



Wie und warum Börsengerüchte entstehen - Eine wissenschaftliche Studie zu einem alten Phänomen

Macht die Gerüchteküche die Börsen satt?

Von Mark Schindler

«Ein Börsianer darf, wenn es sich um Börsengerüchte handelt, nicht einmal seinem eigenen Vater trauen!», hat der verstorbene, schon zu seiner Zeit legendäre Spekulant André Kostolany geschrieben. Was ist so suspekt an Börsengerüchten, dass sogar ein Guru wie er zu einer solchen Aussage gelangt? Aus welchem Grund erzeugen Gerüchte Nervosität, Aufregung und erhitzen die Gemüter? Wieso publizieren Unternehmen Pressemitteilungen mit Aussagen wie «wir kommentieren keine Gerüchte»?

Gerüchte an Finanzmärkten werden von vielen Marktteilnehmern als etwas Mysteriöses, beinahe Magisches wahrgenommen. Sie gelten als das älteste Massenmedium der Welt, doch ihr Wesen ist immer noch schwierig zu erfassen. Gerüchte unterscheiden sich von wahren Informationen u. a. dadurch, dass ihr Wahrheitsgehalt unsicher ist und sie durch eine bestimmte Form der Ausbreitung gekennzeichnet sind. Rosnow und Kimmel (2000) haben ein Gerücht folgendermassen definiert: Ein Gerücht ist «eine unbestätigte Glaubensaussage, die thematische Relevanz für die in ihre Ausbreitung aktiv involvierten Personen beinhaltet.»

Warum Gerüchte entstehen

Interessanterweise hat sich die Akademie nur sehr beschränkt der Thematik angenommen. Dies erstaunt umso mehr, als die Verarbeitung und Bewertung neuer Informationen zu den Kerngebieten der Finanzmarkttheorie zählt. Aus diesem Grund wurde im Sommer 2003 am Lehrstuhl Hens des Instituts für Empirische Wirtschaftsforschung der Universität Zürich eine Studie zu diesem Thema durchgeführt. 140 vorwiegend in der Schweiz tätige Börsenexperten wurden gefragt, wie und warum Gerüchte an Finanzmärkten entstehen, was ihre Verbreitung antreibt, warum ihnen Glauben geschenkt und wie auf sie reagiert wird.

Da auf dem Börsenparkett alle Handlungen in Abhängigkeit von Nachrichten geschehen, hatten die Finanzmärkte schon immer ein Flair für Gerüchte. Wer mehr weiss als andere Marktteilnehmer, kann dies ausnützen, um schnell einen Profit zu erzielen. In einer nervösen, hektischen Arbeitsatmosphäre operieren die Händler mit hochsensiblen Antennen. Die Befürchtung, andere könnten etwas wissen, was man selbst noch nicht erfahren hat, verursacht Stress und lässt den Adrenalinpegel steigen. In dieser Situation sind die Händler auf die Bestätigung ihrer Ansichten und Überzeugungen angewiesen.

Aus der psychologischen Forschung ist bekannt, dass Gerüchte typischerweise dann entstehen, wenn keine Nachrichten vorhanden sind. Es gilt jedoch ebenso der umgekehrte Fall. Was soll man glauben, wenn man mit Nachrichten überflutet wird? Dann ist es naheliegend, mit den vertrauenswürdigsten Meldungen zu arbeiten und sich auf die Fakten zu verlassen, die die eigene Meinung stützen. Zudem ist die Anzahl der Teilnehmer an den Finanzmärkten limitiert, die meisten von ihnen sind Experten auf ihrem Gebiet, die kurze Entscheidungszeit ist absolut kritisch, und es sind stets auch finanzielle Risiken im Spiel. All diese Faktoren fördern die Entstehung von Gerüchten.



Erkenntnisse aus der Studie

Gerüchte entstehen meistens spontan, doch viele Marktteilnehmer gehen davon aus, dass sie auch bewusst gestreut werden. Eine nicht geringe Anzahl glaubt weiterhin an die strategische Quelle im Hintergrund, die den Markt und die Preise steuert. Allgemein gilt, dass Gerüchte üblicherweise mündlich, via E-Mail oder über die Medien, wie Informationsdienstleister oder das Fernsehen, gestreut werden. Als Erstes wird immer die Frage nach der Quelle des Gerüchts gestellt. Aus wissenschaftlicher Sicht ist jedoch besonders interessant, wie die Nachricht interpretiert wird und wie daraus ein Gerücht entstehen kann, das an den Finanzmärkten eine signifikante Preiswirkung entfaltet. Hier zeigt sich, dass die Marktteilnehmer zuerst mit anderen Personen sprechen und die Entwicklung des Marktes oder den Kurs des betroffenen Wertpapiers beobachten, bevor sie eine Entscheidung treffen. Nehmen sie mit anderen Personen im Markt Kontakt auf, ist ihre Haltung gegenüber dem Gerücht bereits verzerrt, d. h., sie haben die Information bereits als wichtig eingestuft.

70% der Trader bestätigen, dass die gesamte Händlergemeinde innerhalb von Minuten über ein Gerücht informiert ist. Ob ihm Glauben geschenkt wird, hängt einerseits von der Quelle ab, d. h. von der Person oder dem Medium, und andererseits von der ausgelösten Preisbewegung: Nahezu 85% der Teilnehmer geben an, dass anhand der Preisbewegung ersichtlich ist, ob der Markt ein Gerücht für wahr hält, und für 20% der Befragten ist es sogar egal, ob sich ein Gerücht später als wahr oder als unwahr erweist.

Wichtig in diesem Zusammenhang ist die Frage, ob es allein darauf ankommt, mit der eigenen Meinung richtig zu liegen, oder vielmehr darauf, voraussagen zu können, wie der Markt im Durchschnitt das Gerücht einschätzt.

Sobald ein Gerücht aufkommt, lassen die Marktteilnehmer klare Anzeichen von Herdenverhalten erkennen. Ungefähr 70% der Trader ziehen es zumindest in Betracht zu handeln, nachdem sich ein Preis wegen eines Gerüchts bewegt hat. Dieses Herdenverhalten führt zu kurzfristigem Momentum, einem Übermass an Volatilität sowie einer langfristigen Umkehrung der Preise, wie es an Finanzmärkten häufig beobachtet werden kann.

Empirische Betrachtung

Empirische Untersuchungen haben versucht, den kurzfristigen Einfluss von Gerüchten auf Aktienpreise zu analysieren. Die erste bekannte Studie stammt aus dem Jahr 1951 und wurde von Rose verfasst. Er findet Unterstützung für die Hypothese, dass ein Gerücht, das den Preis über mehrere Tage beeinflusst, dies stets in die gleiche Richtung tut, also entweder positiv oder negativ.

In den Neunzigerjahren haben zwei Studien die Auswirkungen von Fusionsgerüchten auf Aktienpreise analysiert (Pound & Zeckhauser, 1990, Zivney et al., 1996). Als Datenbasis für die beiden Untersuchungen wurden die in Tageszeitungen wie dem «Wall Street Journal» veröffentlichten Gerüchte herangezogen.

Die Auswertung hat ergeben, dass Gerüchte selten eine bevorstehende Fusion prognostizieren. Ferner hat sich gezeigt, dass im Vorfeld der Publikation der Gerüchte die Notierung des Übernahmekandidaten signifikant steigt.

Die Studien sind sich jedoch nicht einig, ob die Marktteilnehmer nach der Veröffentlichung des Gerüchts überreagieren und ob sich daraus eine profitable Tradingstrategie ableiten lässt. Da das Gerücht innerhalb von Minuten die gesamte Tradergemeinde erreicht, ist es zur Zeit



der Veröffentlichung in einer Tageszeitung bereits in den publizierten Preisen enthalten. Zudem sind die Resultate dieser Studien verzerrt, da die Medien jeweils keine Selektion der veröffentlichten Gerüchte vornehmen.

Keine magische Formel

Mit Hilfe von Gerüchten systematisch und risikolos einen Gewinn zu erwirtschaften, ist äusserst schwierig, wenn nicht unmöglich. Wie die Studie zeigt, sind zahlreiche Marktteilnehmer jedoch weiterhin der Meinung, dass dies realisierbar ist. Preisbewegungen nach Gerüchten lassen sich in vielerlei Hinsicht mit denen nach Nachrichten mit hohem Informationsgehalt, zum Beispiel nach der Meldung einer Zinserhöhung, vergleichen. Man kann nur in seltenen Fällen davon ausgehen, dass im Zuge von Gerüchten eine signifikante Informationsasymmetrie auftritt. Hingegen wird das Gerücht asymmetrisch wahrgenommen, verarbeitet und bewertet. Daraus leiten die Marktteilnehmer ab, ob Handlungsbedarf besteht, ob auf einen kurzfristigen Trend gesetzt werden soll oder ob das Risiko einer solchen Strategie als zu hoch einzustufen ist. Ob und wie eine solche Handlungsstrategie umgesetzt wird, muss jedoch völlig unabhängig davon beurteilt werden, ob der Betreffende damit auf ein Gerücht oder auf eine verifizierte Information reagiert.

Zudem hört man in den Medien nur von den Gerüchten, die tatsächlich eine Preisbewegung ausgelöst haben. Alle diejenigen, die im Sand verlaufen sind und nichts bewirkt haben, finden in den Medien keine Erwähnung und erhalten auch keine Publizität.

Nichts Mystisches

Letztlich verhält es sich mit Gerüchten wie mit verifizierten Informationen. Die Investoren müssen sie nach wie vor analysieren, bewerten und dann entscheiden, ob Handlungsbedarf besteht.

Gerüchte haben nichts Mystisches an sich, wie das viele Marktteilnehmer glauben. Dass ihnen an den Börsen wegen dieser Erkenntnis in Zukunft weniger Beachtung geschenkt wird, darf hingegen für ein Gerücht gehalten werden.

Mark Schindler ist Research Assistant am Lehrstuhl von Prof. Hens des Instituts für Empirische Wirtschaftsforschung der Universität Zürich



Die meisten Börsianer sind bereit, einem Gerücht Glauben zu schenken - doch nicht immer geht ihre Rechnung auf. BILD: BLOOMBERG



Literatur zum Thema

Rosnow R. L. & Kimmel A. J. (2000): Rumors. In A. E. Kazdin (Ed.) Encyclopedia of psychology

(Vol. 7, pp. 122-123), New York,

Oxford University Press & American Psychological Association.

Rose A. M. (1951): Rumor in the stock market, Public Opinion

Quarterly, 15 (3), 461-468.

Pound J. & Zeckhauser R. (1990): Clearly Heard in the Street: The Effect of Takeover Rumors on Stock Prices, The Journal of Business, 63 (3),

291-308.

Zivney et al. (1996): Overreaction to takeover speculation, The Quarterly Review of Economics and Finance,

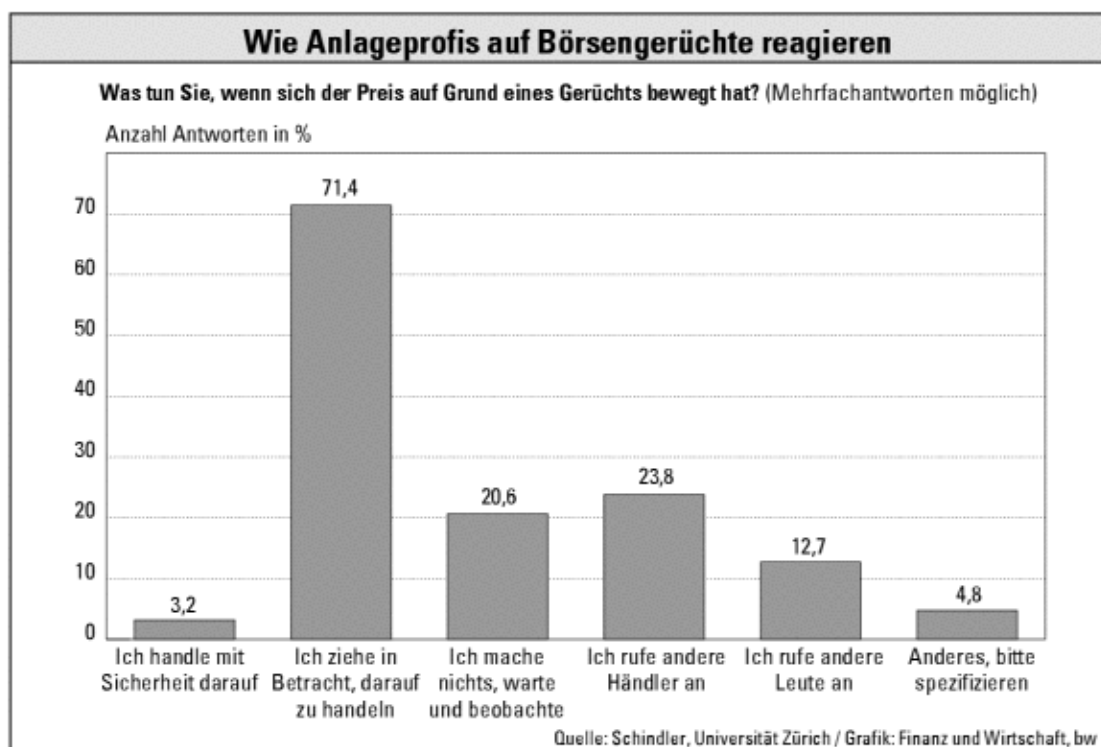
36 (1), 89-115.

Schindler M. (2003): Rumors in

Financial Markets, Survey on how they evolve, spread and are traded on,

Institut für Empirische Wirtschaftsforschung, Universität Zürich,

www.iew.unizh.ch/institute/chairs/hens/downloads/RumorsinFinancialMarkets.pdf





Gerüchte im legalen Umfeld

Ein Gerücht ist per se nichts Illegales. Doch je nachdem, wie es an den Finanzmärkten eingesetzt wird, kann es sehr schnell zu einer juristischen Angelegenheit werden. Relevant sind namentlich die Verbindung zu Insider trading und die Marktmanipulation. Der Unterschied liegt darin, wann die Aktion durchgeführt wird. Während man beim Insider trading zuerst die Information erhält und dann auf dieser Basis handelt, ist es für die Marktmanipulation genau umgekehrt. Der Manipulator geht zuerst eine Position ein und veröffentlicht dann Informationen, wegen deren sich der Preis in der Folge in die gewünschte Richtung bewegt.

Insider trading

Insider trading wird per Definition mit verifizierten Informationen durchgeführt, d. h., die im Vorfeld erhaltenen Informationen stellen sich mit Sicherheit als wahr heraus. Nun ist es möglich, die verifizierte Information als Gerücht zu «verkaufen», um sich vom Vorwurf des Insider trading freizusprechen. Die EBK schreibt hierzu im Entwurf des Rundschreibens «Aufsichtsrechtliche Regeln zur Vermeidung von Marktmissbrauchs» vom Dezember 2003 unter Absatz 3.5.: «Die Verbreitung von Gerüchten vor einem beabsichtigten Missbrauch von Informationen, um sich später allenfalls mit dem Hinweis auf diese Gerüchte vom Vorwurf, vertrauliche und preissensitive Informationen missbraucht zu haben, befreien zu können, ist unzulässig.»

Marktmanipulation

Die EBK führt im selben Rundschreiben aus, dass «Marktmanipulation begeht, wer durch Scheingeschäfte, andere Transaktionen ohne nachvollziehbaren wirtschaftlichen Hintergrund oder blosse Ordereingabe absichtlich den Anschein von Marktaktivitäten erweckt oder Angebot und Nachfrage, Börsenkurs oder Bewertung von Effekten verzerrt». Weiter wird angefügt, dass «die bewusste Verbreitung von unwahren preissensitiven Informationen als Irreführung des Marktes unzulässig» ist. Man könnte meinen, dass Marktmanipulation mit Gerüchten grundsätzlich nicht möglich ist, da man nicht davon ausgehen kann, dass Gerüchte sich als unwahr herausstellen. Das Problem besteht jedoch darin, dass eine unwahre, preissensitive Information wiederum als Gerücht «verkauft» wird. Konkret bedeutet dies, dass derjenige, der die Information streut, sich immer auf eine unbekannte Quelle bezieht, von der das Gerücht stammt, obwohl er im Voraus weiss, dass die Information nicht wahr ist.

Es ist jedoch zu bezweifeln, dass es in der Schweiz je zu einer entsprechenden Anklage kommen wird. Den Aufsichtsbehörden wird es nicht leicht fallen, die Quelle des Gerüchts ausfindig zu machen. Und selbst wenn sie gefunden würde, müsste man nachweisen können, dass das Gerücht vorsätzlich und mit Bereicherungsabsicht gestreut worden ist.

Mark Schindler