

## **Information Overload am Kapitalmarkt - Plädoyer zur Einführung eines Kurzfinanzberichts auf empirischer, psychologischer und rechtsvergleichender Basis**

**Thomas M. J. Möllers, Eva Kernchen**

### **Angaben zur Veröffentlichung / Publication details:**

Möllers, Thomas M. J., and Eva Kernchen. 2011. "Information Overload am Kapitalmarkt - Plädoyer zur Einführung eines Kurzfinanzberichts auf empirischer, psychologischer und rechtsvergleichender Basis." Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 40 (1): 1-26. <https://doi.org/10.1515/zgre.2011.1>.



# Information Overload am Kapitalmarkt

– Plädoyer zur Einführung eines Kurzfinanzberichts auf empirischer,  
psychologischer und rechtsvergleichender Basis –

Professor Dr. THOMAS M. J. MÖLLERS  
und  
Dipl.iur.oec.univ. EVA KERNCHEN

*Inhaltsübersicht*

ZGR 2011, 1–26

I. Das Transparenzregime des Kapitalmarktrechts und der Leseboykott des durchschnittlichen Anlegers . . . . .	2
1. Kosten und Ziele der kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten . . .	2
2. Jahresfinanzbericht . . . . .	4
3. Leseboykott und Information Overload . . . . .	6
II. Behavioral Finance und Information Overload der Anleger . . . . .	7
1. Begrenzte Rationalität . . . . .	8
2. Information Overload . . . . .	9
3. Folgen des Information Overload: Heuristiken der Informationswahrnehmung . . . . .	10
III. Information Overload am Kapitalmarkt . . . . .	11
1. Information Overload der Anleger . . . . .	11
2. Anlegerschutz durch Informationspflichten . . . . .	12
3. Alternative Modelle . . . . .	15
IV. Die Einführung eines Kurzfinanzberichts . . . . .	17
1. Rechtsvergleichende Perspektive . . . . .	17
2. Systematischer Vergleich zu anderen Transparenzvorschriften . . . . .	18
3. Einzelheiten eines Kurzfinanzberichtes de lege ferenda . . . . .	21
4. Kosten/Nutzen-Analyse und Bewertung . . . . .	24
V. Ausblick . . . . .	25

*Die Anzahl der Informationspflichten am deutschen Kapitalmarkt wächst durch die Gesetzgebung des deutschen und europäischen Gesetzgebers beständig. Bekanntermaßen dienen diese Informationspflichten der Erreichung des institutionellen Anlegerschutzes als Funktionsschutz des Kapitalmarkts und des individuellen Anlegerschutzes. Die Informationspflichten wollen effiziente Kapitalmärkte und auch die Voraussetzungen einer möglichst optimalen Investitionsentscheidung für den einzelnen Anleger sicherstellen.*

*Die Erhöhung von Informationspflichten zur Sicherstellung von Transparenz und zum Abbau von Informationsasymmetrien erreicht ihr Ziel immer weniger. Für die Unternehmen verringern die ständig steigenden Kosten die Attraktivität einer Börsennotierung. Für den normalen, gebildeten und interessierten Anleger sind viele Informationspflichten zu komplex und zu umfangreich und damit unverständlich – sie lassen einen spezifischen Adressatenbezug vermissen. Besonders gilt dies für den Jahresfinanzbericht als wichtigstes Medium der Regelpublizität.*

*Psychologische und empirische Forschungen verdeutlichen die Problematik der Informationsüberflutung, des Information Overload. Der Beitrag diskutiert verschiedene Lösungsmöglichkeiten und plädiert für die Einführung eines Kurzfinanzberichtes, um zu verhindern, dass zentrale Informationen am Kapitalmarkt von einem Großteil der Anleger ignoriert werden. Die Erfahrungen in Großbritannien verdeutlichen, dass die Leserschaft der Kurzfinanzberichte im Vergleich zu der konventionellen Version des Jahresfinanzberichts deutlich steigt. Ein solcher Kurzfinanzbericht könnte es dem Anleger ermöglichen, sich ein besseres Bild von den Unternehmen zu machen und so eine vernünftige Anlageentscheidung zu treffen.*

*The number of duties of disclosure at the German capital market has been increased steadily by German and European legislation. As is known, these obligations of disclosure further the achievement of the individual protection of investors as well as the institutional protection of investors in its form of the function protection of the capital market. The duties of disclosure shall ensure efficient capital markets and the existence of conditions enabling the best individual investment decision possible.*

*The increase in duties of disclosure achieves less and less its goal to ensure transparency and to reduce information asymmetry. The constantly rising costs decrease the attractiveness of capital markets for companies. A lot of the information disclosed is too complex and extensive and is therefore incomprehensible for a normal, educated and interested investor – it lacks a specific focus on the recipient. This pertains in particular to the annual financial statement as the most important medium for periodical disclosures.*

*Psychological and empirical research shows the problematic nature of information overload. This essay discusses various approaches and advocates the introduction of a shortened financial statement in order to prevent central information on the capital market from being ignored by the majority of investors. The experiences made in the UK show that the readership of the shortened financial statement is clearly increasing in contrast to that of the conventional one. Such a shortened financial statement could enable investors to get a better idea of listed companies and thus make a reasonable investment decision.*

## *I. Das Transparenzregime des Kapitalmarktrechts und der Leseboykott des durchschnittlichen Anlegers*

### *1. Kosten und Ziele der kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten*

Die Finanzierung über den Kapitalmarkt ist für Unternehmen eine Alternative zum klassischen Darlehenskredit der Banken. Um mittel- und langfristig Kapital über die Börsen etwa mittels Kapitalerhöhungen zu akquirieren, dürfen die Kosten für die laufende Börsennotierung dauerhaft nicht höher sein als die des Darlehenskredites und anderer Finanzierungsformen. Börsennotierte Unternehmen unterliegen mittlerweile einer Vielzahl von Publizitätspflichten auf dem deutschen Kapitalmarkt. Die Anzahl der Informationspflichten am deutschen Kapitalmarkt wächst beständig.<sup>1</sup> Damit einhergehend steigen die

<sup>1</sup> Erst kürzlich neu geregelt wurden die Mitteilungspflicht über die Veränderung des Stimmrechtsanteils (§§ 21 ff WpHG), die Ad-hoc-Publizität (§ 15 WpHG), die Ver-

Kosten einer Börsennotierung und somit des Zugangs zum Kapitalmarkt für die Unternehmen. Die Ergebnisse einer Umfrage durch das Deutsche Aktieninstitut (DAI) der DAX-30 Unternehmen aus dem Jahre 2008 zeigen<sup>2</sup>, dass die Unternehmen die erhöhten Melde- und Veröffentlichungspflichten auf dem Kapitalmarkt „belastend“ oder sogar „deutlich belastend“ empfinden.<sup>3</sup> Das Bundesministerium der Finanzen hat die Kosten für die Emittenten, die durch die Erfüllung der kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten entstehen, in einer Bestandsmessung zum 30. September 2006 für den Finanzmarktbereich insgesamt mit 1,2 Mrd. EUR per annum beziffert.<sup>4</sup> Die negative Folge dieser Kostensteigerung zeigt sich in einem vermehrten Delisting von Unternehmen an der deutschen Börse, da der Börsengang wegen der hohen Kosten immer uninteressanter wird.<sup>5</sup>

Bekanntermaßen dienen Informationspflichten der Erreichung des institutionellen Anlegerschutzes als Funktionsschutz des Kapitalmarkts und des individuellen Anlegerschutzes (Regelungsziele des Kapitalmarktrechts).<sup>6</sup> Wenn den Unternehmen durch die kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten in erster Linie Kosten entstehen, wäre zu erwarten, dass diese Informationen wenigstens den Anlegern erlauben, sich ein besseres Bild von den Unternehmen zu machen und so eine vernünftige Anlageentscheidung zu treffen. Die Informationspflichten wollen effiziente Kapitalmärkte und auch die Voraussetzungen einer möglichst optimalen Investitionsentscheidung für den einzelnen Anleger sicherstellen.<sup>7</sup>

In Anbetracht der rückläufigen Aktionärszahlen<sup>8</sup> in Deutschland erscheint es allerdings zweifelhaft, ob diese Rahmenbedingungen am deutschen Kapitalmarkt wirklich geeignet sind, dem Anleger das durch die immer noch anhal-

öffentlichungspflicht von Directors' Dealings (§ 15 a WpHG), die Führung eines Insiderverzeichnis (§ 15 b WpHG) und die periodische Finanzberichterstattung (§ 37 v ff WpHG).

- 2 ERNST/GASSEN/PELLENS, in: Rosen, Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, Studien des DAI, Heft 42, 2009, S. 54 f.
- 3 FEY, in: Rosen, Kosten und Nutzen der Regulierung börsennotierter Unternehmen, Studien des DAI, Heft 35, 2007, S. 33 f.
- 4 Monatsbericht des BMF – Oktober 2008, S. 51.
- 5 EISELE, Going Private in Deutschland, 2006, S. 112 ff, der die Vermeidung von mit der Börsennotierung verbundenen Kosten als Grund für das Delisting festgestellt hat. S. auch Fn. 139 f.
- 6 HOPT, ZHR 159 (1995), 135, 159; MÖLLERS, AcP 2008, 1, 7 f; FUCHS, in: Fuchs, WpHG, 2009, Einl., Rdn. 13 ff.
- 7 MÖLLERS, in: Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, 2003, S. 38; Vgl. auch ASSMANN, AG 1993, 549, 559.
- 8 Die Zahl der direkten Aktionäre ist 2008 auf 3,5 Millionen von über 4 Millionen in 2007 und über 6 Millionen in 2000 gesunken, vgl. DAI-Factbook (4.3.2009), 08.3-Zahl-D, abrufbar unter [http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/dai\\_statistiken.html](http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/dai_statistiken.html).

tende Krise verlorene Vertrauen wieder zu geben. Im Einzelnen ist zu prüfen, ob die einschlägige Offenlegungspflicht des Emittenten die Position des Anlegers tatsächlich stärkt oder vielmehr eine Überregulierung zum Nachteil der Anleger stattfindet.

## 2. Jahresfinanzbericht

### a) Der Jahresfinanzbericht als wichtigstes Informationsmedium

Der Jahresfinanzbericht umfasst gem. § 37 v Abs. 2 WpHG „mindestens“ die gesetzlich verpflichtend vorgeschriebenen Bestandteile der Finanzberichterstattung wie Jahresabschluss, Lagebericht und „Börseneid“ oder im Konzern den IFRS-Konzernabschluss, Konzernlagebericht und den darauf bezogenen „Bilanzeit“. Oftmals wird er zusammen mit weiteren freiwilligen Angaben zum Unternehmen als Geschäftsbericht veröffentlicht. Die Jahres- und Geschäftsberichte bieten einen umfassenden Überblick in die finanzielle Situation und die geschäftliche Entwicklung, die Strategie sowie den Erfolg des Unternehmens. Sie sollen dem Kapitalmarkt eine fundierte Beurteilung der Lage des Emittenten und seiner Zukunftsaussichten ermöglichen. Bei dem Jahresfinanzbericht handelt es sich damit um eines der wichtigsten Informationsmedien auf dem Kapitalmarkt.<sup>9</sup>

Die unterjährige periodische Berichterstattung in Halbjahres- und Quartalsberichten umfasst dagegen nur begrenzte Zeitabschnitte und kann somit die Lage des Unternehmens auch nur beschränkt wiedergeben. Auch die Informationspflicht der Directors' Dealings nach § 15 a WpHG kann ganz unterschiedliche Rückschlüsse zulassen.<sup>10</sup> Ihr wird auch lediglich eine Indikatorwirkung mit der Möglichkeit von Fehlschlüssen zugesprochen. Bei der Ad-hoc-Mitteilung werden zwar Unternehmensdaten veröffentlicht, die preisbeeinflussenden Charakter haben, aber dies geschieht oft lediglich aufgrund einer singulären kursbeeinflussenden Information.<sup>11</sup>

### b) Empirische Daten zum Jahresfinanzbericht

Manche Finanzvorstände scheinen die Transparenz ihrer Konzerne in Kilo-

9 LEVEN, DAI-Kurzstudie, 1/2009, S. 1, abrufbar unter [http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/dai\\_publikationen.html](http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/dai_publikationen.html).

10 Der Verkauf von Wertpapieren kann auf eine künftige negative Geschäftsentwicklung ebenso hindeuten wie auf den Verkauf von Wertpapieren aus früheren Aktienoptionsplänen. Vgl. PFÜLLER, in: Fuchs, WpHG, 2009, § 15, Rdn. 24 f.

11 Der BGH hatte in der Informatec-Entscheidung deutlich den Unterschied zum Börsenprospekt betont, s. BGHZ 160, 134, 137 – Informatec; hierzu MÖLLERS, JZ 2005, 75, 77.

gramm zu messen und verwechseln „Qualität mit Quantität“.<sup>12</sup> Die zu verarbeitende Informationsmenge ist erheblich, wie die Analyse des DAI der Geschäftsberichte zeigt. Unter den Geschäftsberichten waren lediglich fünf, die unter 200 Seiten blieben und die durchschnittliche Seitenzahl der Geschäftsberichte liegt bei 225 Seiten.<sup>13</sup> Mitunter liegt der stetig wachsende Umfang aber auch daran, dass die Finanzberichte immer mehr zur Selbstdarstellung des Unternehmens missbraucht werden und „Leitstorys“ enthalten.<sup>14</sup> Wenn man beispielsweise den Geschäftsbericht 2008 des Audi Konzerns betrachtet, findet man auf den ersten 120 der 261 Seiten keine Information zur finanziellen Situation des Unternehmens, sondern wird im sogenannten „Magazin“ mit Geschichten zur Imageverbesserung des Unternehmens konfrontiert.<sup>15</sup>

Zudem ist die Informationskomplexität der Rechnungslegung im jährlichen Finanzbericht sehr umfangreich und detailliert. Erschwerend kommt hinzu, dass in Fällen, in denen die Konzernmutter als Wertpapieremittentin auftritt, eine Pflicht zur Rechnungslegung nach internationalen Standards (IAS/IFRS) besteht.<sup>16</sup> Ein durchschnittlicher Anleger ist aber nach aller Erfahrung außerstande, einen solchen umfangreichen Abschluss in englischer Sprache zu lesen, geschweige denn zu verstehen.<sup>17</sup> Die Komplexität der zu verarbeitenden Finanzinformationen überfordert den Privatanleger, der die Angaben weder verstehen noch bewerten oder würdigen kann.

12 FOCKENBROCK, Handelsblatt v. 31. 10. 2006, abrufbar unter <http://www.handelsblatt.com/finanzchefs-tauschen-klasse-durch-masse-vor;1157303> (zitiert Küting, Chef des Instituts für Wirtschaftsprüfung (IWP) an der Saarbrücker Universität).

13 Die Deutsche Bank mit einem Geschäftsbericht von 404 Seiten ist dabei Rekordhalter, abrufbar unter <http://geschaeftsbericht.deutsche-bank.de/2008/gb/serviceseiten/downloads.html>.

14 CHANDLER/BARTLETT, Journal of Business Law, Sept. 1999, 415, 417; HORNING, Handelskammer Hamburg, Hamburger Wirtschaft, Sept. 2005, abrufbar unter [http://www.hk24.de/share/hw\\_online/hw2005/artikel/16\\_boerse/09-24\\_geschaeftsberichte.html](http://www.hk24.de/share/hw_online/hw2005/artikel/16_boerse/09-24_geschaeftsberichte.html); KÖLLE, Finanz und Wirtschaft v. 10. 9. 2005, S. 37.

15 Geschäftsbericht 2008 der Audi AG, abrufbar unter [http://www.audi.de/etc/medialib/ngw/company/investor\\_relations/pdf/finanzberichte/geschaeftsbericht.Par.0002.File.pdf/audi\\_gb\\_2008\\_de.pdf](http://www.audi.de/etc/medialib/ngw/company/investor_relations/pdf/finanzberichte/geschaeftsbericht.Par.0002.File.pdf/audi_gb_2008_de.pdf).

16 Vgl. § 315 a HGB i. V. m. Art. 4 Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 19. 7. 2002 betreffend die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards (IAS-VO), ABl. EG Nr. L 243, S. 1.

17 GROSS, AG 1999, 199, 202; DERS., Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., 2009, §§ 44, 45 BörsG, Rdn. 41; PANKOKE, in: Just/Voß/Ritz/Zeising, WpPG, 2009, §§ 44 BörsG, 13 Verk-ProsPG, Rdn. 39; KEUNECKE, Prospekte im Kapitalmarkt, 2. Aufl., 2009, Rdn. 84; WIE-NEKE, NZG 2005, 109, 111.

### 3. Leseboykott und Information Overload

Die Informationspflichten lassen größtenteils einen spezifischen Adressatenbezug vermissen und sind für einen normalen, gebildeten und interessierten Anleger unverständlich.<sup>18</sup> Dies hat zur Folge, dass die Anleger mit dem Geschäftsbericht überfordert sind und diesen deshalb nicht lesen. Diese Erkenntnis wurde auch durch die Studie des DAI zum Informationsverhalten der deutschen Anleger bestätigt: Die Finanzberichterstattung wird von unerfahrenen Anlegern nicht ausreichend wahrgenommen und zudem als wenig verständlich und wenig bedeutend eingeschätzt.<sup>19</sup> Mit anderen Worten: Der Geschäftsbericht wird von dieser Anlegergruppe schlichtweg nicht gelesen.<sup>20</sup> Dies lässt die Schlussfolgerung zu, dass die zunehmenden Publizitätspflichten eher den Informationsbedürfnissen der institutionellen Anleger entgegenkommen und Privatanleger mit all dieser Information überfordert sind.<sup>21</sup> Die Finanzberichterstattung in ihrer heutigen Form versetzt den Anleger nicht in die Lage, eine fundierte Beurteilung der Situation des Emittenten zu treffen. Durch die vorliegende Ausgestaltung der Informationspflichten wird ihm vielmehr die Aufnahme der notwendigen Information erschwert. Die Gefahr besteht, dass insbesondere Leser mit weniger oder keiner Fachkenntnis durch die wesentlich attraktiveren Teil der „soften“ Information davon abgelenkt werden, die „harten“ Fakten der Finanzberichte zu lesen.<sup>22</sup> Der Jahresfinanzbericht in seiner jetzigen Form verfehlt damit das kapitalmarktrechtliche Ziel, eine informierte und selbstbestimmte Investitionsentscheidung zu ermöglichen.

Die Informationsmenge und die Komplexität führen zur Thematik des Information Overloads der Anleger und der Frage, wie die Problematik zu lösen ist. Der folgende Beitrag möchte der Thematik der Informationsüberflutung, des Information Overloads, nachgehen. Dazu sind in einem ersten Schritt die Ergebnisse begrenzter Rationalität aus den USA vorzustellen (II.), um dann den Adressaten kapitalmarktrechtlicher Informationspflichten zu thematisieren (III.). Der Jahresbericht als einer der wichtigsten Unternehmensdaten ist heutzutage immer noch viel zu komplex, um vom durchschnittlichen Anleger angemessen verarbeitet zu werden. Die Erstellung eines Kurzfinanzberichtes wäre de lege ferenda die richtige Antwort (IV.). Einzelheiten zum Inhalt und

18 ASSMANN, AG 1993, 549, 559; HEINZE, Europäisches Kapitalmarktrecht – Recht des Primärmarktes, 1999, S. 371.

19 ERNST/GASSEN/PELLENS, aaO (Fn. 2), S. 28, 11 ff, 29 (Die Bedeutung des Geschäftsberichts wird nur von 44% der privaten Anleger als hoch bis sehr hoch eingeschätzt, während es bei Medien 75% sind).

20 So auch schon die Ergebnisse früherer Studien auf dem britischen Markt, vgl. BARTLETT/CHANDLER, 29 British Accounting Review, 1997, 245 m. w. N.

21 ERNST/GASSEN/PELLENS, aaO (Fn. 2), S. 13, 48, 52.

22 CHANDLER/BARTLETT, aaO (Fn. 14).

Umfang eines solchen Kurzfinanzberichts sollen den Vorteil gegenüber der jetzigen Rechtslage aufzeigen (V.).

## II. Behavioral Finance und Information Overload der Anleger

Die Regulierung des Kapitalmarkts durch Informationspflichten beruht im Wesentlichen auf zwei Annahmen. Die eine These zielt darauf ab, dass Menschen rational und nutzenmaximierend als „homo oeconomicus“ handeln und Wertpapiere aufgrund von maßgeblichen und relevanten Informationen bewerten (Theorie der rationalen Entscheidung).<sup>23</sup> Die andere Annahme unterstellt, dass Finanzmärkte in dem Sinne effizient sind, dass die Preise am Markt immer alle verfügbaren Informationen vollständig widerspiegeln (Markteffizienzhypothese).<sup>24</sup> Wenn diese Voraussetzungen in der Realität vorlägen, wäre ein auf Informationspflichten basierendes Regulierungssystem durchaus sinnvoll.

Allerdings können herkömmliche Theorien von Rationalität und Informationseffizienz die Wirklichkeit an den Kapitalmärkten und Börsen nicht erklären. So entfernen sich die Kurse von den fundamentalen Werten der Wertpapiere, ausgelöst durch eine enthusiastische Stimmung; man spricht von Kursblasen, sogenannten „Bubbles“,<sup>25</sup> wie etwa beim Aufstieg und Untergang der Dot.com-Branche in der Internet-Blase im Jahre 2000.<sup>26</sup> Die Behavioral Finance-Forschung integriert Einsichten aus der psychologischen Verhaltensforschung in die wirtschaftswissenschaftliche Analyse und versucht zu erklären, wie und warum die Menschen vom Bild des „homo oeconomicus“ abweichen und irrationale oder unlogische Entscheidungen treffen, wenn sie Geld investieren.<sup>27</sup> Die Forschungsergebnisse haben die Ineffektivität menschlicher Entscheidungsfindung und eine Vielzahl an Verhaltensanomalien aufgedeckt, die das Verhalten des Menschen bei Entscheidungen unter

23 KUNZ, Rational Choice, 2004, S. 32 ff; KIRCHGÄSSNER, Homo Oeconomicus, 2. Aufl., 2000, S. 12 ff, 46 ff.

24 Efficient Capital Markets Hypothesis, FAMA, 25 J. Fin., 1970, 383; DERS., 46 J. Fin., 1991, 1575.

25 Zur Entstehung von Kursblasen durch die Anlegerpsychologie, s. SHLEIFER, Inefficient Markets, 2000, S. 154 ff.

26 THALER, Advances in Behavioral Finance Vol. II, 2005, S. xi, der bezweifelt, dass die NASDAQ-Preise mit einer Spannweite von 5.000 Punkten bis zu 1.300 Punkten wirklich rational gesetzt waren.

27 BELSKY/GILOVICH, Das Lemming Prinzip, 2007, S. 11; SHEFRIN, Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing, 2000, S. ix; SHILLER, 17 Journal of Economic Perspectives, 2003, 83; OEHLER, ÖBA 2000, 978.

Unsicherheit<sup>28</sup> betreffen.<sup>29</sup> Die Frage, wie der Mensch mit zu viel Information umgeht, ist folglich ganz entscheidend, um den richtigen Maßstab der im Raum stehenden kapitalmarktrechtlichen Informationspflicht zu finden.

### 1. Begrenzte Rationalität

*Simon*<sup>30</sup> war vor mehr als fünfzig Jahren einer der ersten, der auf die begrenzte Rationalität der Menschen bei der Entscheidungsfindung hinwies und Zweifel äußerte hinsichtlich des Bildes eines „ökonomischen“ und „rationalen“ Menschen, der maximierend handelt und die beste der zur Verfügung stehenden Alternativen auswählt. Vielmehr würde der Mensch nicht optimieren, sondern eine Handlungsalternative suchen, die zufriedenstellend oder „gut genug“ ist.<sup>31</sup> Der Mensch passe sein Entscheidungsverhalten an seine individuell beschränkten Verarbeitungsfähigkeiten (begrenzte kognitive Fähigkeiten) und die unausweichlichen Restriktionen in Zeit und Information an und mache dafür Gebrauch von Vereinfachungsmethoden oder „Faustregeln“, sogenannten Heuristiken.<sup>32</sup> Genauer hat *Miller* bezüglich der kognitiven Fähigkeiten des Menschen herausgefunden, dass der Mensch nicht mehr als sieben (plus/minus zwei) sinnvolle Informationseinheiten, sogenannte „chunks“, zeitgleich in seinem Gedächtnis behalten kann.<sup>33</sup> Das bedeutet, dass eine neu hinzukommende Information eine alte Information ersetzt.<sup>34</sup> Der Mensch hat also eine durch exogene (Zeit und Information) und endogene (kognitive Kapazität) Faktoren beschränkte Aufnahme- und Verarbeitungskapazität. Der Mensch handelt folglich nicht vollkommen rational, sondern beschränkt rational.

28 Unsicherheit liegt vor, wenn der Entscheidende keinerlei Möglichkeit besitzt, eine (objektive und subjektive) Eintrittswahrscheinlichkeit eines Umweltzustandes zu bestimmen, vgl. FLEISCHER, Informationsasymmetrien im Vertragsrecht, 2001, S. 110.

29 Übersichten bspw. bei KIEHLING, Börsenpsychologie und Behavioral Finance, 2001; OEHLER, ZBB 1992, 97, 124; OEHLER, aaO (Fn. 27); HIRSHLEIFER, 56 J. Fin., 2001, 1533; BELSKY/GILOVICH, aaO (Fn. 27).

30 Für eine Übersicht zu Simons Arbeiten siehe SIMON, Models of Bounded Rationality, 1982.

31 SIMON, 69 QJE, 1955, 99.

32 SIMON, aaO (Fn. 31), 99 ff.

33 MILLER, 63 Psychology Review 1956, 81. Später bestätigt durch CHASE/SIMON, 4 Cognitive Psychology, 1973, 55, 76.

34 Sich das Gedächtnis wie einen Ablagekorb vorstellend, bei dem die neueste Information immer obenauf liegt: WYER/SCRULL, in: Hastie/Ostrom/Ebbesen/Wyer/Hamilton/Carlston, Person Memory: The Cognitive Basis of Social Perception, 1980, S. 227 ff.

## 2. Information Overload

Die Theorie der begrenzten Rationalität legt den Schluss nahe, dass mit „wachsender Quantität an Information die Qualität der Entscheidung nicht in gleicher Weise verbessert wird“<sup>35</sup>. Ist die verfügbare Information zu umfangreich (Stichwort: Informationsmenge) oder zu detailliert (Stichwort: Informationskomplexität) sind die Adressaten mit ihren beschränkten Aufnahme- und Verarbeitungskapazitäten häufig überfordert.<sup>36</sup> Sie sind dann nicht mehr in der Lage, das Datenmaterial vollständig aufzunehmen, zu verstehen und zu verarbeiten. Der Adressat leidet unter einem „Information Overload“<sup>37</sup> oder auch „Information Overkill“, im Deutschen spricht man von Informationsüberflutung. Dies bezeichnet den Zustand, über zu viele Informationen zu verfügen.

Es gibt zahlreiche Studien, die sich mit der Thematik des Information Overloads beschäftigen.<sup>38</sup> Zunächst nimmt die verarbeitete Menge an Information und damit die Entscheidungsqualität mit wachsender Informationsmenge zu, aber ab einem gewissen Punkt beginnt diese zu sinken und der Entscheidungsträger fällt auf eine geringe verarbeitete Informationsmenge und Entscheidungsqualität zurück.<sup>39</sup> Wann dieser Punkt erreicht ist lässt sich nicht genau feststellen. Hauptsächlich wird dies von dem Niveau der Bildung beeinflusst.<sup>40</sup> So wird ein Anleger mit Fachwissen sicherlich besser mit einer Flut an fachspezifischen Informationen zurechtkommen als ein „normaler“ Anleger, umso mehr gilt dies bei institutionellen und professionellen Investoren. Generell liegt Information Overload vor, wenn die zunehmende Informationsmenge nicht mehr zu einer Zunahme, sondern zu einer Verringerung in der Entschei-

35 FLEISCHER, aaO (Fn. 28), S. 115.

36 Vgl. dazu auch KIND, Die Grenzen des Verbraucherschutzes durch Information, 1998, S. 442 ff; FLEISCHER, ZEuP 2000, 772, 798.

37 Zunächst in der betriebswirtschaftlichen Organisationslehre gemachte Beobachtung: „The major communications problem is information overload“, vgl. ROGERS/AGARWALA-ROGERS, Communications in Organisations, 1976, S. 90.

38 Vgl. JACOBY/SPELLER/KOHN BERNING, 1 Journal of Consumer Research 1974, 33; MALHOTRA, 8 Journal of Consumer Research 1982, 419; DERS., 10 Journal of Consumer Research 1984, 436.

39 KELLER/STÄELIN, 14 Journal of Consumer Research 1987, 200, 212; MADHAVAN/PRESCOTT, 38 Academy of Management Journal 1995, 900, 903.

40 Vgl. bspw. die Studie auf dem deutschen Kapitalmarktmarkt: STÜFE, Das Informationsverhalten deutscher Privatanleger, 1999, S. 67: „Tendenziell steigt demnach mit höherem Ausbildungsstand auch die Intensität an, mit der sich Privatanleger zu Geldanlagen informieren.“ Zum britischen Kapitalmarkt: ELLIOTT/HODGE/JACKSON, The Association between Non-professional Investors' Information Choices and Their Portfolio Returns, Working Paper Series, February 2006, abrufbar unter <http://ssrn.com/abstract=817044>, S. 23: „Our results suggest that investors with little investing experience are likely to become overwhelmed when analyzing unfiltered financial information (...)“.

dungsqualität führt. Neben der Informationsmenge sind auch der Inhalt und die Präsentation der Information für einen Information Overload ausschlaggebend.<sup>41</sup> Das Vorhandensein von zu viel hochwertiger und komplexer Information überfordert den Anleger noch schneller.

### 3. Folgen des Information Overload: Heuristiken der Informationswahrnehmung

Die Frage ist nun, wie ein Marktteilnehmer mit begrenzter Rationalität reagiert, der mit den permanent auf ihn einwirkenden Informationen überfordert ist. Er wird versuchen, die Informationsmenge und –komplexität von Entscheidungssituationen seinen naturgemäßen Beschränkungen anzupassen und durch Heuristiken<sup>42</sup> oder Vereinfachungsmethoden so weit wie möglich zu vereinfachen.<sup>43</sup> Mit Bezug auf den Information Overload lassen sich vor allem drei Heuristiken unterscheiden: Erstens kommt es zu einer Vernachlässigung von Information beziehungsweise zu einer selektiven Wahrnehmung. Bei zu viel verfügbarer Information oder zu detaillierter Information ignoriert der Mensch einfach einen großen Anteil dieser Information.<sup>44</sup> Zweitens führt die Verfügbarkeitsheuristik<sup>45</sup> zu einer Komplexitätsreduzierung, indem aktuelle, auffällige<sup>46</sup> („dramatische“, unerwartete oder in Medien auf-

41 Vgl. hierzu KELLER/STÄELIN, aaO (Fn. 39); AGNEW/SZYKMAN, Asset Allocation and Information Overload: the Influence of Information Display, Asset Choice and Investor Experience, Center for Retirement Research at Boston College, Working Paper CRR WP 2004-15, abrufbar unter <http://ssrn.com/abstract=1142932>.

42 Heuristiken sind Regeln oder Strategien der Informationswahrnehmung oder -verarbeitung, die dazu dienen, mit geringem Aufwand zu einem schnellen, aber nicht unbedingt optimalen, Ergebnis zu kommen („Faustregeln“); s. GOLDBERG/NITZSCH, Behavioral Finance, 1999, S. 49. Für eine nähere Definition siehe ENGEL/GIGERENZER, in: Gigerenzer/Engel, Heuristics and the Law, 2006, S. 1 ff.

43 GOLDBERG/NITZSCH, aaO (Fn. 42), S. 117; MALHOTRA, aaO (Fn. 38), 438.

44 MALHOTRA (Fn. 38), 438 (zitiert BETTMAN, An Information Processing Theory of Consumer Choice, 1979); JACOBY/SPELLER/KOHN BERNING, aaO (Fn. 38), 40; JACOBY, JACOB, 10 Journal of Consumer Research, 1984, 432, 433; OEHLER, aaO (Fn. 29), 100; GOLDBERG/NITZSCHA, aaO (Fn. 42), S. 59 ff. Beispielsweise werden Konsumenten, die einen langen Text vor sich haben, bei dem sie sich sicher sein können, dass sie nicht fähig sind, ihn einfach zu verstehen, überhaupt keine Information aufnehmen, vgl. EISENBERG, 59 S. Cal. L. Rev., 1986, 305, 309, der dieses Verhalten von Konsumenten ggü. AGBs feststellt.

45 Sog. „availability heuristic“. Ursprünglich wurde die Heuristik von Kahneman und Tversky beschrieben, die die Konsequenz der Verfügbarkeit auf das Schätzverhalten von Individuen bzgl. Wahrscheinlichkeiten empirisch untersuchten, vgl. TVERSKY/KAHNEMAN, 185 Science 1974, 1124, 1127 f.

46 JOLLS/SUNSTEIN/THALER, 50 Stan. L. Rev., 1998, 1471, 1519; LICHTENSTEIN et al., 4 Journal of Experimental Psychology: Human Learning and Memory, 1978, 551; DE-

fällig dargestellte) oder anschauliche<sup>47</sup> (gut vorstellbare, emotional gefärbte) Informationen verstärkt aufgenommen und andere vernachlässigt werden.<sup>48</sup> Drittens beeinflusst die Art der Präsentation von Information die Informationsaufnahme erheblich.<sup>49</sup> Informationen, die formale Aspekte in die Art der Darstellung einbeziehen, werden leichter aufgenommen und verarbeitet. Hierzu zählt Einfachheit (Einfachheit des Vokabulars, Leserlichkeit durch Schriftgröße und Abstände), Übersichtlichkeit durch eine Gliederung, sowie Kürze und Prägnanz.<sup>50</sup>

Man muss also davon ausgehen, dass die Investoren oftmals nicht in der Lage sind, die ihnen zur Verfügung stehenden Informationen zu verarbeiten. Zusammenfassend formuliert es *Langevoort* treffend: „The bottom line of all this is that making information available to investors does not mean that they will use it all, much less use it well.“<sup>51</sup> Die Folgerung aus diesen Erfahrungen lautet somit, dass das Transparenzregime des Kapitalmarktrechts erfolgreicher und effizienter wäre, wenn Unternehmen weniger und nicht mehr Informationen offen legen würden.<sup>52</sup>

### III. Information Overload am Kapitalmarkt

#### 1. Information Overload der Anleger

In Deutschland steckt die Diskussion über Information Overload durch kapitalmarktrechtliche Informationspflichten noch in den Anfängen.<sup>53</sup> Umfangreicher sind die Publikationen in den USA. Dabei steht der Vorwurf im Raum,

BONDT/THALER, 40 J. Fin., 1985, 793 stellen eine stärkere Reaktion auf dem Aktienmarkt für diese Informationstypen fest.

47 BORGIDA/NISBETT, 7 Journal of Applied Social Psychology, 1977, 258; NISBETT/BORGIDA, 32 Journal of Personality and Social Psychology, 1975, 932, 942.

48 NITZSCH/FRIEDRICH, Entscheidungen in Finanzmärkten, 1999, S. 19 f; OEHLER, aaO (Fn. 29), 101; GOLDBERG/NITZSCH, aaO (Fn. 42), S. 56 ff; DE BONDT/THALER, aaO (Fn. 46).

49 Sog. „Framing“. S. TVERSKY/KAHNEMAN, 211 Science, 1981, 453; KAHNEMAN/TVERSKY, 47 Econometria, 1979, 263; OEHLER, aaO (Fn. 29), 101; VISCUSI, 48 Rutgers L. Rev., 1996, 625, 634 ff.

50 Mehrere Studien zur Verständlichkeit von Texten zusammenfassend: KIND, aaO (Fn. 36), S. 484 f.

51 LANGEVOORT, 2 Entrepreneurial Bus. L. J., 2008, 767, 770.

52 PAREDES, 81 Wash.U.L.Q., 2003, 417, 419, 484: „Capital markets might be more, not less, informationally (...) efficient if less, not more, information is available.“

53 Vgl. bspw. DREYLING, Der Konzern 2005, 1, 5; FLEISCHER, aaO (Fn. 36); MÖLLERS/HOLZNER, NZG 2008, 166, 171; MÖLLERS, JZ 2009, 861, 869; FEY, aaO (Fn. 3). Eingehende Betrachtung der Problematik bisher nur für das Teilzeitwohnrechtgesetz, vgl. KIND, aaO (Fn. 36). Hierzu auch MARTINEK, in: Grundmann, Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrechts, 2000, S. 511–557.

das kapitalmarktrechtliche Transparenzregime versage, weil Investoren, Analysten und andere Kapitalmarktteilnehmer die einschlägigen Informationen nur unzureichend aufnehmen und verarbeiten könnten.<sup>54</sup> Eine Studie der Security and Exchange Commission (SEC) zur Meinung von Investoren über die Informationspflichten bestätigte, dass die Investoren mit den zur Verfügung gestellten Informationen überfordert sind und den Wunsch nach einfacheren und verständlichen Dokumenten haben.<sup>55</sup>

## 2. Anlegerschutz durch Informationspflichten

### a) Der durchschnittliche Anleger als Adressat von Informationspflichten

Um eine Zielerreichung einer informierten und selbstbestimmten Investitionsentscheidung sicherzustellen, müssen die Kapitalmarktteilnehmer nicht nur Zugang zu den Informationen haben, sondern diese auch verstehen und verarbeiten können.<sup>56</sup> Nur in diesem Fall sind die Informationen für den Anleger nützlich und dem Durchschnittsbürger wird eine faire Entscheidungschance eingeräumt. Die Informationspflichten müssen an den Anleger angepasst sein, um die Gefahr eines Information Overloads möglichst gering zu halten. Allerdings richten sich die kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten an eine vielschichtige Schar von Marktteilnehmern mit unterschiedlichen Erfahrungen und Kenntnissen im Wertpapiergeschäft und dementsprechend divergierenden Interessen. Mit anderen Worten, es gibt „den“ Anleger nicht.<sup>57</sup> Die Diskussion des Adressatenkreises ist besonders im Rahmen der Prospekthaftung des Emittenten nach §§ 44, 45 BörsG aufgetreten und ausgiebig diskutiert worden, da die Unrichtigkeit eines Prospekts nach dem Empfängerhorizont des Anlegers beurteilt wird.<sup>58</sup> In der Literatur und Rechtsprechung hat sich hier ein breites Meinungsspektrum entwickelt, das vom

54 DALLEY, 34 Fla. St. U. L. Rev., 2007, 1089–1131, 1089; PAREDES, aaO (Fn. 52), 485.

55 Beispielhaft für den Information Overload der Anleger sind die Anmerkungen wie „Give me all the information on one page“, „A bullet point list is enough“ oder auch „Less is more“; siehe SCHOCK (Acting Director, Office of Investor Education and Assistant, SEC), Feedback from Individual Investors on Disclosure, Speech at Vanguard and Villanove University's Center for Marketing and Public Policy Research (19. 1. 2007), abrufbar unter <http://www.sec.gov/news/speech/2007/spcb011907ljs.htm>.

56 PAREDES, aaO (Fn. 52), 418, 432; RIPKEN, 58 Baylor L. Rev., 2006, 139, 145. Schon früh wurde auf die Voraussetzung des Informationsverständnisses und der Informationsverarbeitung hingewiesen, vgl. DOUGLAS, 23 Yale Rev., 1934, 521, 523 f; ASSMANN, AG 1993, 549, 560; SCHINDELE, Der Grundsatz der Prospektverständlichkeit am Beispiel des Börsenzulassungsprospekts für den amtlichen Markt, 2008, S. 31.

57 FLEISCHER, Gutachten F für den 64. Deutschen Juristentag, 2002, S. 21.

58 LENENBACH, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, 2002, § 8 Rdn. 8.84; PANKOKE, aaO (Fn. 17), § 44 BörsG, § 13 VerkProspG Rdn. 37.

„unbewanderten Laien“ bis zum „Fachmann“ reicht.<sup>59</sup> Diese Diskussion über den Adressaten leidet aber darunter, dass sie sich allzu sehr beziehungsweise nur auf den Leser- und Interessentenkreis von Börsenprospekten bezieht.<sup>60</sup>

Die Frage, wer Adressat der Sekundärpublizität ist, wurde bisher weniger ausführlich geklärt. Anhaltspunkte bieten systematische Hinweise zu anderen Informationspflichten, wie die Angebotsunterlage im WpÜG<sup>61</sup>, der Zwischenbericht<sup>62</sup> und die Ad-hoc-Mitteilung<sup>63</sup> sowie der historische Wille der EU-Richtlinien<sup>64</sup> und der deutschen Gesetze<sup>65</sup>. Hier wird darauf hingewiesen, dass Adressaten des kapitalmarktrechtlichen Informationssystems alle aktuellen und potenziellen Anleger, also auch Klein- und Privatanleger sind.

Damit ist allerdings noch nichts über deren Fähigkeiten gesagt. Im Gegensatz zu der widersprüchlichen<sup>66</sup> Auffassung des BGHs von einem „durchschnittlichen Anleger“ und „aufmerksamen Leser“, der auch eine Bilanz lesen kann,<sup>67</sup> wird im überwiegenden Teil der Literatur von der Fähigkeit zur Lektüre einer Bilanz abgesehen.<sup>68</sup> Der durchschnittliche Anleger ist dabei zwar in finanzwirtschaftlichen und rechtlichen Dingen unbewandert, aber *verständlich* und kritikfähig.<sup>69</sup> Es darf also angenommen werden, dass „er die Unterlagen sorgfältig liest“<sup>70</sup>. Begründet wird diese Ansicht auch damit, dass ein Mindestmaß

59 Zusammenfassend letztthin ASSMANN, in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Aufl., 2007, § 6 Rdn. 83 f.

60 So auch ASSMANN, Prospekthaftung, 1985, S. 317.

61 Siehe MÖLLERS, in: Hirte/Bülow, KK-WpÜG, 2003, § 12, Rdn. 33 ff; DERS., ZGR 2002, 664, 682.

62 Siehe AMMEDICK/TRIEDER, Zwischenberichterstattung börsennotierter Gesellschaften, 2002, Rdn. 11 ff.

63 Siehe MÖLLERS, aaO (Fn. 7), S. 47 ff; MONHEIM, Ad-hoc-Publizität nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, 2007, S. 29 ff.

64 Der europäische Gesetzgeber bezieht sich regelmäßig auf das „Anlegerpublikum“, also alle aktuellen und potenziellen Anleger, vgl. bspw. Art. 8, Abs. 4 Kapitalmarktpublizitäts-Richtlinie 2001/34/EG v. 28. 5. 2001, ABl. EG Nr. L 184 v. 6. 7. 2001 S. 1 ff (berichtigte Fassung, ABl. Nr. L 217 v. 11. 8. 2001, S. 18 ff).

65 Der deutsche Gesetzgeber hat im 4. FFG ausdrücklich auf den „durchschnittlichen Anleger“ abgestellt, vgl. Begr. RegE 4. FFG, BT-Drs. 14/8017, S. 87. Vgl. hierzu MÖLLERS, aaO (Fn. 7), S. 47 ff.

66 LENENBACH, aaO (Fn. 58), § 8 Rdn. 8.84.

67 BGH, NJW 1982, 2823 f = WM 1982, 862, 863. Dem folgend OLG Düsseldorf, WM 1984, 587, 601; OLG Frankfurt, NJW-RR 1994, 946, 947.

68 Vgl. bspw. ASSMANN, aaO (Fn. 59), § 6 Rdn. 83; HAMANN, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, Band 2, 2. Aufl., 2006, §§ 44, 45 BörsG Rdn. 191; EHRICKE, DB 1980, 2429, 2432.

69 LG Düsseldorf, DB 1980, 2381, 2384; HOPT, in: Hofmann/Meyer-Cording/Wiedemann, FS Klemens Pleyer, 1986, S. 341, 365; FLEISCHER, aaO (Fn. 57), S. 44; GROSS, Kapitalmarktrecht, 4. Aufl. 2009, §§ 44, 45 BörsG Rdn. 41.

70 HOPT, aaO (Fn. 69). Ähnlich auch ASSMANN, aaO (Fn. 59), § 6 Rdn. 83, der vom „aufmerksam lesenden Anleger“ spricht.

an Verständnis für eine standardisierte Information nötig ist<sup>71</sup> und damit vom Anleger verlangt werden kann, dass er sich mit den bereitgestellten Angaben auseinandersetzt, zumal eine Wertpapieranlage immer mit Risiken verbunden ist.<sup>72</sup> Es ist allerdings nicht Voraussetzung, dass der Anleger über besondere Sachkenntnis oder überdurchschnittliches Fachwissen verfügt.<sup>73</sup> Ebenso wenig muss der durchschnittliche Anleger mit einer juristischen oder wirtschaftlichen Fachsprache vertraut sein.<sup>74</sup>

### *b) Folgerungen für die Gestaltung der Informationspflichten*

Um das Ziel einer informierten und selbstbestimmten Anlegerentscheidung zu erreichen und eine mögliche Irreführung der Anleger durch zu viel oder zu detaillierte Information zu verhindern, müssen die Informationspflichten an den durchschnittlichen Anleger angepasst werden. Dazu ist die Menge der veröffentlichten Informationen und die Informationskomplexität (Inhalt) und Präsentation (Form) der Dokumente auf die Fähigkeiten und Bedürfnisse des durchschnittlichen Anlegers als Leser abzustimmen. Die bereitgestellte Information ist also so aufzubereiten, dass der Investor diese ohne große Schwierigkeiten aufnehmen und ohne Fehlleistungen verarbeiten kann.<sup>75</sup> Es kommt also nicht auf ein „Maximum, sondern auf ein Optimum an Information an“.<sup>76</sup>

Anleger können aber auch durch zu viele Informationen oder zu viel komplizierte Information irreführt werden.<sup>77</sup> Dabei kann es sich um eine direkte Irreführung handeln, indem der Informationsersteller versucht, wesentliche und unvorteilhafte Informationen in dem Dokument zu verstecken. Dies ist von der Sache her nicht anders zu beurteilen als fehlende, falsche oder unvollständige Informationen. Wenn es sich also nur noch um „Informationen ohne Informationswert“<sup>78</sup> handelt, besteht die Gefahr, dass die Anleger unter einem Information Overload leiden und die Information deswegen gar nicht oder nur eingeschränkt wahrnehmen und verarbeiten.

71 FLEISCHER, aaO (Fn. 57), S. 44.

72 EHRICKE, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, 2005, S. 220.

73 BRONDIS/MARK, AG 1989, 339, 341; OLG Düsseldorf, WM 1984, 586, 592.

74 BGH, NJW 1982, 2823, 2823 f = WM 1982, 862, 863: „nicht unbedingt mit der in eingeweihten Kreisen gebräuchlichen Schlüsselsprache vertraut zu sein braucht“.

75 SCHINDELE, aaO (Fn. 56), S. 30.

76 FLEISCHER, aaO (Fn. 28), S. 116; DERS., aaO (Fn. 57), S. 46; DERS., aaO (Fn. 36).

77 WEBER, Kapitalmarktrecht: Eine Untersuchung des österreichischen Rechts und des Europäischen Gemeinschaftsrechts, 1999, S. 278; HEINZE, aaO (Fn. 18), S. 374.

78 MÖLLERS/HOLZNER, aaO (Fn. 53), 171.

### 3. Alternative Modelle

#### a) Modell der mittelbaren Information

Das Problem des Information Overload ließe sich beheben, wenn die kapitalmarktrechtlichen Informationen nur gegenüber den professionellen Anlegern und den Finanzintermediären geschuldet würden.<sup>79</sup> Dann könnte man bei der Informationsgestaltung auf den Verständnishorizont professioneller Marktteilnehmer abstellen. Diese würden als „Filter“ die Informationen aussortieren und so aufbereiten, dass der durchschnittliche Anleger sie verstehen und sich ein für ihn relevantes Bild der Lage des Unternehmens machen kann. Ein solches Modell der mittelbaren Information scheint durch seine theoretische Eleganz reizvoll. Es harmoniert mit den tatsächlichen Beobachtungen auf dem Kapitalmarkt, dass Einzelanleger in aller Regel auf gefilterte Informationen aus zweiter Hand zurückgreifen.<sup>80</sup> Eine Studie hat kürzlich bestätigt, dass Kleinanleger, die über keine Erfahrung mit Kapitalanlagen verfügen, höhere Gewinne erzielen, wenn sie sich vermehrt auf gefilterte Informationen verlassen.<sup>81</sup> In Teilen der Literatur wird deswegen klar von einer wachsenden Aufgabe und Verantwortlichkeit der Informationsmittler gesprochen, welche die eigentliche „Brücke zum Durchschnittsanleger“ schlagen müssten.<sup>82</sup>

Trotz dieser rechtstatsächlichen Beobachtung ist ein alleiniges Abstellen auf Informationsintermediäre nicht empfehlenswert.<sup>83</sup> So sind schon Zweifel angebracht, ob Finanzanalysten und institutionelle Anleger die Informationen über sämtliche Wertpapiere und Unternehmen perfekt aufnehmen und verarbeiten. Wie jeder Mensch leiden auch Informationsintermediäre an kognitiven Beschränkungen und somit unter Information Overload.<sup>84</sup> Durch ihre fachliche Ausbildung und Erfahrung auf dem Gebiet wird die Schwelle zur

79 Die Diskussion zur primären Heranziehung von Finanzintermediären bezieht sich meist auf den Wertpapierprospekt, vgl. bspw. HEINZE, aaO (Fn. 18), S. 376 ff; FLEISCHER, aaO (Fn. 57), S. 43 f.

80 HEINZE, aaO (Fn. 18), S. 372 mit Fn. 94; ERNST/GASSEN/PELLENS, aaO (Fn. 2), S. 29.

81 ELLIOTT/HODGE/JACKSON, The Association between Non-professional Investors' Information Choices and Their Portfolio Returns: The Importance of Investing Experience, Working Paper Series, February 2006, abrufbar unter <http://ssrn.com/abstract=817044>.

82 HOPT, ZGR 1980, 225, 253, 240. Ähnlich HEINZE, aaO (Fn. 18), S. 376; MERKT, zfbf Sonderheft 55/06, 2006, S. 24–60, 41. S. auch LG Düsseldorf, DB 1980, 2381, 2383, das davon ausgeht, dass der unerfahrene Anleger die Hilfe einer sachkundigen Beratung in Anspruch nimmt.

83 FLEISCHER, aaO (Fn. 57), F 44.

84 PAREDES (Fn. 52), 453 ff; FAZLEY, Regulierung der Finanzanalysten und Behavioral Finance, 2008. Empirische Studie bei MADHAVAN/PRESCOTT (Fn. 39). Sogar die SEC als Regulierungsorgan leidet unter beschränkter Rationalität, vgl. CHOI/PITCHARD, 56 Stan. L. Rev. 1 (2003).

Überlastung lediglich später auftreten als bei Privatanlegern. Zudem wird bei einer systematischen Betrachtung der EU-Richtlinien und der deutschen Gesetze klar, dass die Informationen nicht auf das Bereichspublikum zugeschnitten sein dürfen.<sup>85</sup> Vielmehr sollen sie das Anlegerpublikum, professionelle und private Anleger, adressieren und dem durchschnittlichen Anleger verständlich sein. Die Finanzintermediäre sollen also die eigenständige Meinungsbildung der Anleger nicht ersetzen, sondern diese nur unterstützen. Schließlich ist es Ziel der Informationspflichten, das Vertrauen der Anleger in die Märkte sicherzustellen. Dies kann aber nur erreicht werden, wenn sie die Gefahren und Risiken direkt den vom Unternehmen kommenden Informationsdokumenten entnehmen können und nicht auf einen Informationsmittler angewiesen sind.<sup>86</sup>

### *b) Die Zusammenfassung*

Denkbar wäre eine Zusammenfassung einzuführen. Der DAI empfiehlt etwa, dass Unternehmen „wesentliche Teile der Finanzberichte z. B. im Sinne einer ‚Investor Summary‘ merklich verkürzt und speziell auf die Bedürfnisse der Privatanleger zugeschnitten“ darstellen.<sup>87</sup> Die Einführung der Zusammenfassung vereinfacht die Erstinformation des normalen Privatanlegers erheblich und verhindert dadurch einen Information Overload und eine Überlastung der Anleger.

Die Zusammenfassung ermöglicht eben nur eine Erstinformation der Anleger und eine knappe Hinführung zum Thema, kann aber keinen umfassenden Einblick bieten, weil sie auf sechs bis acht Seiten (beim Wertpapierprospekt beispielsweise „nicht mehr als 2.500 Wörter“) beschränkt ist. Vielerorts wird daher eine solche starke Beschränkung kritisiert,<sup>88</sup> weil sie der Verständlichkeit schade.<sup>89</sup> Es gilt also einen Mittelweg zu finden zwischen der Kürze und einer ausreichender Länge, um die Verständlichkeit des Informationsdokuments zu gewährleisten. Die Zusammenfassung ist deshalb nicht der favorisierte Lösungsvorschlag, sondern die im Folgenden vorgestellte Einführung eines Kurzfinanzberichts. Dieser vermittelt ausreichend Information, um in sich verständlich zu sein, aber verhindert auf Grund seiner Kürze einen Information Overload.

85 S. oben Fn. 64.

86 FLEISCHER (Fn. 57), F 44.

87 ERNST/GASSEN/PELLENS, aaO (Fn. 2), S. 54.

88 Insbesondere im Hinblick auf die erforderliche Nennung der Risiken ergeben sich dabei wohl Schwierigkeiten, vgl. KUNOLD/SCHLITT, BB 2004, 501, 505.

89 KUNOLD/SCHLITT, BB 2004, 501, 505; KULLMANN/SESTER, WM 2005, 1068, 1073; SCHLITT/SINGHOF/SCHÄFER, BKR 2005, 251, 252, Fn. 17. Anhang IV der Prospektrichtlinie 2003/71/EG statuiert: „auf wenigen Seiten“.

#### IV. Die Einführung eines Kurzfinanzberichts

##### 1. Rechtsvergleichende Perspektive

###### a) Das britische Summary Financial Statement

Kapitalmärkte agieren global. Für Regulierungsansätze ist heutzutage eine rechtsvergleichende Perspektive unabdingbar. Eine stärkere Differenzierung zwischen verschiedenen Anlegergruppen findet sich im britischen Kapitalanlegerrecht: Sec. 5 (2) (b) FSAMA trägt der britischen Allfinanzaufsicht auf, „to have regard to the differing degrees of experience and expertise that different consumers may have in relation to different kinds of regulated activity“. Im Vereinigten Königreich wird daher durch den Companies Act of 1989<sup>90</sup> die Versendung von sogenannten Summary Financial Statements (kurz SFS) an die Aktionäre erlaubt und die Voraussetzungen dafür in The Companies (Summary Financial Statement) Regulations 1995<sup>91</sup> genauer bestimmt. Die Kurzversion muss einen summary profit and loss account (Gewinn- und Verlustrechnung), ein summary balance sheet (Bilanz) und einen summary directors' report (Bericht des Aufsichtsrats) enthalten. Die Ersteller müssen des Weiteren dafür sorgen, dass alle wichtige Information enthalten ist, so dass die Kurz- mit der Vollversion übereinstimmt.<sup>92</sup> Dazu muss das SFS einen entsprechenden Bestätigungsvermerk eines Wirtschaftsprüfers enthalten.<sup>93</sup> Das SFS alleine soll also dem Informationsbedürfnis der Aktionäre genügen. Die Informationsaufnahme wird so erheblich vereinfacht, weil sich die Anleger allein mit der durchschnittlich 25 Seiten langen Kurzversion<sup>94</sup> beschäftigen. Zudem sind die Anleger aber auch weiterhin zum Erhalt der Vollversion berechtigt und das SFS muss einen entsprechenden Hinweis an prominenter Stelle enthalten.<sup>95</sup>

###### b) Der US-amerikanische Summary Annual Report

In den USA sind die Finanzberichte sehr umfangreich und bieten eine Fülle an Informationen in großer Detailliertheit und hoher Komplexität, die den An-

90 Section 15 of Companies Act of 1989.

91 The Companies (Summary Financial Statement) Regulations, 1995.

92 The Companies (Summary Financial Statement) Regulations, 1995, Regulation 8, Schedule 1, Form and Content of Summary Financial Statements of Companies and Groups other than Banking or Insurance Companies and Groups.

93 Section 251 (4) (b) of Companies Act of 1985; The Companies (Summary Financial Statement) (Amendment) Regulations, 2005.

94 BAGSHAW, 78 Mgmt. Acct., 2000, 52 f.

95 Section 251 (4) (a) of Companies Act of 1985.

leger überfordern.<sup>96</sup> Es entstehen dann Berichte, die Seitenzahlen von über 1.200 Seiten erreichen.<sup>97</sup> Es ist sehr zweifelhaft, ob die Anleger dieses wichtige Dokument wirklich komplett lesen. Damit ist der Annual Report wegen seines erheblichen Umfangs unter Beschuss geraten.<sup>98</sup>

In den USA erstreckt sich die Diskussion über die Einführung eines Summary Annual Reports (SAR) mittlerweile über fast drei Jahrzehnte. Zum ersten Mal wurde diese Idee im Jahr 1983 diskutiert, als die Financial Executives Research Foundation (FERF) eine Studie zu diesem Thema veröffentlichte, an der 19 Unternehmen teilnahmen, die jedoch keine Unterstützung von der SEC fand.<sup>99</sup> Im Jahr 1995 schlug die SEC schließlich eine Rule vor, die es den Unternehmen ermöglicht, ihren Aktionären einen abgekürzten Abschluss zur Verfügung zu stellen.<sup>100</sup> Doch aufgrund der heftigen Kritik aus der Öffentlichkeit im Konsultationsverfahren wurde der Vorschlag nicht weiter verfolgt. Kritisiert wurde hauptsächlich, dass die vorgeschlagene Form des „Abbreviated Financial Statements“ die Kürzung durch das Weglassen der Fußnoten erreicht, welche den Investoren dann nur auf Nachfrage zur Verfügung stünden.<sup>101</sup> Viele Nutzer wollen nicht extra die Information der Fußnoten erfragen müssen; zudem wurde die Sorge geäußert, dass diese unangebrachte Reduzierung Unsicherheit auf dem Markt verursachen könne.<sup>102</sup> Die Diskussion dauert noch an.<sup>103</sup>

## 2. Systematischer Vergleich zu anderen Transparenzvorschriften

### a) Die Prospektzusammenfassung

Der Wertpapierprospekt enthält komplizierte Inhalte in juristischem und wirtschaftlichem Fachterminus<sup>104</sup> und umfasst in der Regel zwischen 250

96 Der CEO von General Electrics formuliert deutlich: „If the annual report or quarterly report has to be the size of the New York City phone book, that’s life“, vgl. SILVERMAN, Wall Street Journal v. 20. 2. 2002, S. A3, der Jeffrey Immelt (CEO von GE) zitiert.

97 So beispielsweise der Annual Report der Williams Companies, vgl. MORGENSON, The New York Times v. 17. 3. 2002, abrufbar unter <http://www.nytimes.com>.

98 PAREDES, aaO (Fn. 52), 478; RIPKEN (Fn. 56), 161.

99 Vgl. COOK/SUTTO, 11 Financial Executive Issue 1, 1995, S. 12.

100 Use of Abbreviated Financial Statements in Documents Delivered to Investors Pursuant to the Securities Act of 1933 and Securities Exchange Act of 1934, Release Nos. 33-7183; 34-35893; File No. S7-13-95, 60 Federal Register 35604 (10. 7. 1995).

101 Use of Abbreviated Financial Statements, aaO (Fn. 100), S. 35605; N.N., 180 Journal of Accountancy Issue 3, 1995, S. 16 f.

102 N.N., 180 Journal of Accountancy Issue 3, 1995, S. 16 f.

103 Vgl. PAREDES, aaO (Fn. 52), 478.

104 POSNER, Economic Analysis of Law, 5. Aufl., 2007, S. 486: „Written in a forbidding legal and accounting jargon, prospectuses are of no direct value to the unsophisticated stock purchaser“.

und 300 Seiten<sup>105</sup>. Umfang und Präsentation der Prospektinformation lassen, wie auch bei der jährlichen Finanzberichterstattung, kaum erwarten, dass der durchschnittliche Anleger in der Lage ist, Emissionsprospekte zu einer informierten Anlegerentscheidung auszuwerten.<sup>106</sup> Eine Lektüre und Analyse des Wertpapierprospekts durch den privaten Investor ist daher eher untypisch.<sup>107</sup> Es dient in erster Linie der Haftungsvermeidung. Folglich wurde in der Vergangenheit jahrelang die Unverständlichkeit des Wertpapierprospekts kritisiert.<sup>108</sup> Vergleichbar mit dem Jahresfinanzbericht war hier die Informationsmenge und –komplexität deutlich zu hoch.

Durch das Prospektrichtlinien-Umsetzungsgesetz<sup>109</sup>, das die Prospektrichtlinie 2003/71/EG<sup>110</sup> umsetzt, wurde nun in § 5 Abs. 2 WpPG die Aufnahme einer Zusammenfassung in den Prospekt vorgeschrieben. Mit diesem Erfordernis wurde eine seit langem bestehende rechtspolitische Forderung nach kompakter und verständlicher Information über die wesentlichen Prospektangaben erfüllt.<sup>111</sup> Die Zusammenfassung des Prospekts dient der Information von Privatanlegern und ist auf den Verständnishorizonts des durchschnittlichen Anlegers ausgerichtet.<sup>112</sup> Sie bietet in „allgemein verständlicher Sprache“ einen Überblick und dient als Einleitung in den Prospekt, wobei Länge

105 Vgl. bspw. Wertpapierprospekte bei kürzlichen Börsengängen an der Frankfurter Börse: Wertpapierprospekt der YOC AG vom 28. April 2009, abrufbar unter [http://group.yoc.com/index.php?\(72\)](http://group.yoc.com/index.php?(72)); Wertpapierprospekt der MBB Industries vom 17. Juni 2008, abrufbar unter [http://www.mbbindustries.com/kunden/mbb/ttw.nsf/id/DE\\_WPP-Prime/\\$file/080617\\_MBB\\_Industries\\_AG\\_-\\_Wertpapierprospekt\\_vom\\_17-06-2008\\_\(Prime\\_Standard\).pdf](http://www.mbbindustries.com/kunden/mbb/ttw.nsf/id/DE_WPP-Prime/$file/080617_MBB_Industries_AG_-_Wertpapierprospekt_vom_17-06-2008_(Prime_Standard).pdf) mit 299 Seiten; Wertpapierprospekt der IFM Immobilien AG vom 23. April 2008, abrufbar unter [http://www.ifm.ag/cms/fileadmin/user\\_upload/downloads/prospekt.pdf](http://www.ifm.ag/cms/fileadmin/user_upload/downloads/prospekt.pdf) mit 283 Seiten.

106 ASSMANN, AG 1993, 549, 560.

107 Deutschland: HEINZE, aaO (Fn. 18), S. 371 (allgemein in Bezug auf alle anlegerbezogenen kapitalmarktrechtlichen Informationen); Schweiz: WATTER, Aktuelle Juristische Zeitschrift 1992, 48, 55; USA: POSNER, aaO (Fn. 104), S. 486: „Written in a forbidding legal and accounting jargon, prospectuses are of no direct value to the unsophisticated stock purchaser“. Vgl. auch HOPT/VOIGT, aaO (Fn. 72), S. 42; BAUMS, ZHR 167 (2003), 139, 180.

108 LOSS/SELIGMAN, Fundamentals of Securities Regulation, 4. Aufl., 2004, S. 184 (zitiert LOSS, LOUIS, Securities Regulation, 1951, S. 148–166, der den „unreadable prospectus“ als eines von vier Grundproblemen des Securities Act identifiziert).

109 Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz v. 22. 6. 2005, BGBl. I 2005, S. 1698.

110 Prospektrichtlinie 2003/71/EG; vgl. hierzu insbesondere KUNOLD/SCHLITT, aaO (Fn. 88).

111 Vgl. FLEISCHER, aaO (Fn. 57), F 44; PANKOKE, aaO (Fn. 17), §§ 44 BörsG, 13 VerkProspG, Rdn. 39.

112 PANKOKE, aaO (Fn. 17), §§ 44 BörsG, 13 VerkProspG, Rdn. 38; WIENEKE, NZG 2005, 109, 111.

und Inhalt auf die Kurzinformation der Anleger ausgerichtet sind und die Informationsaufnahme und Urteilsbildung vereinfachen sollen.<sup>113</sup>

### *b) Halbjahresfinanzbericht und Investor Relations*

Die Gestaltung der verkürzten unterjährigen Berichterstattung in Form des Halbjahresfinanzberichtes kann Anreize zur sinnvollen Kürzung bieten. In § 37 w WpHG schreibt der deutsche Gesetzgeber nach der Transparenz-Richtlinie den Unternehmen vor, einen verkürzten Abschluss anzufertigen. Der Abschluss sollte gemäß § 37 w Abs. 3 Satz 1 WpHG mindestens eine verkürzte Bilanz, eine verkürzte Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) und einen Anhang enthalten. Bei einem „verkürzten“ Abschluss genügt es grundsätzlich, die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung in die wesentlichen Überschriften/Posten und Zwischensummen zu gliedern.<sup>114</sup> Im Zwischenlagebericht sind die wesentlichen Chancen und Risiken und wesentlichen Änderungen im Unternehmen zu erläutern. Die Angaben müssen auf die Bedürfnisse der Informationsempfänger zugeschnitten sein und aus deren Blickwinkel als wesentlich einzustufen sein.<sup>115</sup> Die durchschnittliche Seitenzahl der Halbjahresfinanzberichte der DAX30-Unternehmen liegt bei 48 Seiten, wobei in manchen Fällen radikal auf nur 14 Seiten gekürzt wurde.

Bei genauer Betrachtung der Investor Relations der Unternehmen am deutschen Kapitalmarkt findet man Beispiele, die die hier vorgebrachten Anregungen schon beachten. Das Wirtschaftsmagazin „Capital“ und die Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) verleihen jährlichen den Capital-Investor-Relations-Preis und beurteilen die Investor Relations-Arbeit der wichtigsten deutschen und europäischen Unternehmen. BASF ist der dreimalige Gewinner des Capital-Investor-Relations-Preis im EuroStoxx 50 und war 2008 auch erstmals Gesamtgewinner.<sup>116</sup> BASF hat zusätzlich zu dem konventionellen Geschäftsbericht 2008, der 258 Seiten umfasst, eine Version „BASF Kompakt“<sup>117</sup> erstellt. Diese nur 36 Seiten umfassende Version ist eine Kurzversion des langen Geschäftsberichts.<sup>118</sup>

113 JUST, aaO (Fn. 17), § 5 WpPG, Rdn. 31; HAMANN, aaO (Fn. 68), § 5 WpPG, Rdn. 6; PANKOKE, aaO (Fn. 17), §§ 44 BörsG, 13 VerkProspG, Rdn. 38; WIENEKE, NZG 2005, 109, 111.

114 HÖNSCH, in: Assmann/Schneider, WpHG, 5. Aufl., 2009, § 37 w, Rdn. 20.

115 HÖNSCH, aaO (Fn. 114), § 37 w, Rdn. 27.

116 HILLEBRAND, Capital.de v. 18.6.2008, abrufbar unter <http://www.capital.de/unternehmen/100012078.html>; Capital, Pressemappe: „Capital-Investor-Relations-Preis 2009“ v. 18.6.2009, abrufbar unter [http://www.presseportal.de/pm/8185/1424795/capital\\_g\\_j\\_wirtschaftsm Medien](http://www.presseportal.de/pm/8185/1424795/capital_g_j_wirtschaftsm Medien).

117 BASF Kompakt, abrufbar unter [http://berichte.basf.de/basfir/copsfiles/de/2008/kompakt/14586\\_BASF\\_Kompakt\\_2008.pdf](http://berichte.basf.de/basfir/copsfiles/de/2008/kompakt/14586_BASF_Kompakt_2008.pdf).

118 Die Kompaktversion enthält folgende Bestandteile: die Geschäftsentwicklung, ein

### 3. Einzelheiten eines Kurzfinanzberichtes de lege ferenda

De lege ferenda sollte in § 37 v WpHG die Verpflichtung zur Veröffentlichung eines Kurzfinanzberichts eingeführt werden.<sup>119</sup> Dem privaten durchschnittlichen Anleger wird so ein auf seinen Empfängerhorizont zugeschnittener Kurzbericht zur Verfügung gestellt. Der Anleger kann sich damit in eigener Verantwortung ein Urteil über das Unternehmen bilden.

#### a) Inhalt

Die Gestaltung des Inhalts ist das wichtigste Kriterium, um eine anlegerfreundliche Information zu erhalten. Hierbei muss besonders auf eine sinnvolle Reduzierung der Informationspflichten geachtet werden. Dabei müssen aus allen Teilen des Jahresfinanzberichts die wesentlichen Informationen zusammengetragen werden, damit auch die Kurzversion die Kernaussagen für die Anleger bereithält: Zunächst muss eine verkürzte Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) enthalten sein, da diese die Ertrags- und Finanzlage darstellt. Die in den USA diskutierte Verkürzung des Annual Reports lediglich durch ein Weglassen der Fußnoten wurde zu Recht kritisiert. Ein Zuschneiden der Information auf den Empfängerhorizont des durchschnittlichen Anlegers ist so nicht zu erreichen. Bei der Gestaltung des Inhalts kann die Regelung der Halbjahresfinanzberichte als Orientierung dienen, die einen verkürzten Abschluss enthalten. In Anlehnung an diese Vorschrift sollte es ausreichen, Bilanz und GuV in wesentliche Überschriften oder Posten und Zwischensummen zu gliedern.

Des Weiteren sollten in einem Lagebericht die wesentlichen Chancen und Risiken und wesentlichen Änderungen im Unternehmen erläutert werden. Dabei ist es wichtig, auf den Blickwinkel des Informationsempfängers, also den durchschnittlichen Anleger einzugehen. Hier sind die allgemeine Geschäfts- und Rahmenbedingungen verständlich darzulegen, als auch eine

Interview mit den Vorstandsvorsitzenden, die Vorstellung des Aufsichtsrats, jeweils eine Übersicht zu Aktie/Segmente/Ziele/Wachstum, einige Seiten zu der Leitstory „BASF handelt“, Geschäftsentwicklung, die Bilanz, die Kapitalflussrechnung und eine Zehnjahresübersicht. Laut Unternehmenshomepage bietet der Bericht „eine fundierte Übersicht über die wichtigsten Zahlen des letzten Geschäftsjahres“. Zudem wird das Ziel gesetzt, „Informationen und Fakten (...) leicht verständlich und anschaulich“ darzustellen. Für beide Zitate siehe [http://cops.basf.com/de/ueberuns/bestellcenter/?jahr=2008&id=m0xxYEm\\_l\\_bcp2i7](http://cops.basf.com/de/ueberuns/bestellcenter/?jahr=2008&id=m0xxYEm_l_bcp2i7).

119 § 37 v WpHG wurde durch die Transparenzrichtlinie 2004/109/EG v. 15.12.2004, ABl. EG Nr. L 390 v. 31.12.2004, S. 38 ff eingeführt, welche eine Mindestharmonisierung vorsieht und es somit den Mitgliedstaaten ermöglicht, strengere Vorschriften aufzuerlegen. Hierzu MÖLLERS, ZEuP 2008, 480, 497 ff, DERS., in: Gsell/Herresthal, Vollharmonisierung im Privatrecht, 2009, S. 235–259.

Prognoseaussage für das kommende Geschäftsjahr zu treffen. Die Studie des DAI hat außerdem gezeigt, dass der Brief des Vorstandsvorsitzenden zur Unternehmenssituation mit seiner verdichteten Information große Leserschaft hat.<sup>120</sup> Es ist deswegen empfehlenswert, auch in die Kurzversion diese kurze (meist nicht länger als eine Seite), aber persönliche Einsicht aufzunehmen. Zudem sollte die Aufnahme von Berichten zur Unternehmensdarstellung und sogenannten Leitstorys verboten oder zumindest nur sehr begrenzt zulässig sein. Ansonsten bestünde die Gefahr einer Ablenkung der Anleger von den wichtigen Informationen. Außerdem würde der Umfang der Kurzfinanzberichte nur vergrößert.<sup>121</sup>

### *b) Sprache und Gliederung*

Damit der Kurzfinanzbericht dem durchschnittlichen Anleger als Grundlage für eine informierte Investitionsentscheidung dienen kann, muss dieser leicht verständlich sein. Wie erörtert können formale Aspekte die Verständlichkeit erhöhen und somit die Komplexität einer Information verringern.<sup>122</sup> Der Bericht darf also keinesfalls in juristischer und wirtschaftlicher Fachsprache gefasst werden. Die Informationen müssen außerdem klar strukturiert und leicht aufzunehmen und zu verwerten sein. Um eine sinnvolle Umsetzung des Ziels sicherzustellen, wäre eine allgemeine Floskel, wie bei den Wertpapierprospekten (hier wird auf eine „leicht verständliche“ Sprache abgestellt), nicht ausreichend.

Die SEC hat in einer sogenannten Verständlichkeits-Initiative<sup>123</sup> große Anstrengungen zur Komplexitätsreduzierung zunächst bei Prospekten<sup>124</sup> und später auch bei anderen Regelpublikationen<sup>125</sup> unternommen. Mit der „Plain English Rule“<sup>126</sup> wurde eine Regelung der Sprache und des Aufbaus von In-

120 ERNST/GASSEN/PELLENS, aaO (Fn. 2), S. 32.

121 BASF hat in ihr zusammenfassendes Dokument bei 36 Seiten auch 12 Seiten zu ihrem Leitmotiv „BASF handelt“ aufgenommen, vgl. BASF Kompakt (Fn. 117).

122 Vgl. oben unter „Framing“ (Fn. 49).

123 Vgl. hierzu FANTO, 49 Case W. Res. L. Rev., 1998, 105, 164 ff; SCHINDELE, aaO (Fn. 56), S. 48 ff.

124 17 C.F.R. § 230.421 (d).

125 17 C.F.R. § 240.13a–20; Executive Compensation and Related Party Disclosure (Final Rule), 17 C.F.R. Parts 228, 229 et al., Release Nos. 33-8732A; 34-54302A; File No. S7-03-06, 71 Federal Register 53158 53209, 53261 (8.9.2006) bezieht sich auf Item 402, 403, 404 und 407 der Regulation S-K: „Vorstands- und Direktorenvergütung“, „Aktienbesitz von Managern und Anteilseignern“, „Angabepflichtige Geschäftsbeziehungen und Transaktionen“ und „Corporate Governance“.

126 Plain English Disclosure (Final Rule), 17 C.F.R. Parts 228, 229, 230, 239 and 274, Release Nos. 33-7497, 34-39593, File No. S7-03-97, 63 Federal Register 6369, 6370 (6.2.1998); Erklärend dazu PLAIN, English Handbook, How to Create Clear SEC

formationspflichten getroffen. Diese sollen dadurch einfacher, klarer und brauchbarer werden und so das Verständnis für die Investoren erleichtern und damit auch die Leserschaft vergrößern.<sup>127</sup> Im U.S.-amerikanischen Recht finden sich unter anderem Vorschriften für die Wortwahl (Alltagssprache) und den Satzbau (kurze, prägnante Sätze, ohne Passivgebrauch) als auch ein expliziter Hinweis für die Vermeidung von juristischen und wirtschaftlichen Fachausdrücken und mehrfachen Verneinungen. Die Vorschriften zur Verständlichkeit beschränken sich aber nicht darauf, sondern die SEC hat in einem „Handbook“ weitere Ausführungen zur Gestaltung der Publizität angefertigt.<sup>128</sup> So soll vor der Erstellung des Dokuments analysiert und entschieden werden, welche Informationen Investoren brauchen, um informierte Entscheidungen zu treffen.<sup>129</sup> Diese Regelung ist weitergehend als die allgemeine Floskel der „verständlichen Sprache“ in den europäischen und somit deutschen Vorschriften zur Gestaltung des Wertpapierprospekts und liefert damit auch eine bessere Komplexitätsreduzierung. Die „Plain English Rule“ könnte als Orientierungshilfe dienen, um den Kurzfinanzbericht zu vereinfachen und zu strukturieren. Denkbar wäre zudem, eine bestimmte Gliederung verbindlich vorzuschreiben, um mit einer solchen Standardisierung der Information die Vergleichbarkeit und damit die Informationsaufnahme zu erleichtern.

### c) Umfang des Kurzfinanzberichts

Schließlich ist es überlegenswert, ähnlich wie bei Zusammenfassung der Wertpapierprospekte auch die Länge des Kurzfinanzberichts zu begrenzen. Bei einer starren Grenze könnte allerdings die Verständlichkeit beeinträchtigt werden. Sinnvoll ist, den Unternehmen einen Anhaltspunkt zur Verfügung zu stellen, etwa mit einer Sollvorschrift von maximal 30 Seiten. Dies entspräche den praktischen Erfahrungen. Beim SFS in Großbritannien liegt die durchschnittliche Seitenzahl bei 25; die Halbjahresfinanzberichte 2008 der DAX30-Unternehmen hatten durchschnittlich 48 Seiten, wobei dies für einen schnellen Überblick schon wieder zu lang erscheint.<sup>130</sup>

Disclosure Documents, abrufbar unter <http://www.sec.gov/pdf/handbook.pdf>. Vgl. dazu auch MÖLLERS, Juristische Arbeitstechnik und wissenschaftliches Arbeiten, 5. Aufl., 2010, Rdn. 360.

127 Plain English Disclosure, aaO (Fn. 126), S. 4; HAZEN, The Law of Securities Regulation, 5. Aufl., 2006, S. 156.

128 PLAIN, aaO (Fn. 126).

129 PLAIN, aaO (Fn. 126), S. 5.

130 BASF hat mit 36 Seiten einen deutlich kürzeren Bericht entworfen, besonders wenn man bedenkt, dass 12 Seiten für die Behandlung des Leitmotivs verwendet werden, vgl. BASF Kompakt (Fn. 117).

#### 4. Kosten/Nutzen-Analyse und Bewertung

##### a) Kosten

Um eine endgültige Bewertung eines Kurzfinanzberichtes vorzunehmen, dürfen die Kosten und Nutzen nicht außer Acht gelassen werden. Der Kurzfinanzbericht als eigenständiges Informationsmedium verändert nicht die Pflicht zur Erstellung der Vollversion des Geschäftsberichts. Das Unternehmen treffen also zusätzliche Erstellungskosten.<sup>131</sup> Zudem entstehen Kosten durch die Überwachung, etwa wenn die BaFin als Regulierungs- und Aufsichtsbehörde eine verkürzte Version des Finanzberichtes abnehmen müsste. Alternativ könnte ein Wirtschaftsprüfer den Kurzfinanzbericht prüfen. Dies ist im Vereinigten Königreich erforderlich<sup>132</sup> und erhöht gleichzeitig das Vertrauen der Anleger in den geprüften Abschluss.<sup>133</sup>

##### b) Nutzen

Anders als die meisten Kosten der Unternehmen<sup>134</sup> ist der Nutzen der Anleger nur schwer in einer monetären Größe abzubilden. Der Kurzfinanzbericht dient dazu, eine Überlastung des „durchschnittlichen“ Anlegers vor einer Informationsflut zu verhindern. Studien auf dem britischen Markt haben gezeigt, dass ein Großteil der Anleger den Wunsch hat, weniger Informationen zur Verfügung gestellt zu bekommen, nicht mehr.<sup>135</sup> Die Mehrheit der Anleger zieht das Summary Financial Statement dem konventionellen Finanzbericht vor.<sup>136</sup> Die englischen Kurzfinanzberichte finden also ihren Weg in die regelmäßig von Anlegern konsultierten Informationsmedien.

Schließlich kann die Einführung eines Kurzfinanzberichtes auch dem erstellenden Unternehmen nutzen. Der Anspruch, den der Kapitalmarkt an das Kommunikationsverhalten der Unternehmen hat, ist in den letzten Jahren gewachsen. Ziel der Finanzkommunikation ist es, den Investoren all jene Informationen zur Verfügung zu stellen, damit die Entwicklung des Unter-

131 Zu nennen sind etwa Kosten für Recherche sowie Datenerfassung und -aufbereitung, Layout und Druck. Vgl. BAGSHAW, aaO (Fn. 94), 53; HEINZE, aaO (Fn. 18), S. 376.

132 Section 251 (4) (b) of Companies Act of 1985; The Companies (Summary Financial Statement) (Amendment) Regulations 2005.

133 ERNST/GASSEN/PELLENS, aaO (Fn. 2), S. 56 f.

134 Die Kosteneinsparungen durch geringere Druckkosten dürften sich gering halten, da die Geschäftsberichte meist digital zur Verfügung gestellt werden und so von den Anlegern genutzt werden.

135 BARTLETT/CHANDLER, (Fn. 20), 258.

136 Alle Bereiche des SFS erfreuen sich einer größeren Leserschaft als die entsprechenden Abschnitte im konventionellen Bericht, vgl. CHANDLER/BARTLETT, aaO (Fn. 14), 424.

nehmenswertes eingeschätzt werden kann und Vertrauen in die Fähigkeiten des Managements entsteht,<sup>137</sup> um somit wiederum Kapital auf dem Kapitalmarkt akquirieren zu können.

### V. Ausblick

Die Regulierung des Kapitalmarktrechts funktioniert von öffentlich-rechtlicher Seite über Verbote, Steuern und letztlich die kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten. Diese greifen weniger in Unternehmen ein als etwa das Verbot. Die Kosten der Publizität können als Marktzugangsbeschränkungen wirken. Besonders verdeutlichte dies die Einführung des Sarbanes-Oxley Act (SOX) von 2002 an der US-amerikanischen Börse.<sup>138</sup> Seit 2001 hat es praktisch keine neuen Notierungen ausländischer Unternehmen an der New Yorker Börse gegeben, da die Unternehmen die hohen Kosten und den bürokratischen Aufwand fürchten, die durch eine Compliance aufgrund des SOX entstehen.<sup>139</sup> Auch zu einem erheblichen Delisting ist es gekommen.<sup>140</sup>

Die letzten Jahre haben im deutlicher gezeigt, dass einzelne Informationspflichten zudem ihr Ziel verfehlen, die Marktteilnehmer tatsächlich im ausreichenden Maße zu informieren. Die heterogene Struktur des Adressatenkreises ruft gerade bei der jährlichen Finanzberichterstattung nach einer differenzierten Informationspflicht.<sup>141</sup> Ziel muss es sein, dass die Information auch auf den durchschnittlichen Anleger zugeschnitten wird. Der Nachteil des Kurzfinanzberichtes besteht denknotwendigerweise darin, dass Informationen weggelassen werden müssen.<sup>142</sup> Von größtem Nutzen ist allerdings, dass die Anleger von der übergroßen Informationsmenge entlastet werden und die

137 SCHÄFER/LA CORTE, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Handbuch der Kapitalmarktinformation, 2008, § 14, Rdn. 1; KIRCHHOFF, in: Kirchhoff/Piwinger, Praxishandbuch Investor Relations, 2005, S. 32.

138 Sarbanes-Oxley Act of 2002, Pub. L. No. 107–204, 116 Stat. 765 (codified in scattered sections of 11, 15, 15, 18, 28, and 29 U.S.C.) (Supp. II 2002).

139 MERKT, aaO (Fn. 82), S. 31. Kritische Würdigung der Compliance Kosten aus rechtswissenschaftlicher Sicht bei BUTLER/RIPSTEIN, The Sarbanes-Oxley Debacle, 2006, S. 2, die von direkten Kosten von 6 Milliarden US-Dollar allein in 2006 ausgehen.

140 Vgl. etwa. der Rückzug deutscher Unternehmen von der US-amerikanischen Börse, s. N.N., Rückzug von New Yorker Börse – Telekom sagt Wall Street Goodbye, abrufbar unter <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/0,1518,690270,00.html>. Der Zusammenhang zwischen SOX und einem Anstieg im Delisting wurde auch in empirischen Studien bestätigt: KHAN, Sustaining the Onslaught of Sarbanes-Oxley (March 1, 2009), abrufbar unter <http://ssrn.com/abstract=1318231>; ENGEL/HAYES/WANG, 44 Journal of Accounting and Economics 116.

141 Vgl. dazu BUSHMAN/GIGLER/INDJEKIAN, 34 Journal of Accounting Research, 1996, 51.

142 Deswegen einen Kurzprospekt ablehnend HEINZE, aaO (Fn. 18), S. 375.

Informationen mit Informationswert für den durchschnittlichen Anleger bereitgestellt werden. Damit werden die Voraussetzungen für eine informierte und selbstbestimmte Investitionsentscheidung der Anleger geschaffen und ein Information Overkill vermieden. Dies dient unmittelbar dem Anlegerschutz als eines der Ziele des Kapitalmarktrechts. Wie eingangs erwähnt, wird der Geschäftsbericht in seiner jetzigen Form von Privatanlegern nicht gelesen. Der große Vorteil eines Kurzfinanzberichts besteht damit vor allem darin, dass er *überhaupt* die Leserschaft erreicht. Durch Bereitstellung einer solchen Kurzversion des Jahresfinanzberichtes würde sich die Informationsdifferenz zwischen Privatanlegern und professionellen Investoren nicht vergrößern, sondern verringern. Die Einführung eines Kurzgeschäftsberichts kann folglich dazu beitragen, die Informationsasymmetrie auf dem Kapitalmarkt zu reduzieren. Die Erfahrungen in Großbritannien verdeutlichen, dass die Leserschaft der Kurzfinanzberichte im Vergleich zu der konventionellen Version des Jahresfinanzberichts deutlich steigt. Trotz einer weitreichenden Harmonisierung im Kapitalmarktrecht stehen die Börsen in Europa in einem scharfen Wettbewerb. Vorteile andere Börsen – wie das englische Summary Financial Statement – sollte man auch für das deutsche Recht übernehmen. Der Beitrag zielt damit auf eine Feinjustierung des Jahresfinanzberichts als eines der wichtigsten kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten; zum Wohle effizienter Kapitalmärkte.