

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	XVII
Tabellenverzeichnis.....	XIX
Abbildungsverzeichnis	XXIII
Symbolverzeichnis	XXV
1 Einleitung.....	1
1.1 Problemstellung	1
1.2 Gang der Untersuchung	4
2 Rechtliche Grundlagen der Offenlegungspflicht für Directors' Dealings.....	7
2.1 Begriffsdefinitionen	7
2.2 Das US-amerikanische Insiderrecht als Vorbild der deutschen Regelung	10
2.2.1 Einschränkungen des Insiderhandels	11
2.2.2 Pflicht zur Abführung von Spekulationsgewinnen	12
2.2.3 Pflicht zur Offenlegung von Insidergeschäften	14
2.3 Entwicklung und Stand der insiderrechtlichen Vorschriften in Deutschland.....	16
2.3.1 Einschränkungen des Insiderhandels	16
2.3.2 Pflicht zur Offenlegung von Insidergeschäften	20
2.3.2.1 Veröffentlichungspflicht im Regelwerk des Neuen Markts	22
2.3.2.2 Veröffentlichungspflicht gemäß § 15a WpHG	23
2.4 Stand der Bemühungen um eine EU-weite Offenlegungspflicht für Directors' Dealings	27
2.4.1 Die Marktmissbrauchsrichtlinie der EU	28
2.4.2 Empfehlungen zur Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie	29
2.5 Dimensionen einer Beurteilung der derzeitigen Regelung und der bevorstehenden Anpassungen.....	31
2.5.1 Notwendigkeit einer Offenlegungspflicht für Insidergeschäfte.....	31

2.5.1.1	Vorbeugung illegalen Insiderhandels	32
2.5.1.2	Indikatorfunktion für zukünftige Unternehmensaussichten.....	33
2.5.1.3	Kenntnisnahme der gemeldeten Geschäfte durch die Marktteilnehmer	34
2.5.2	Kritische Aspekte bei der Ausgestaltung der Offenlegungspflicht	35
2.5.2.1	Medium der Veröffentlichung und zeitliche Verzögerung der öffentlichen Kenntnisnahme	35
2.5.2.2	Notwendigkeit einer Bagatellgrenze.....	37
3	Theoretische und methodische Grundlagen zur Beurteilung der Offenlegungspflicht	39
3.1	Beurteilung der Offenlegungspflicht vor dem Hintergrund der Informationseffizienz des Kapitalmarktes	39
3.1.1	Der Markteffizienzbegriff von Fama	40
3.1.2	Formen der Informationseffizienz	42
3.1.3	Überprüfung der Informationseffizienz und bisherige Erkenntnisse am deutschen Kapitalmarkt	44
3.1.3.1	Strenge Form der Informationseffizienz	44
3.1.3.2	Mittelstrenge Form der Informationseffizienz	47
3.1.3.3	Schwache Form der Informationseffizienz	48
3.1.4	Implikationen	50
3.2	Beurteilung der Offenlegungspflicht im Rahmen der durchzuführenden Ereignisstudie.....	52
3.2.1	Konzeption und Ablauf von Ereignisstudien.....	53
3.2.2	Modelle zur Erklärung der Preisbildung auf Kapitalmärkten.....	54
3.2.2.1	Ökonomische Modelle	55
3.2.2.1.1	Capital Asset Pricing Model (CAPM).....	56
3.2.2.1.2	Mehrfaktorenmodelle	57
3.2.2.1.3	Arbitrage Pricing Theory (APT)	58
3.2.2.1.4	Alternative Preisbildungsmodelle	59

3.2.2.2	Statistische Modelle	60
3.2.2.2.1	Mittelwertbereinigtes Modell (Mean Adjusted Return Model).....	61
3.2.2.2.2	Marktbereinigtes Modell (Market Adjusted Return Model)	62
3.2.2.2.3	Marktmodell (Market Model).....	63
3.2.3	Unternehmensgrößenabhängige Besonderheiten der Preisbildung: der Size-effect	65
3.2.3.1	Der Size-effect am US-amerikanischen Kapitalmarkt.....	66
3.2.3.2	Der Size-effect am deutschen Kapitalmarkt	68
3.2.3.3	Die Relevanz des Size-effect für die durchzuführende Untersuchung	70
4	Analyse bisheriger empirischer Untersuchungen zum Insiderhandel auf Aktienmärkten	71
4.1	Untersuchungen von aufgedeckten Insiderhandelsverstößen	72
4.2	Untersuchungen des Insiderhandels im Zusammenhang mit unternehmensspezifischen Ereignissen.....	76
4.2.1	Die Studie von Schmidt/Wulff (1993).....	77
4.2.2	Die Studie von Seeger (1998).....	79
4.2.3	Zusammenfassung	82
4.3	Untersuchungen des gemeldeten Insiderhandels (Directors' Dealings).....	83
4.3.1	Erkenntnisse über den gemeldeten Insiderhandel in den USA.....	84
4.3.1.1	Erste Ergebnisse.....	85
4.3.1.2	Die Studien von Lorie/Niederhoffer (1968) und Pratt/DeVere (1970).....	86
4.3.1.3	Die Studie von Jaffe (1974)	87
4.3.1.4	Die Studie von Finnerty (1976)	89
4.3.1.5	Die Studie von Seyhun (1986).....	90
4.3.1.6	Die Studie von Rozeff/Zaman (1988).....	93
4.3.1.7	Weiterentwicklungen der klassischen Studien.....	95
4.3.1.8	Zusammenfassung.....	100

4.3.2	Erkenntnisse über den gemeldeten Insiderhandel im Vereinigten Königreich....	102
4.3.3	Erkenntnisse über den gemeldeten Insiderhandel in anderen Staaten	106
4.3.4	Fazit	107
5	Aufbau der eigenen empirischen Untersuchung.....	109
5.1	Der Einfluss des zeitlichen Ablaufs des gemeldeten Insiderhandels auf den Untersuchungsaufbau.....	110
5.1.1	Ablauf der Kommunikationsprozesse bei selbständiger Veröffentlichung durch den Emittenten	111
5.1.2	Ablauf der Kommunikationsprozesse bei Inanspruchnahme von "DGAP Directors-Dealings"	112
5.1.3	Folgerungen für den Aufbau der Untersuchung	115
5.2	Formulierung der Hypothesen für die empirische Untersuchung.....	116
5.2.1	Profitabilität des gemeldeten Insiderhandels und Indikatorfunktion.....	117
5.2.2	Kenntnisnahme der gemeldeten Wertpapiergeschäfte und Erhöhung der Markttransparenz	119
5.3	Zeitliche und sachliche Abgrenzung der Untersuchung und Datengewinnung.....	123
5.3.1	Festlegung der Untersuchungszeiträume	123
5.3.2	Gewinnung der Insiderhandelsdaten.....	124
5.3.3	Selektion der in die Untersuchung einbezogenen Transaktionen.....	126
5.3.4	Gewinnung der Kurs- und Umsatzdaten und Ermittlung der Aktienrenditen	128
5.4	Analyse abnormaler Renditen.....	130
5.4.1	Festlegung des Renditeerwartungsmodells.....	131
5.4.2	Auswahl geeigneter Referenzindices.....	134
5.4.3	Berechnung der Überrenditen.....	137
5.4.4	Exkurs: Transaktionskosten.....	140
5.4.5	Statistische Hypothesenformulierung	141
5.4.6	Überprüfung der Annahmen für die Parameterschätzung	143

5.4.6.1	Homoskedastizität.....	144
5.4.6.2	Autokorrelation.....	145
5.4.7	Überprüfung der statistischen Signifikanz.....	147
5.5	Analyse abnormaler Handelsumsätze.....	149
6	Ergebnisse der empirischen Untersuchung.....	153
6.1	Ergebnisse der Untersuchung der nach dem Regelwerk des Neuen Markts gemeldeten Geschäfte.....	153
6.1.1	Beschreibung des Datenbestands.....	154
6.1.2	Zusammenhang zwischen dem gemeldeten Insiderhandel und der Gesamtmarktentwicklung.....	156
6.1.3	Insiderprofitabilität aller gemeldeten Geschäfte und Indikatorfunktion.....	160
6.1.4	Insiderprofitabilität in Abhängigkeit von der Unternehmensgröße.....	165
6.1.5	Insiderprofitabilität in Abhängigkeit von der Stellung des Meldenden im Unternehmen.....	168
6.1.6	Insiderprofitabilität in Abhängigkeit von der Höhe des gemeldeten Handelsvolumens.....	171
6.1.7	Zusammenfassung.....	175
6.2	Ergebnisse der Untersuchung der nach § 15a WpHG gemeldeten Geschäfte.....	177
6.2.1	Beschreibung des Datenbestands der BaFin.....	178
6.2.2	Beschreibung des Datenbestands der DGAP.....	184
6.2.3	Zusammenhang zwischen dem gemeldeten Insiderhandel und der Gesamtmarktentwicklung.....	187
6.2.4	Insiderprofitabilität und Indikatorfunktion.....	188
6.2.4.1	Insiderprofitabilität aller gemeldeten Geschäfte.....	189
6.2.4.2	Insiderprofitabilität in Abhängigkeit von der Unternehmensgröße.....	193
6.2.4.3	Insiderprofitabilität in Abhängigkeit von der Stellung des Meldenden im Unternehmen.....	196
6.2.4.4	Insiderprofitabilität in Abhängigkeit von der Höhe des gemeldeten Handelsvolumens.....	197

6.2.4.5 Zusammenfassung.....	201
6.2.5 Kenntnisnahme der gemeldeten Geschäfte und Erhöhung der Markttransparenz	202
6.2.5.1 Ankündigungseffekt aller an die BaFin gemeldeten Geschäfte.....	203
6.2.5.2 Ankündigungseffekt der über die DGAP gemeldeten Geschäfte	206
6.2.5.3 Ankündigungseffekt in Abhängigkeit von der Unternehmensgröße	209
6.2.5.4 Ankündigungseffekt in Abhängigkeit von der Stellung des Meldenden im Unternehmen.....	212
6.2.5.5 Ankündigungseffekt in Abhängigkeit von der Höhe des gemeldeten Handelsvolumens.....	214
6.2.5.6 Zusammenfassung.....	216
7 Zusammenfassende Diskussion	219
Anhang	229
Literaturverzeichnis.....	239