

Gewinn lässt sich systematisch nur kurz-, nicht jedoch langfristig erzielen, da die Profitmöglichkeit nicht weiter existiert. Gerade Marktteilnehmer, die nicht an die Theorie effizienter Märkte glauben, suchen nach unausgenutzten Profitmöglichkeiten, um die Ineffizienz der Märkte zu beweisen. Oft eliminieren sie, ohne es zu wissen, dadurch diese Profitmöglichkeiten und machen den Markt so effizienter.

Bedeutsam ist auch, dass ein Markt durch die Existenz **irrationaler Investoren** nicht ineffizient wird. Beeinflussen Irrationalitäten auf einem effizienten Markt die Preise, wird dies von **rationalen Arbitrageuren** zu Lasten irrationaler Investoren ausgenutzt. Angenommen, der Herdentrieb vieler irrationaler Investoren treibt den Kurs einer Aktie in ungerechtfertigte Höhen. Dies wird von rationalen gewinnmaximierenden Arbitrageuren erkannt, die daraufhin beginnen, ihre Aktienbestände mit Gewinn zu verkaufen (bzw. Leerverkäufe zu tätigen). Die am Ende sinkenden Kurse eliminieren den Kurseinfluss der irrationalen Investoren, bescheren ihnen Verluste und führen langfristig dazu, dass sie aus dem Markt ausscheiden.

### Informationseffizienz und aktuelle Finanzmarktkrise

Wie oben festgestellt wurde, sind für die Ableitung der Effizienzhypothese die Annahmen zu den Verfügung stehenden Informationen mitentscheidend. Zudem sollten bei einem Vergleich verschiedener Anlageformen risiko-adjustierte Renditen verglichen werden. Die aktuelle Finanzmarktkrise offenbarte nun, dass beide Aspekte — **Informationsstand und adäquate Berücksichtigung des Risikos** — suboptimal ausgeprägt waren. So zeigte zunächst die Subprime-Krise in den USA, dass die **Haftungsbeschränkung** der Hauskäufer (sie haften in der Regel nicht für den Hypothekenkredit) die Aufnahme von Hypothekenkrediten gefördert hat. Zudem sind spekulierende Investoren bei fallenden Immobilienpreisen an der Zwangsversteigerung der beliehenen Immobilie und nicht an der Rückzahlung des Kredits interessiert. Das Institut, das den Hypothekenkredit vergeben hatte, verkaufte die Hypothekenforderungen üblicherweise an eine Investmentbank, die diese **wiedermals verbrieft und tranchierte** (sog. Originate-and-Distribute-Modell). Auf diese Weise entstanden Finanzprodukte wie Mortgage Backed Securities (MBS) und Collateralized Debt Obligations (CDO, CDO<sup>2</sup> etc.). Da die Banken sogar die Equity-Tranche verkaufen konnten, wurde das Risiko als vernachlässigbar eingestuft. Auf der anderen Seite versprachen diese Produkte hohe Renditen, ohne dass ihre Risiken transparent waren. Wenn ein Hedgefonds, der einer französischen Geschäftsbank gehört, Asset Backed Securities (ABS), hinter denen als Forderung ein US-Subprime-Kredit steht, an eine Zweckgesellschaft einer deutschen Bank verkauft, dann wissen in der Regel weder der Käufer noch der Verkäufer der ABS genau, wie der wirkliche Wert lautet. Da die **Rating-Agenturen** die Bonität dieser Produkte oft als einwandfrei, zum Teil sogar als AAA, d.h. wie deutsche Staatsanleihen, einstufen, störte diese Intransparenz nicht weiter. Bei den positiven Beurteilungen der Rating-Agenturen spielte auch deren Haftungsbeschränkung eine wichtige Rolle. Alles in allem standen dem Markt systematisch zu wenig und zudem verzerrte Informationen zur Verfügung.

Welche Implikationen ergeben sich nun für das Anlageverhalten? Der Glaube an die **Ineffizienz** der Märkte fördert **risikofreudiges** Verhalten der Finanzmarktakteure. Würde man von der Informationseffizienz der Märkte ausgehen, wäre jedem klar, dass sich auf Dauer keine Überrenditen erzielen lassen, d.h. dass man den „Markt nicht schlagen“ kann. Die Anleger würden dann vorwiegend in **passive Anlageinstrumente** wie Exchange Traded Funds (ETFs) oder in Zertifikate auf einen breiten Aktienindex investieren. Damit würden sie an der allgemeinen Aktienmarktentwicklung teilhaben, ohne permanent

ihr Depot umschichten bzw. Kauf- und Verkaufsaktionen vornehmen zu müssen. Auf diese Weise würden auch Provisionen und Gebühren gespart. Zudem würde eine Rendite erzielt, die wegen des höheren Risikos über der risikoloser Anlageformen, z.B. deutscher Staatsanleihen, liegt. Würde sich also die Erkenntnis durchsetzen, dass auf **entwickelten Finanzmärkten** grundsätzlich von (zumindest halbstrenger) **Informationseffizienz** auszugehen ist, ergäben sich konservativere Anlagestrategien und letztlich auch stabilere Finanzmärkte. Ein „indirekter“ und anreizkompatibler Schritt in diese Richtung könnte die Umstrukturierung der Entlohnung von Managern sein — weg von renditeorientierten und hin zu performanceorientierten (Rendite und Risiko umfassenden) Boni.

### Die Theorie effizienter Märkte ist besser als ihr Ruf

Würden alle Finanzmarktteilnehmer an informationseffiziente Märkte glauben, wäre ihr **Anlageverhalten** also bei weitem konservativer bzw. **risikobewusster**. Angesichts der aktuellen Finanzmarktkrise muss man sich jedoch auch vergegenwärtigen, dass Märkte nur die Informationen verarbeiten können, die ihnen zur Verfügung stehen. Nach der Theorie effizienter Märkte spiegeln die Kurse bei Finanzmärkten mit gut funktionierender Informationsverarbeitung und uneingeschränkten Handlungsmöglichkeiten der Marktteilnehmer alle verfügbaren Informationen wider. Die beste Prognose zum morgigen Kurs ist also der Kurs von heute. Mithilfe der öffentlich verfügbaren Informationen lassen sich keine Gewinne mehr erzielen.

Fama (1991) gibt einen guten Überblick über die wichtigsten theoretischen und empirischen Forschungsergebnisse. Dimson/Mussavian (1998) beschreiben die Geschichte der Theorie effizienter Märkte sehr anschaulich. Beide zeigen, dass es auch **Anomalien** gibt, die gegen die Theorie effizienter Märkte zu sprechen scheinen. Da diese nach Bekanntwerden meist keinen langen Bestand haben (das Ausnutzen von Profitmöglichkeiten führt zu deren Eliminierung und damit zur Effizienzsteigerung), wird die Theorie effizienter Märkte nach wie vor von vielen namhaften Finanzmarktökonomern zur Erklärung der Kursentwicklung herangezogen.

Prof. Dr. Franz Seitz, Weiden/  
Dipl.-Betriebsw. (FH) Benjamin R. Auer, Leipzig

### Literaturempfehlungen:

- Bachelier, L.: Theory of Speculation, 1900. In: Cootner, P. (Hrsg.): The Random Character of Stock Market Prices. Cambridge 1964, S. 17 - 78.
- Bernstein, P.: Capital Ideas — The Improbable Origins of Modern Wall Street. New York 1992.
- Cowles, A.: Can Stock Market Forecasters Forecast? In: Econometrica, Vol. 1 (1933), S. 309 - 324.
- Dimson, E./Mussavian, M.: A Brief History of Market Efficiency. In: European Financial Management, Vol. 4 (1998), Nr. 1, S. 91 - 193.
- Fama, E.F.: The Behavior of Stock Market Prices. In: Journal of Business, Vol. 38 (1965), S. 34 - 105.
- Fama, E.F.: Efficient Capital Markets — A Review of Empirical Work. In: Journal of Finance, Vol. 25 (1970), S. 383 - 417.
- Fama, E.F.: Efficient Capital Markets II. In: Journal of Finance, Vol. 46 (1991), S. 1575 - 1617.
- Malkiel, B.: Efficient Market Hypothesis. In: Newman, P./Milgate, M./Eatwell, J. (Hrsg.): New Palgrave Dictionary of Money and Finance. London 1992, S. 739 - 744.
- Mishkin, F.S.: The Economics of Money, Banking, and Financial Markets. 8. Aufl., New York 2007.
- Muth, J.: Rational Expectations and the Theory of Price Movements. In: Econometrica, Vol. 29 (1961), S. 315 - 335.
- Roberts, H.: Statistical versus Clinical Prediction of the Stock Market. Unveröffentlichtes Manuskript, Universität Chicago, Mai 1967.
- Samuelson, P.: Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly. In: Industrial Management Review, Vol. 6 (1965), S. 41 - 49.