

A. Betscher und E. Theissen

sooner or later: delays in trade reporting by corporate insiders

CFR working paper 08-06

Dieser Aufsatz untersucht die "Directors' Dealings" der meldepflichtigen Organmitglieder deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften. Bis Ende September 2004 hatte die Meldung einer Transaktion "unverzüglich" zu erfolgen. Wir zeigen, daß es tatsächlich zu teils sehr erheblichen Verzögerungen bei der Meldung kam. Über 25% der meldepflichtigen Transaktionen wurde erst nach mehr als einer Woche gemeldet. Zudem finden sich Belege für ein strategisches Verzögern der Meldung. Dabei führt der gleiche meldepflichtige Insider an verschiedenen Tagen mehrere Transaktionen durch, meldet diese aber erst, nachdem alle Transaktionen abgeschlossen sind. Da die Meldung von Insidertransaktionen systematische Preisreaktionen hervorruft, ist dieses Verhalten potentiell geeignet, die Transaktionspartner zu schädigen.

Wir stellen weiter fest, daß die Dauer der Verzögerung bei der Meldung nicht zufällig ist, sondern von bestimmten Charakteristika des Unternehmens abhängt. Insbesondere erfolgen Meldungen bei Unternehmen mit atomistischer Eigentümerstruktur und bei Unternehmen, die deutsche Rechnungslegungsstandards anwenden, tendenziell mit größerer Verzögerung.

Schließlich untersuchen wir die Kursreaktionen nach der Veröffentlichung der Meldung. Dabei bestätigen wir zunächst Ergebnisse früherer Untersuchungen, nach denen die Meldung eine Kursreaktion (positiv nach Käufen, negativ nach Verkäufen) hervorruft. Wir stellen dann fest, daß die Höhe dieser Kursreaktion unabhängig von der Meldeverzögerung ist. Das bedeutet aber, daß in der Zeit zwischen der Transaktion und ihrer Meldung der Aktienkurs verzerrt ist - wäre die Meldung schon erfolgt, wäre der Kurs ein anderer. Verzögerungen bei der Meldung von Directors' Dealings beeinträchtigen damit den Informationsgehalt von Aktienkursen. Insoweit liefern unsere empirischen Ergebnisse eine Rechtfertigung für die Forderung nach einer Regulierung, die eine schnelle Meldung fordert und diese Forderung auch durchsetzt.