

# **Der Informationsgehalt von Management-Transaktionen an der SIX Swiss Exchange**

Bachelorarbeit  
am  
Institut für Banking und Finance  
der  
Universität Zürich  
bei  
Prof. Dr. Martin Janssen

Verfasser: Patrick Schlumpf

Eingereicht am: 25. November 2011

## **Executive Summary**

### **Problemstellung**

Verwaltungsrats- und Geschäftsleitungsmitglieder haben aufgrund ihrer beruflichen Stellung Zugang zu Unternehmensinformationen, welche nicht öffentlich sind. In der Schweiz ist es diesen Personen grundsätzlich erlaubt, mit Finanzinstrumenten ihres Arbeitgebers zu handeln.<sup>1</sup> Solche Management-Transaktionen von Geschäftsleitungs- und Verwaltungsratsmitgliedern mit Finanzinstrumenten ihres Arbeitgebers müssen veröffentlicht werden, falls der Emittent an der SIX Swiss Exchange primärkotiert ist.

Ziel dieser Arbeit ist, zu untersuchen, ob solche veröffentlichte Management-Transaktionen als kursrelevante Informationen betrachtet werden können. Um diese Fragestellung beantworten zu können, werden die zwischen dem 1. Mai 2010 und dem 31. Mai 2011 auf der Internetseite der SIX Exchange Regulation veröffentlichten Management-Transaktionen mithilfe einer Ereignisstudie analysiert.

### **Vorgehen**

In Kapitel 2 werden die Offenlegungspflichten bei Management-Transaktionen der SIX Swiss Exchange mit den Offenlegungspflichten in Deutschland, Grossbritannien und den USA verglichen. Im Speziellen werden die Kreise der mitteilungspflichtigen Personen, die maximalen Zeiträume bis zur Veröffentlichung der Transaktionen, die Höhen der Schwellenwerte und die Sanktionen bei Missachtung der Offenlegungspflichten analysiert.

Im dritten Kapitel werden Informationsasymmetrien am Kapitalmarkt beschrieben und in welchem Ausmass diese durch die Veröffentlichung von Management-Transaktionen vermindert werden können. Des Weiteren wird das Konzept der Markteffizienz gemäss Fama beschrieben und analysiert, welches die Implikationen für dieses Konzept sind, falls durch Management-Transaktionen abnormale Renditen generiert werden. Anschliessend werden die Ergebnisse und Analyseansätze von Studien präsentiert, welche sich mit Management-Transaktionen in Deutschland, Grossbritannien und den USA befassen.

Aufbauend auf den Erkenntnissen der im dritten Kapitel dargestellten Studien werden im vierten Kapitel die Struktur und die Parameter der eigenen Ereignisstudie definiert. Nach der Bereinigung der durch die SIX Exchange Regulation veröffentlichten Management-Transaktionen, enthält der für die Ereignisstudie verwendete Datensatz 386 Kauf- und 583 Verkaufstransaktionen. Für jede dieser Transaktionen wird mithilfe des Marktmodells die Rendite des jeweiligen Beteiligungsrechts geschätzt. Die abnormale Rendite entspricht der Differenz der effektiv am Kapitalmarkt beobachteten Rendite und dieser geschätzten Rendite. Werden statistisch signifi-

---

<sup>1</sup> Gemäss Art. 161 StGB sind solche Transaktionen unter bestimmten Bedingungen nicht erlaubt. Schüssler (2010, S. 36) weist darauf hin, dass es erst zu wenigen rechtskräftigen Verurteilungen nach Art. 161 StGB kam.

kante abnormale Renditen nach der Durchführung von Management-Transaktionen beobachtet, sind Management-Transaktionen als kursrelevante Informationen zu betrachten.

Kapitel 5 präsentiert die Ergebnisse der eigenen empirischen Studie. Zusätzlich wird analysiert, ob die unterschiedliche Höhe der ermittelten abnormalen Renditen in dieser Studie und in bereits durchgeführten Studien durch Unterschiede in den Offenlegungspflichten bei Management-Transaktionen erklärt werden kann.

### **Resultate**

Gemäss den Resultaten dieser Studie können die Management-Transaktionen als kursrelevante Informationen betrachtet werden und die strenge Form der Markteffizienz gemäss Fama, bei welcher es unmöglich ist, systematisch abnormale Renditen zu erwirtschaften, kann für den Schweizer Kapitalmarkt verworfen werden. Die statistisch signifikanten kumulierten durchschnittlichen abnormalen Renditen im Zeitraum zwischen zehn Tagen und einem Tag vor dem Transaktionstag ( $\overline{CAR}(-10,-1)$ ) betragen bei den Kauftransaktionen -1.86% und bei den Verkaufstransaktionen 0.77%. Nach dem Transaktionstag sind statistisch signifikante  $\overline{CAR}(0,20)$  bei Kauftransaktionen in der Höhe von 1.03% und bei Verkaufstransaktionen in der Höhe von -2.21% nachweisbar. Dies bedeutet, dass die meldepflichtigen Personen nach einer unterdurchschnittlichen (überdurchschnittlichen) Kursentwicklung der Beteiligungsrechte diese kaufen (verkaufen). Nach dem Kauf (Verkauf) dieser Beteiligungsrechte ist eine überdurchschnittliche (unterdurchschnittliche) Kursentwicklung beobachtbar. Dieses Muster steht im Einklang mit den Resultaten von bereits durchgeführten Studien.

Der absolute Betrag der  $\overline{CAR}$  nach der Durchführung einer Transaktion ist bei Kauftransaktionen in dieser Untersuchung kleiner als bei den Verkaufstransaktionen. Die an ausländischen Kapitalmärkten durchgeführten Studien ermittelten grösstenteils betragsmässig höhere  $\overline{CAR}$  bei den Kauftransaktionen als bei den Verkaufstransaktionen. Die Autoren begründen dies damit, dass die Motivation für Kauftransaktionen hauptsächlich in der positiven Einschätzung der Zukunft der Unternehmung liegt, während bei Verkaufstransaktionen der Informationsgehalt tiefer ist, da neben der negativeren Einschätzung der Zukunft der Unternehmung auch andere Motive für die Verkaufstransaktion verantwortlich sein können, z.B. Diversifikationsüberlegungen oder ein erhöhter Liquiditätsbedarf. In dieser Arbeit wird gezeigt, dass die betragsmässig höheren  $\overline{CAR}$  bei den Verkaufstransaktionen im Vergleich zu den Kauftransaktionen dieser Studie möglicherweise durch höhere Transaktionswerte im Verhältnis zur Marktkapitalisierung der Unternehmung bei den Verkaufstransaktionen im Vergleich zu den Kauftransaktionen erklärbar sind.

Seit dem 1. April 2011 ist der Mindestschwellenwert von 100'000 CHF pro Kalendermonat und meldepflichtige Person für die Publikation von Management-Transaktionen für Emittenten, welche an der SIX Swiss Exchange primärkotiert sind, aufgehoben. Dadurch haben sich die Offenlegungspflichten in der Schweiz denjenigen in Grossbritannien, Deutschland und den

USA angenähert. Dennoch bestehen weiterhin Unterschiede in den Offenlegungspflichten. Beispielsweise ist der Kreis der mitteilungspflichtigen Personen in der Schweiz im Vergleich zu den anderen untersuchten Ländern kleiner und in der Schweiz wird der Name der meldepflichtigen Person nicht veröffentlicht. Die in dieser Studie ermittelten absoluten Beträge der  $\overline{CAR}$  sind im Vergleich zu den bereits durchgeführten Studien in Deutschland, Grossbritannien und den USA tendenziell tiefer ausgefallen. In dieser Arbeit wird aufgezeigt, dass diese Nichtveröffentlichung des Namens in der Schweiz möglicherweise eine Erklärung für diese tieferen absoluten Beträge der  $\overline{CAR}$  in der Schweiz im Vergleich zu den anderen Ländern sein kann.