
ZUSAMMENFASSUNG

Eine empirische Analyse der Directors' Dealings im deutschsprachigen Raum

Dr. Marc Emanuel Schüssler

Die vorliegende Dissertation untersucht empirisch die gemeldeten Insidertransaktionen in Deutschland, der Schweiz und Österreich. Als Datenbasis dienen die öffentlich zugänglichen Informationen zu den einzelnen Insidergeschäften, die von den jeweiligen Homepages der zuständigen Aufsichtsbehörde, BaFin, SIX und FMA, bezogen werden können. Der Analyse-Zeitraum umfasst alle Directors' Dealings seit Inkrafttreten der Meldepflicht in den einzelnen Ländern (Deutschland: 1. Juli 2002, Schweiz: 1. Juli 2005, Österreich: 2. Mai 2005) bis zum 31. Juli 2009. Im endgültigen Datensatz sind somit 25.937 Transaktionen für Deutschland, 10.500 Transaktionen für die Schweiz und 2.764 Transaktionen für Österreich enthalten. Nach Aufbereitung der Datensätze werden jedoch durch Selektions- und Aggregationsvorgänge nur zwischen 44% und 67% der Menge der Ausgangsdatsätze für die empirische Untersuchung verwendet. Mittels des Verfahrens der Ereignisstudie nach MacKinlay (1997) werden anhand des Marktmodells Überrenditen (CARs = cumulative abnormal returns) berechnet und mithilfe der Testverfahren nach Boehmer et al. (1991) und Corrado (1989) auf Signifikanz geprüft.

Der erste Teil der Untersuchung besteht darin, die derzeit herrschende, empirisch ausgerichtete Literatur bzgl. des Insiderhandels zu testen und zu komplettieren sowie die Werteffekte von gemeldeten Insidertransaktionen aus verschiedenen Blickwinkeln zu analysieren. Es kann in diesem Zusammenhang gezeigt werden, dass Insider, im Einklang mit den bisherigen Arbeiten zum Thema Insiderhandel, in der Lage sind, überwiegend signifikante CARs sowohl bei ihren Käufen als auch bei ihren Verkäufen zu erzielen. 20 Geschäftstage nach dem Handelstag der Insidertransaktion erreichen Insider kaufseitig Überrenditen von 2,45% für Deutschland, 1,26% für die Schweiz und 0,48% für Österreich. Verkaufsseitig können Überrenditen von -2,82% für Deutschland, -1,39% für die Schweiz und -0,49% für Österreich berechnet werden. Insider verfolgen zudem eine Konträr-Strategie und kaufen (verkaufen) insbesondere dann Aktien des eigenen Unternehmens, wenn die Kurse gesunken (gestiegen) sind. Eine Überprüfung der Vorteilhaftigkeit einer Nachahmerstrategie durch Outsider kann nur auf Basis des deutschen Datensatzes durchgeführt werden, da hier sowohl der Handelstag als auch der Veröffentlichungstag der

Transaktion der Allgemeinheit zur Verfügung stehen. Outsider erzielen hierzulande signifikante Überrenditen von 2,13% bei Käufen und -2,82% bei Verkäufen. Die Beobachtungen sprechen für die aufgestellte Vermutung, dass die Märkte nicht mittelstark informationseffizient im Sinne von Fama (1970) sind.

Es ist davon auszugehen, dass die gemessene Profitabilität des Insiderhandels durch zahlreiche weitere Einflussgrößen bestimmt bzw. beeinflusst wird. Daher wird auch der Effekt verschiedener insider- und unternehmensspezifischer Variablen wie z.B. der Transaktionsgröße oder der Unternehmensgröße (approximiert durch die Marktkapitalisierung) auf die Höhe der kumulierten abnormalen Renditen näher untersucht. Zudem erfolgt für alle erfassten Länder eine Analyse der Wirkung der aktuellen Finanzmarktkrise auf das Transaktionsverhalten der Insider. Auch während der Finanzkrise sind Insider imstande, signifikante CARs zu generieren. Eine genauere Beobachtung des Insiderverhaltens in der Finanzkrise zeigt weiterhin, dass Insider insbesondere dann mit einer überdurchschnittlichen Kaufaktivität agieren, wenn unmittelbar zuvor erhebliche Kursverluste zentraler Leitindikatoren zu verzeichnen waren. Eine besondere Verkaufsaktivität vor diesen Kursverlusten liegt hingegen nicht vor.

Der zweite Teil der Untersuchung, die sich mit der Motivation von Insiderhandel beschäftigt, setzt die gemeldeten Insidertransaktionen in den Zusammenhang mit einer fundamentalen Bewertungsmethode. Es erfolgt die Berechnung impliziter Risikoprämien nach dem Residual-Income-Model (RIM) von Gebhardt et al. (2001). Diese Methode nutzt spezifische Unternehmensdaten (z.B. Buchwert des Eigenkapitals, Schätzungen von Gewinnen über sog. Analystenkonsensus-Schätzungen), um so den inneren Wert eines Unternehmens zu ermitteln. Die vorliegende Dissertation zeigt, dass sich Insider bei ihrer Anlageentscheidung am fundamentalen Wert des Unternehmens orientieren und speziell dann Aktien kaufen (verkaufen), wenn die Risikoprämien im Zeitablauf gestiegen (gesunken) sind. Darüber hinaus handeln sie insbesondere im Vorfeld der Änderungen von Analystenprognosen, wobei sie die Anpassung der Schätzungen durch Kauf- bzw. Verkaufsentscheidungen insgesamt gut vorhersehen und somit gewinnbringend agieren. Dies unterstreicht die guten Timingfähigkeiten der Insider.

Im dritten und letzten Teil der Untersuchung werden die ermittelten Ergebnisse bzgl. der Werteffekte und der Motivation von Insiderhandel dazu genutzt, eine profitable Nachahmerstrategie für Anleger (Outsider) zu implementieren, die hinausgeht über ein einfaches Abbilden der Insidertransaktion, wie es in den meisten empirischen Arbeiten modelliert

wird. In einer modifizierten Nachahmerstrategie werden von Insidern gehandelte Aktien in ein Kauf- bzw. Verkaufs-Portfolio aufgenommen, wenn gewisse fundamentale Kriterien erfüllt sind (oder eine konkrete Risikoprämienhöhe am Veröffentlichungstag der Insidertransaktion vorliegt). Es finden innerhalb dieser zweistufigen Strategie nur solche Insidertransaktionen Berücksichtigung, die fundamental gerechtfertigt sind, so dass ausschließlich potentiell ertragreiche Transaktionen in die Analyse einfließen. Im Ergebnis ist eine Überlegenheit dieser Selektionsstrategie zu erkennen. Die erzielbaren CARs für Outsider auf Basis einer Kombination aus Fundamentalbewertung und Insidertiming fallen deutlich höher aus, verglichen mit einer einfachen Nachahmerstrategie.