

## Ad-hoc-Meldungen mit Nachhall

### *Insiderhandel wegen Informationslecks nicht messbar*

Von Manuel Ammann und Stephan Kessler\*

Gewinneinbrüche, Bilanzskandale, feindliche Übernahmen: Solche Ereignisse in Unternehmen erreichen den Markt über Ad-hoc-Meldungen. Die Inhalte dieser Meldungen können gemäss einer Studie nicht nur unmittelbar grosse Auswirkungen auf die Aktienkurse haben, sondern auch noch einige Tage nachwirken. Eine Aktivität von Insidern vor einer Informationsveröffentlichung lässt sich dagegen nicht nachweisen.

Im Zusammenhang mit der Verarbeitung neuer Informationen am Schweizer Aktienmarkt sind vor allem zwei Fragen von Bedeutung: Wie gross sind die Insideraktivitäten, und kann mit kursrelevanten Informationen nach ihrer Veröffentlichung noch Geld verdient werden? Diese Fragen wurden anhand einer Event-Studie untersucht, in welcher 742 Ad-hoc-Mitteilungen von 42 Schweizer Unternehmen ausgewertet wurden und deren Resultate in einem Artikel der Fachzeitschrift «Financial Markets and Portfolio Management» nachgelesen werden können. Bei der Auswertung wurden die Veränderungen von Renditen und Handelsvolumina in einem Zeitfenster (Ereignisfenster) von 10 Tagen vor bis 10 Tage nach der Veröffentlichung einer Publikation untersucht. Um statistisch signifikante Aussagen treffen zu können, wurde untersucht, ob über alle Ad-hoc-Meldungen hinweg insgesamt eine deutliche Auswirkung der Meldungen auf Kurse und Handelsvolumina feststellbar ist.

#### Relativ träge Informationsverarbeitung

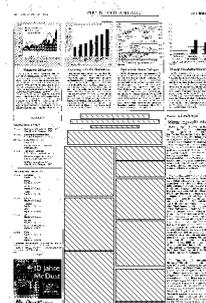
In der beistehenden Grafik sind die durchschnittlichen kumulierten Renditen im Ereignisfenster abgebildet. Klar zu erkennen sind die starken Kursreaktionen am Tag der Informationsveröffentlichung (Tag 0). An diesem Tag ist durchschnittlich eine Rendite von absolut 2,5% zu erwarten. Dadurch wird deutlich, dass Meldungen zum Geschäftsgang tatsächlich kursrelevante Informationen enthalten und nicht alles in den Preisen antizipiert wurde. Die Jahres- und Halbjahresabschlüsse verursachen am Tag der Veröffentlichung die grössten Kursänderungen (absolut 2,2 bzw. 2,9%), welche von deutlich erhöhten Handelsvolumina durch Portfolioumschichtungen begleitet werden. Interessanterweise halten die signifikant erhöhten Renditen einige Tage an, verstärken somit die Kursreaktion bei Veröffentlichung und gehen erst danach in unsystematische Kursschwankungen über. In der Studie wurde an mindestens drei Tagen eine deutlich erhöhte Rendite festgestellt, welche die durchschnittliche

Kursveränderung auf insgesamt 5,7% verstärkt. Dieser Kurstrend wird begleitet von anhaltend hohen Handelsvolumina. Der Markt braucht länger als bisher vermutet, bis die neuen Informationen verarbeitet sind. Der neue Gleichgewichtskurs wird erst nach einigen Tagen erreicht, nachdem die neuen Informationen unter Finanzmarktteilnehmern diskutiert und analysiert worden sind. Folglich könnte es lohnenswert sein, eine Aktie direkt nach einer Informationsveröffentlichung mit positivem Kurseffekt zu kaufen. Im Durchschnitt wären in diesem Fall in den folgenden Tagen weitere Gewinne zu erwarten. Ob sich eine solche Strategie wirklich lohnt, hängt aber massgeblich von den Transaktionskosten ab.

Bei der getrennten Betrachtung von kleinen und grossen Unternehmen (nach Marktkapitalisierung) fällt auf, dass die Kursreaktionen nach Informationsveröffentlichungen von kleinen Un-

\* Prof. Dr. Manuel Ammann ist Ordinarius für Finanzen an der Universität St. Gallen und Direktor des Schweizerischen Instituts für Banken und Finanzen. Stephan Kessler, Dipl.-Kfm., ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Schweizerischen Institut für Banken und Finanzen der Universität St. Gallen.

ternehmen stärker ausfallen. Dies kann damit begründet werden, dass kleine Unternehmen weniger Aufmerksamkeit von Medien und Analytikern zuteil wird und somit der Informationsgehalt von Bilanzmeldungen höher ist. Die Dauer der Informationsverarbeitung – gemessen durch signifi-

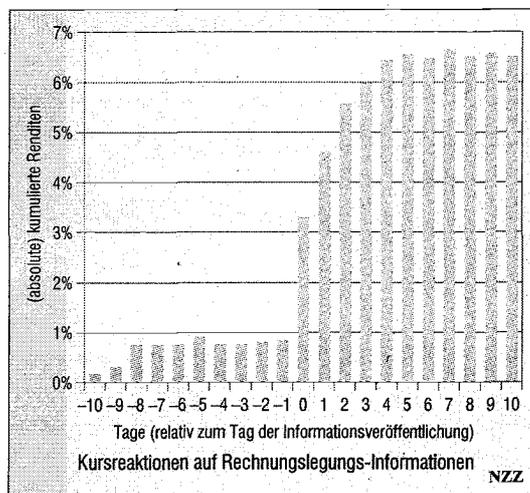


kante abnormale Renditen und Handelsvolumina – ist für beide Untergruppen genauso lang wie für die Gesamtgruppe (mindestens 3 Tage). Die höhere Marktliquidität bei grossen Unternehmen scheint also keine nennenswerte Auswirkung auf die Geschwindigkeit der Informationsverarbeitung zu haben.

#### Vermutete Aktivität von Insidern

Indizien für einen Insiderhandel auf Bilanzinformationen bestünden dann, wenn eine signifikante Kursbewegung vor der Informationsveröffentlichung in Richtung des neuen Preises stattfände. Möglicherweise würde diese durch ein erhöhtes Handelsvolumen – bedingt durch zusätzliche Insideraktivitäten am Markt – begleitet. In unserer Untersuchung war eine solche Insideraktivität aber kaum erkennbar. Es gibt im 10-tägigen Zeitraum vor der Veröffentlichung keine systematisch abnormalen Kursbewegungen in Richtung des neuen Preises. Auch wenn nur Meldungen mit starken Kursänderungen untersucht werden, bei denen Insiderhandel besonders attraktiv sein müsste, können kaum Anzeichen für systematischen Insiderhandel gefunden werden. Man

dass Insiderhandel nur selten vorkommt, wäre aber sicherlich voreilig, auch wenn sein Markteinfluss gering und kaum messbar ist.



könnte vermuten, dass es bei kleinen Unternehmen öfter zu Insiderhandel kommt, da dort Mechanismen der Corporate Governance möglicherweise weniger entwickelt sind. Aber auch bei kleinen Unternehmen können keine besonderen Anzeichen für Insiderhandel gefunden werden. Es gibt sogar schwache Hinweise dafür, dass die Gefahr von Informationslecks vor Veröffentlichungen und nachfolgendem Insiderhandel mit der Grösse des Unternehmens steigt. Eine messbare Aktienkurs- und Volumenänderung durch allfällige Aktivitäten von Insidern vor einer Informationsveröffentlichung kann statistisch nicht nachgewiesen werden. Daraus zu schliessen,