insiderverkäufe auf -3,54%.
2. Die Aktionärsstruktur des Unternehmens beeinflusst die Höhe der abnormalen Rendite, die durch den Insider-Handel ausgelöst wird. Die Aktienkursreaktion nach Insidertransaktionen in Unternehmen mit atomistischer Anteilseignerstruktur ist signifikant höher als die nach Insidertransaktionen in Unternehmen mit einem großen Anteilseigner, der das Management aktiv kontrollieren kann. Dies lässt darauf schließen, dass die Informationsasymmetrie zwischen Unternehmensinsidern und dem Kapitalmarkt in Unternehmen mit atomistischer Eigentümerstruktur größer ist.
3. Unser wichtigstes Ergebnis ist, dass Insidertransaktionen, die im Zeitraum von zwei Monaten vor der Veröffentlichung von Jahres- oder Halbjahresergebnissen und einem Monat vor der Veröffentlichung von Quartalergebnissen stattfinden, einen signifikant höheren Einfluss auf den Aktienkurs haben als Transaktionen außerhalb dieser Zeiträume. Dieses Ergebnis lässt darauf schließen, dass die Informationsasymmetrie zwischen Insidern und dem Kapitalmarkt vor der Bekanntgabe von Jahres-, Halbjahres- und Quartalergebnissen besonders hoch ist. Außerdem liefert es eine Rechtfertigung für die britische Gesetzgebung, die Unternehmensinsidern in den betreffenden Perioden den Handel verbietet.