

Einfluss von legalem Insider Trading auf die Entwicklung von Aktienkursen

Bachelorarbeit

in

Banking und Finance

am

**Institut für schweizerisches Bankwesen
der Universität Zürich**

bei

PROF. DR. Markus Leippold

Verfasser:

Stefan Grossmann

Juni 2010

Executive Summary

Insidertransaktionen sind in der Presse sowie bei den Regulatoren ein sehr häufig beachtetes Themengebiet. Verschiedene Wirtschaftsmedien berichten regelmässig über Aktienmarkttransaktionen, ausgeführt durch Insider. Unter Insider sind in diesem Zusammenhang Personen zu verstehen, welche Zugang zu öffentlich nicht verfügbaren Unternehmensinformationen haben. Herauszufinden, welche Auswirkungen solche Transaktionen auf zukünftige Aktienkursentwicklungen haben, ist für Investoren wie auch für die Wissenschaft ein sehr interessantes Themengebiet. Verschiedene ausführliche Studien, vor allem für die USA und Grossbritannien, haben sich mit dieser Thematik befasst. Für Kontinentaleuropa sind hingegen nur sehr wenige wissenschaftliche Studien zu finden.

Die vorliegende Untersuchung beschäftigt sich mit Insidertransaktionen für die Länder Schweiz und Deutschland. Es wurden zwei umfassende, aktuelle Datensätze mit Insidertransaktionen analysiert. In Zentrum steht dabei die Frage: Können Insider gegenüber dem Markt eine zusätzliche Rendite verdienen? Daraus ergeben sich verschiedene Hypothesen: Da Insider grundsätzlich besser informiert sind über zukünftige Gewinne in ihren Firmen als externe Anleger, haben ihre Transaktionen einen Prognose-Charakter für zukünftige Aktienkursentwicklungen. Dabei folgen auf Käufe positive, auf Verkäufe negative Überrenditen. Auch haben Insider ein gutes Verständnis für die aktuelle Bewertung des eigenen Unternehmens. Sie kaufen Aktien nachdem der Preis gesunken ist und verkaufen nach einem Preisanstieg. Auf diese, sowie weitere Spezifikationen der Hypothesen (Position des Insiders, Transaktionswert, Marktwert der Firma, Preis-Buch-Verhältnis der Firma), wird in der vorliegenden Arbeit eingegangen.

Grundsätzlich ist es Insidern verboten, aufgrund von zusätzlichen Informationen zu handeln. Trotzdem aber dürfen Insider Aktien des eigenen Unternehmens kaufen und verkaufen. Insiderhandel wird in der Schweiz auf gesetzlicher Ebene im Strafgesetzbuch geregelt, zudem gelten die Richtlinien zu Managementtransaktionen der Schweizer Börse SIX. In Deutschland werden solche Transaktionen grundsätzlich im Wertpapierhandelsgesetz behandelt. Käufe und Verkäufe von Aktien müssen gemeldet werden, in der Schweiz bei der SIX Exchange Regulation, in Deutschland unter anderem bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Diese beiden Institutionen veröffentlichen diese Meldungen dann auf ihren Websites und machen so die Meldung einer breiten Öffentlichkeit bekannt.

Gesamthaft wurden für Deutschland nach der Datensatzbereinigung 15'125 solche Transaktionen untersucht, davon 9'443 Käufe und 5'682 Verkäufe. Diese Transaktionen haben einen Gesamtwert von über 13 Milliarden Euro und wurden von Juli 2002 an erhoben. In der Schweiz wurden seit dem Jahr 2005 1'335 Kauftransaktionen und 1'964 Verkaufstransaktionen gezählt. Der gesamthafte Transaktionswert beläuft sich auf über 6.5 Milliarden Schweizer Franken.

Anhand dieser Meldungen wurden mittels einer Ereignisstudie nach Campbell et al. (1997) die Renditen der Aktien gegenüber dem Markt vor und nach jeder einzelnen Insidertransaktion berechnet. Der arithmetische Durchschnitt über die Elemente einer Kategorie bildete dann die jeweilige Überrendite für die entsprechende Kategorie. Die Daten wurden anhand verschiedener Eigenschaften für unterschiedliche Analysen kategorisiert. Grundsätzlich wurde immer in Käufe und Verkäufe unterschieden. Zusätzlich wurde die Position des Insiders, der Einfluss der Transaktionsgrösse, der Marktwert der unterliegenden Firma und das Preis-Buch-Verhältnis der Firma betrachtet. Alle Berechnungen wurden für verschiedene Perioden vorgenommen. Die Modell-Robustheit wurde mit dem Vergleich der Überrenditen für Kauf und Verkaufstransaktionen mit drei weiteren Modellen getestet.

Die mit der Event Studie berechneten Ergebnisse, zeigen hohe, über alle Perioden positive und statistisch signifikante Überrenditen nach Käufen. 120 Tage nach einer Kauftransaktion finden wir eine Überrendite von 6.66 Prozent für Deutschland und 7.46 Prozent für die Schweiz. Bei Verkäufen zeigen sich für Deutschland nur in der Frist bis 30 Tage signifikante, negative Überrenditen. Für längere Perioden werden diese positiv, bleiben aber signifikant. Für die Schweiz können hier keine signifikanten Überrenditen gezeigt werden. Die Grundhypothese kann aufgrund dessen nicht vollständig bestätigt werden.

Betrachtet man die Periode vor Insidertransaktionen, konnten für beide Länder sehr hohe und statistisch signifikante Überrenditen gezeigt werden, wobei diese für Verkäufe deutlich höher sind. Es zeigt sich somit, dass Insider die aktuelle Bewertung des Unternehmens sehr genau kennen und ihre Transaktionen zum richtigen Zeitpunkt ausführen, bei Verkäufen noch mehr als bei Käufen.

Eine Untersuchung bezüglich der Stellung des Insiders im Unternehmen gab eine schwache Evidenz für die Hypothese von höheren Überrenditen bei Insider, welche näher am Tagesgeschäft sind. Transaktionen von exekutiven Führungskräften sind also im Vergleich zu Nicht-Exekutiven mit leicht höheren Überrenditen verbunden.

Keine höheren Überrenditen konnten bei Transaktionen mit grösseren Transaktionswerten gefunden werden. Nur bei Kauftransaktionen und einem Transaktionswert $< 250'000$ EUR bzw. CHF sind die Überrenditen statistisch signifikant. Vor einer Transaktion zeigen sich bei kleineren Transaktionswerten die höchsten Überrenditen.

Bei Firmen mit niedriger Marktkapitalisierung konnten höhere Überrenditen gemessen werden, sowohl vor wie auch nach Kauftransaktionen. Die Überrenditen nach Verkäufen sind oft positiv, statistisch aber nicht immer signifikant, zudem bei kleinen Firmen grundsätzlich höher als bei grossen. Auch vor solchen Transaktionen zeigen sich die höchsten Überrenditen bei den tiefkapitalisierten Firmen.

Hohe Überrenditen können nach Käufen bei Firmen mit tiefem Preis-Buch-Verhältnis gemessen werden. Bei einem hohen Preis-Buch-Verhältnis können hingegen Insider durch den Verkauf gehaltener Aktien deutliche Kursgewinne realisieren.

Der Modellvergleich zeigt sehr ähnliche Resultate, sowohl für die Höhe der Überrenditen wie auch für deren statistische Signifikanz. Als einziger Unterschied zeigen zwei der Modelle, berechnet mit kumulierten Tagesrenditen, klar negative, signifikante Überrenditen gegenüber dem Markt nach Verkaufstransaktionen.

Ein letzter Abschnitt befasst sich mit den Möglichkeiten für Aussenstehende, an den Überrenditen der Insider zu partizipieren. Es zeigt sich, dass auch bei der Berücksichtigung von Transaktionskosten sowie einen Informationsnachteil wegen der Zeitperiode von einer Transaktion bis zur Veröffentlichung der Meldung dieser Transaktion positive Überrenditen verdient werden können. Die Handelsstrategie ergibt sich implizit aus den präsentierten Resultaten: Es ist profitabel eine Aktie zu kaufen, wenn ein Insider diese kauft, und eine Aktie zu verkaufen, wenn ein Insider diese verkauft. Jedoch ist es nicht profitabel, eine Short-Position bei Insiderverkäufen einzugehen. Zudem ist es wichtig, dass alle Transaktionen imitiert werden, und zwar gleichgewichtet nach Anzahl der Aktien. Denn nicht jede einzelne Transaktion ist profitabel, nur aggregiert über alle Transaktionen ergeben sich für bestimmte Kategorien positive, bzw. negative Überrenditen.

Es kann gezeigt werden, dass Insider ihre Informationsvorsprünge gegenüber dem Markt bewusst in ihre Anlageentscheidung mit einfließen lassen. Die meisten der errechneten Resultate sind vergleichbar mit jenen der Studien für Deutschland und die Schweiz, aber auch mit Studien für andere Länder. Die Robustheit der Ergebnisse wird somit zusätzlich bestätigt.