

# Kapitalmarktgesetzgebung im Europäischen Binnenmarkt

Herausgegeben von  
KLAUS J. HOPT,  
RÜDIGER VEIL und  
JÖRN AXEL KÄMMERER

---

**Mohr Siebeck**

# Kapitalmarktgesetzgebung im Europäischen Binnenmarkt





# Kapitalmarktgesetzgebung im Europäischen Binnenmarkt

herausgegeben von

Klaus J. Hopt, Rüdiger Veil  
und Jörn Axel Kämmerer

Mohr Siebeck

*Klaus J. Hopt* ist Direktor des Max-Planck-Instituts für ausländisches und internationales Privatrecht in Hamburg; Professor an der Universität Hamburg.

*Rüdiger Veil* ist Inhaber des Alfried Krupp-Lehrstuhls für Bürgerliches Recht, Deutsches und Internationales Unternehmens- und Wirtschaftsrecht an der Bucerius Law School.

*Jörn Axel Kämmerer* ist Inhaber des Lehrstuhls für Öffentliches Recht, Völker- und Europarecht an der Bucerius Law School.

ISBN 978-3-16-149814-5 / eISBN 978-3-16-162943-3 unveränderte eBook-Ausgabe 2024

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

© 2008 Mohr Siebeck Tübingen.

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Gulde-Druck in Tübingen gesetzt, auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

## Vorwort

Das vorliegende Buch fasst die Vorträge zusammen, die auf dem gemeinsam von der Bucerius Law School, Hamburg und dem Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht, Hamburg veranstalteten Symposium „Kapitalmarktgesetzgebung im Europäischen Binnenmarkt“ am 15. Juni 2007 in Hamburg gehalten wurden. Im Zentrum des Symposiums stand die Einbindung des Kapitalmarktrechts in den allgemeinen Regulierungskontext. Der Diskurs mit Vertretern unterschiedlicher Fachsäulen hat ungewohnte Einblicke in das Thema, neue Perspektiven und Anregungen für die weitere wissenschaftliche Diskussion gegeben.

Unser herzlicher Dank gilt den Referenten und den Verfassern der Diskussionsberichte. Herr Fabian Walla und Frau Iris Kessler haben die Last der redaktionellen Arbeit geschultert; dafür danken wir herzlich.

Hamburg, im Mai 2008.

*Klaus J. Hopt*

*Rüdiger Veil*

*Jörn Axel Kämmerer*



## Inhaltsverzeichnis

Vorwort . . . . .	V
<i>Jens Wüstemann / Jannis Bischof / Christopher Koch</i>	
Regulierung durch Transparenz – Ökonomische Analysen, empirische Befunde und Empfehlungen für eine europäische Kapitalmarktregulierung. . . . .	1
Diskussionsbericht zum Vortrag von <i>Jens Wüstemann</i> (Diskussionsleitung: <i>Klaus J. Hopt</i> ) . . . . .	19
<i>Karl Riesenhuber</i>	
Primärrechtliche Grundlagen der Kapitalmarkttransparenz . . .	23
Diskussionsbericht zum Vortrag von <i>Karl Riesenhuber</i> (Diskussionsleitung: <i>Klaus J. Hopt</i> ) . . . . .	60
<i>Thomas Eufinger / Lars Teigelack</i>	
Praxis und Entwicklung der Ad-hoc-Publizität . . . . .	63
<i>Gerald Spindler / Jan Hupka</i>	
Die Entwicklung des Systems der Regelpublizität und anlassabhängigen Publizität . . . . .	81
Diskussionsbericht zu den Vorträgen von <i>Gerald Spindler</i> und <i>Thomas Eufinger</i> (Diskussionsleitung: <i>Klaus J. Hopt</i> ) . . . . .	103
<i>Christian Bumke</i>	
Regulierung am Beispiel der Kapitalmärkte . . . . .	107
Diskussionsbericht zum Vortrag von <i>Christian Bumke</i> (Diskussionsleitung: <i>Rüdiger Veil</i> ). . . . .	142

*Jörn Axel Kämmerer*

Selbstregulierung am Beispiel des Kapitalmarktrechts. Eine normativ-institutionelle Positionsbestimmung . . . . .	145
--	-----

Diskussionsbericht zum Vortrag von <i>Jörn Axel Kämmerer</i> (Diskussionsleitung: <i>Rüdiger Veil</i> ). . . . .	164
---	-----

*Ferdinand Kirchhof*

Außerstaatliche Normsetzung am Beispiel von IFRS – Perspektiven und rechtliche Probleme – . . . . .	167
--	-----

Diskussionsbericht zum Vortrag von <i>Ferdinand Kirchhof</i> (Diskussionsleitung: <i>Rüdiger Veil</i> ). . . . .	179
---	-----

# Regulierung durch Transparenz – Ökonomische Analysen, empirische Befunde und Empfehlungen für eine europäische Kapitalmarktregulierung

*Jens Wüstemann / Jannis Bischof / Christopher Koch\**

A. Problemstellung . . . . .	1
B. Ökonomische Erkenntnisse der neoklassischen Schule . . . . .	3
I. „Transparenz reduziert Kapitalkosten“ . . . . .	3
1. These. . . . .	3
2. Begründung der These. . . . .	4
a) Grundsätzliche Begründung. . . . .	4
b) Differenzierungen. . . . .	6
II. Empirische Validierung . . . . .	7
1. Grundsätzliche Bestätigung. . . . .	7
2. Ursachen. . . . .	8
a) Rechnungslegungssystem und Transparenz . . . . .	8
b) Rechnungslegungssystem und Bekanntheitsgrad . . . . .	9
C. Ökonomische Erkenntnisse der institutionenökonomischen Schule. . . . .	10
I. „Institutions matter“ . . . . .	10
1. These. . . . .	10
2. Begründung der These. . . . .	11
II. Empirische Validierung . . . . .	13
1. Empirische Validierung im weiteren Sinne: „law as evidence“ . . . . .	13
2. Empirische Validierung im engeren Sinne. . . . .	14
a) Ausgestaltung von Institutionen als zentrale Stellgröße . . . . .	14
b) Freiwillige Entscheidung für Institutionen. . . . .	15
D. Thesenförmige Zusammenfassung. . . . .	16
E. Empfehlungen an eine Europäische Kapitalmarktregulierung in Thesenform . . .	17

---

\* Prof. Dr. *Jens Wüstemann*, M.S.G. (Paris Dauphine), ist Inhaber des Lehrstuhls für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und Wirtschaftsprüfung an der Universität Mannheim und Leiter des Teilprojekts „Ökonomische Analyse rechtlicher Rationalitätskonzepte auf Kapitalmärkten“ am Sonderforschungsbereich 504; *Jannis Bischof* und Dr. *Christopher Koch*, M. B. L. T., sind wissenschaftliche Mitarbeiter an diesem Lehrstuhl und kooptierte Mitglieder am Sonderforschungsbereich 504.

## A. Problemstellung

„Regulierung durch Transparenz“ kann bedeuten, dass durch eine Zunahme an Transparenz sich ein zwingender hoheitlicher Eingriff erübrigt. Dies wird in der Rechnungslegung etwa mit dem „informationellen Gläubigerschutz“<sup>1</sup> oder dem „informationellen Anlegerschutz“<sup>2</sup> auf den Begriff gebracht. „Regulierung durch Transparenz“ kann auch bedeuten, dass erst zwingende Regeln ein bestimmtes Transparenzniveau gewährleisten, das bestimmte und intendierte Wirkungen zeitigt: So kann man wünschen, dass Märkte informationseffizienter werden und in der Folge z. B. Finanzierungskosten der Unternehmen (die sog. „Kapitalkosten“), die sich etwa in den *weighted average costs of capital* ausdrücken, gesenkt<sup>3</sup> oder Anleger qua Preisbildung so geschützt werden, wie es etwa die *fraud-on-the-market*-Doktrin fordert.<sup>4</sup> Vielfach werden beide inhaltlichen Bestimmungen sich hierbei wechselseitig bis zu einem gewissen Grad bedingen, so dass nicht von einem Ausschlussverhältnis gesprochen werden kann.

Tatsächlich entspringt der Glaube an die wohlfahrtssteigernde Wirkung von Transparenz frühen rechtswissenschaftlichen Einsichten: „Publicity is justly commended as a remedy for social and industrial diseases. Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman“<sup>5</sup>, hat es der Harvard-Absolvent und spätere Richter am Supreme Court *Brandeis* bereits zu Beginn des letzten Jahrhunderts ebenso prägnant wie zugespitzt als Forderung an den Gesetzgeber formuliert. Beispiele, dass der Gesetzgeber diese Forderung aufgenommen hat, sind noch aus jüngerer Zeit Legion: So erwartet man aufgrund der verpflichtenden Offenlegung von Nebeneinkünften bzw. Honoraren einen öffentlichen Druck auf Politiker<sup>6</sup> oder auf Wirtschaftsprüfer<sup>7</sup>, der ein bestimmtes Wohlverhalten ganz ohne unmittelbare hoheitliche Einwirkung erzwingt.

Eine erhebliche Regulierungsfreude der nationalen, der europäischen und der internationalen Gesetzgeber, sowohl was den Willen als auch was die Durchsetzungskraft betrifft, ist nunmehr auch auf dem weiten Feld des Kapitalmarktrechts fest-

<sup>1</sup> Vgl. *Kübler*, Institutioneller Gläubigerschutz oder Kapitalmarkttransparenz, ZHR 159, 1995, 550, 560.

<sup>2</sup> Vgl. *Reifschneider*, Informationeller Anlegerschutz: Ökonomische Analyse der Konkretisierung und Durchsetzung sekundärmarktbezogener Informationspflichten in Deutschland und den USA, 2007.

<sup>3</sup> Vgl. *Botosan*, Disclosure and the cost of capital: what do we know?, Accounting and Business Research 36(SI), 2006, 31.

<sup>4</sup> Vgl. *Macey/Miller*, Good finance, bad economics: an analysis of the fraud-on-the-market theory, Stanford Law Review 42, 1990, 1059; *Bischof*, Zur Fraud-on-the-market-Theorie im US-amerikanischen informationellen Kapitalmarktrecht: Theoretische Grundlagen, Rechtsprechungs-entwicklung und Materialien, SFB 504 Working Paper 05-13, m. w. N., abrufbar unter: <http://www.sfb504.uni-mannheim.de/publications/dp05-13.pdf> (Abruf vom 15. 10. 2007).

<sup>5</sup> Vgl. *Brandeis*, Other people's money and how the bankers use it, 1914, S. 62.

<sup>6</sup> Vgl. Gesetz zur Änderung des Abgeordnetengesetzes, BGBl. I 2005, S. 2482.

<sup>7</sup> Vgl. Bilanzrechtsreformgesetz, BGBl. I 2004, S. 3166.

zustellen.<sup>8</sup> Dies ist einerseits erfreulich, weil die Probleme in der Tat drängend sind. Andererseits ist auch nicht zu verkennen, dass Regelungsprogramm und Agenda sich aus ökonomischer Sicht zumindest nicht zwingend als konsistent und sinnvoll aufdrängen: Widersprüchliche Entwicklungen sind bei der Normentstehung der IFRS (*International Financial Reporting Standards*) und ihrer europaweiten Durchsetzung,<sup>9</sup> aber auch bei der Verknüpfung von Bilanz- und Kapitalmarktrecht<sup>10</sup> auszumachen.

Das Ziel dieses Beitrags ist zweigeteilt: In einem ersten Schritt sollen die einschlägigen ökonomischen Erkenntnisse zu den verschiedenen Effekten, die mit bestimmten Veränderungen des Publizitätsniveaus am Kapitalmarkt einhergehen, abgesteckt werden. Unterschieden wird dabei zwischen zwei ökonomischen Schulen, die insbesondere in dem Annahmegerüst differieren, das ihren Untersuchungen zugrunde liegt: Der neoklassischen, auf überkommenen Rationalitätskonzepten aufbauenden Schule (Teil B) steht die Schule der Institutionenökonomik (Teil C) gegenüber. Die Ergebnisse werden thesenförmig zusammengefasst (Teil D). Anschließend soll auf Grundlage dieser Erkenntnisse ein belastbarer Empfehlungskatalog formuliert werden (Teil E), der hier aus Platzgründen nicht im Einzelnen weiter begründet werden kann, grundsätzlich aber aus den vorher entwickelten Überlegungen ableitbar ist. Mit diesem Katalog schließt der Beitrag.

## B. Ökonomische Erkenntnisse der neoklassischen Schule

### I. „Transparenz reduziert Kapitalkosten“

#### 1. These

Die Vorschriften, mit denen die Transparenz der Unternehmensberichterstattung in jüngerer Vergangenheit erhöht werden sollte, sind nicht nur zahlreich. Diese Vorschriften haben auch eine Begründung gemeinsam: Von einer höheren Transparenz verspricht sich der Gesetzgeber günstigere Konditionen der Unternehmensfinanzierung. Stellvertretend dafür steht die Transparenzrichtlinie, die u. a. eine frühere Veröffentlichung des Jahresabschlusses und die Pflicht zur Veröffentlichung eines Halbjahresberichts vorsieht und die vom Europäischen Rat und Parlament mit der „Notwendigkeit, das Vertrauen der Anleger in die Finanzmärkte durch Förderung eines hohen Maßes an Transparenz auf den Finanzmärkten sicherzustellen“ und mit der „Bedeutung einer Senkung der Kapitalkosten und eines erleichterten Zu-

---

<sup>8</sup> Vgl. hierzu die Transparenzrichtlinie, Richtlinie 2004/109/EG v. 15. 12. 2004, ABl. L 390 v. 31. 12. 2004, S. 38.

<sup>9</sup> Vgl. zu Einzelheiten *Wüstemann/Kierzek*, Das europäische Harmonisierungsprogramm zur Rechnungslegung: Endorsement und Enforcement von IFRS, BB 61, 2006, Special 4, 14, m. w. N.

<sup>10</sup> Vgl. zu Einzelheiten *Reifschneider* (Fn. 2).

gangs zum Kapital“ gerechtfertigt wurde.<sup>11</sup> In dem jüngst vorgelegten „Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Modernisierung des Bilanzrechts“ (BilMoG) findet sich ebenfalls die Behauptung, wonach sich durch die „Anhebung des Informationsniveaus des handelsrechtlichen Jahresabschlusses (...) die Fähigkeit der Unternehmen verbessert, sich im Wettbewerb um kostengünstige Fremd- oder Eigenkapitalfinanzierungen am Kapitalmarkt zu behaupten“.<sup>12</sup>

Ob Transparenz die Kapitalkosten tatsächlich positiv beeinflusst, wurde in der ökonomischen Literatur in jüngster Zeit neu untersucht.<sup>13</sup> In diesen wie in früheren informationsökonomischen Modellen wird regelmäßig auf ein Annahmengerüst rekurriert, welches sich als neoklassisch charakterisieren lässt. So wird von einem rationalen Investor ausgegangen, der die Informationen unverzerrt, unmittelbar, vollständig und ohne Aufwand verarbeiten kann. Auch wird (meist implizit) angenommen, dass sich das Verhalten der Manager vollständig beobachten ließe und dass Manager daher zu einer wahrheitsgemäßen Berichterstattung angehalten werden könnten. Diese Annahme erlaubt eine stärkere Konzentration auf die Kernfrage, welche Auswirkungen Transparenz auf die Kapitalkosten hat. Fragen nach möglichen Verzerrungen in der Berichterstattung und sich daraus ergebenden Objektivierungserfordernissen müssen dadurch zwangsläufig vernachlässigt werden.

## 2. Begründung der These

### a) Grundsätzliche Begründung

Der Zusammenhang zwischen Transparenz und Kapitalkosten ergibt sich indirekt: Zunächst wird angenommen, dass erhöhte Transparenz zu einem Abbau von Informationsasymmetrien und zu einer Verbesserung der Einschätzung über die künftige Entwicklung des Unternehmens führt. Modelltheoretisch lässt sich dann untersuchen, welche Auswirkungen sich für die Kapitalkosten ergeben.

*Diamond* und *Verrecchia* zeigen in einem grundlegenden Beitrag, dass ein Abbau von Informationsasymmetrien positive Auswirkungen auf die Kapitalkosten von Unternehmen haben kann.<sup>14</sup> Nimmt man an, dass es besser und schlechter informierte Marktteilnehmer gibt, müssen die schlechter informierten befürchten, dass die besser informierten nur aufgrund von Insiderinformationen auf dem Markt aktiv werden. Die schlechter informierten Marktteilnehmer werden deshalb Kaufangebote als Signal einer positiven Insiderinformation interpretieren und umgekehrt Verkaufsangebote als Signal einer negativen Insiderinformation. Dies führt dazu,

<sup>11</sup> Vgl. Richtlinie 2004/109/EG v. 15. 12. 2004, ABl. L 390 v. 31. 12. 2004, S. 38, 36. Erwägungsgrund (auch Zitate).

<sup>12</sup> Vgl. Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Modernisierung des Bilanzrechts (Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz – BilMoG), S. 72.

<sup>13</sup> Vgl. *Lambert/Leuz/Verrecchia*, Accounting information, disclosure, and the cost of capital, *Journal of Accounting Research* 45(2), 2007, 385.

<sup>14</sup> Vgl. *Diamond/Verrecchia*, Disclosure, liquidity, and the cost of capital, *Journal of Finance* 46(4), 1991, 1325; vgl. auch *Easley/O'Hara*, Information and the cost of capital, *Journal of Finance* 59(4), 2004, 1553.

dass sie für die Annahme eines Angebots eine Prämie verlangen werden. In einem solchen Umfeld kann die Veröffentlichung von zusätzlichen Informationen die Bereitschaft der schlechter informierten Marktteilnehmer zur Risikoübernahme erhöhen. Der aufgrund des befürchteten Insiderhandels vorgenommene Preisabschlag fiele, genau wie die Differenz zwischen angebotenen Verkaufs- und Kaufkursen (der sogenannte „*bid-ask spread*“), kleiner aus, die Transaktionskosten für die Marktteilnehmer sänten und der Markt würde liquider. Dies wiederum würde die Nachfrage nach Unternehmensanteilen erhöhen und einen Rückgang der Kapitalkosten für das Unternehmen bewirken.

Neben dem Abbau von Informationsasymmetrien wird regelmäßig davon ausgegangen, dass erhöhte Publizität eine Verringerung der Unsicherheit über die zukünftige Unternehmensentwicklung, des sogenannten *estimation risk*, zur Folge hat. Damit ein geringeres *estimation risk* auch zu geringeren Kapitalkosten führt, muss jedoch auch gelten, dass dieses Risiko nicht diversifizierbar ist. Diversifizierbare Risiken werden auf hinreichend effizienten Märkten nach dem *capital asset pricing model*<sup>15</sup> nicht bepreist und beeinflussen nicht die Kapitalkosten. Ob sich das *estimation risk* diversifizieren lässt, ist umstritten. *Clarkson* et al. betrachten diese Frage noch 1996 als nicht abschließend beantwortet,<sup>16</sup> während zumindest festgestellt wird, dass sich das *estimation risk* nur schwer diversifizieren ließe, wenn es für hinreichend viele auf dem Markt gehandelte Wertpapiere sehr hoch ist.<sup>17</sup> Falls hingegen für die meisten anderen Wertpapiere präzise Schätzungen über die zukünftige Entwicklung vorliegen, sollte das *estimation risk* gut diversifizierbar sein und somit keinen Einfluss auf die Kapitalkosten haben.<sup>18</sup>

Erst jüngst zeigen *Lambert* et al. weitere Gründe auf, weshalb sich das *estimation risk* nicht vollständig diversifizieren lässt und somit einen Einfluss auf die Kapitalkosten nimmt.<sup>19</sup> Danach können zusätzliche Informationen den Marktteilnehmern helfen, ihre Schätzungen über zukünftige Erträge stärker auf unternehmensindividuelle als auf marktweite Faktoren zu stützen. Modelltheoretisch kann darauf aufbauend gezeigt werden, dass eine verbesserte Information über die Unternehmensentwicklung auch das marktspezifische und somit nicht diversifizierbare Risiko reduziert und auf diesem Wege die Kapitalkosten des Unternehmens senkt.

---

<sup>15</sup> Vgl. stellvertretend *Sharpe*, *Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk*, *Journal of Finance* 19(3), 1964, 425; *Lintner*, *The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets*, *Review of Economics and Statistics* 47(1), 1965, 13.

<sup>16</sup> Vgl. *Clarkson/Guedes/Thompson*, *On the diversification, observability, and measurement of estimation risk*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31(1), 1996, 69.

<sup>17</sup> Vgl. auch *Handa/Linn*, *Arbitrage pricing with estimation risk*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 28(1), 1993, 81.

<sup>18</sup> Vgl. *Reinganum/Smith*, *Investor preference for large firms: new evidence on economies of size*, *Journal of Industrial Economics* 32(2), 1983, 213.

<sup>19</sup> Vgl. *Lambert/Leuz/Verrecchia*, *Journal of Accounting Research* 45(2), 2007, 385.

## b) Differenzierungen

Zwar lässt sich, wie oben dargestellt, modelltheoretisch zeigen, dass sowohl der Abbau von Informationsasymmetrien als auch die Verbesserung der Einschätzung der künftigen Unternehmensentwicklung positive Auswirkungen auf die Kapitalkosten haben können. Damit allerdings auch die Schlussfolgerung gezogen werden kann, dass durch höhere Transparenz niedrigere Kapitalkosten erreicht werden können, muss zunächst gelten, dass erhöhte Transparenz tatsächlich zu einem Abbau von Informationsasymmetrien und zu einem geringeren *estimation risk* führt. Transparenz kann allerdings durchaus ambivalente Effekte auf diese Faktoren haben.

So dürften erhöhte Transparenzvorschriften zwar zumeist zu einer Verbesserung des durchschnittlichen Informationsstands der Marktteilnehmer und somit zu einer Reduktion des *estimation risk* führen. Allerdings könnten vor allem die bereits zuvor besser Informierten von der erhöhten Transparenz profitieren, wodurch es zu einem Anstieg der Informationsasymmetrien kommen könnte. Dies wäre zum Beispiel der Fall, wenn sich die zusätzlich offengelegte Information besonders gut mit Hilfe privater Information interpretieren lässt oder wenn umgekehrt die offengelegte Information bei der Interpretation der privaten Information helfen würde.<sup>20</sup>

Ebenso kann auch der umgekehrte Fall eintreten, dass Transparenzvorschriften zwar bestehende Informationsasymmetrien verringern, sich aber gleichzeitig unbeabsichtigt negativ auf den durchschnittlichen Informationsstand der Marktteilnehmer auswirken und es somit zu einem Anstieg des *estimation risk* kommt. Ein Beispiel für eine solche Vorschrift könnte die *regulation fair disclosure* der SEC sein, nach der die Finanzberichterstattung eines Unternehmens immer öffentlich erfolgen muss und nicht nur auf eine bestimmte Gruppe (wie z. B. Finanzanalysten) begrenzt werden darf.<sup>21</sup> Diese Vorschrift dürfte zwar das Entstehen von Informationsasymmetrien verhindern. Genauso mag man sich aber vorstellen, dass sich Unternehmen entschließen, die früher ausschließlich gegenüber Finanzanalysten veröffentlichten Informationen überhaupt nicht mehr herauszugeben, oder dass Finanzanalysten weniger Sorgfalt bei der Interpretation der nun nicht mehr exklusiven Informationen walten lassen:<sup>22</sup> Der durchschnittliche Informationsstand der Marktteilnehmer würde sich dann verschlechtern.

Aufgrund dieser möglicherweise ambivalenten Effekte von Transparenzvorschriften auf bestehende Informationsasymmetrien und auf das *estimation risk* ist offen, ob sich die Frage der Auswirkungen von Transparenzvorschriften auf die Kapitalkosten zumindest mit der empirischen Methodik klären lässt.

---

<sup>20</sup> Vgl. Lundholm, Price-signal relations in the presence of correlated public and private information, *Journal of Accounting Research* 26(1), 1988, 107.

<sup>21</sup> Vgl. Steinberg/Myers, Lurking in the shadows: the hidden issues of the Securities and Exchange Commission's Regulation FD, *Journal of Corporation Law* 27(2), 2002, 173.

<sup>22</sup> Vgl. Gomes/Gorton/Madureira, SEC Regulation Fair Disclosure, information, and the cost of capital, *Journal of Corporate Finance* 13(2–3), 2007, 300.

## II. Empirische Validierung

### 1. Grundsätzliche Bestätigung

Bei der empirischen Bestätigung eines Zusammenhangs zwischen höherer Transparenz bei der Unternehmensberichterstattung und Kapitalkosten können beide Größen nur näherungsweise über Hilfsmaßstäbe gemessen werden. Im Schrifttum unterscheidet man zwischen indirekten und direkten Maßen für Kapitalkosten. Als indirektes Maß für sinkende Kapitalkosten werden zurückgehende Transaktionskosten interpretiert, wobei Transaktionskosten regelmäßig aus der Preisdifferenz zwischen möglichen Verkaufs- und Kaufkursen („*bid-ask spread*“) abgeleitet werden. Unter Verwendung dieses Maßes kann etwa gezeigt werden, dass Unternehmen mit einem höheren Wert auf dem Publizitätsindex der *Association for Investment Management and Research* (AIMR), der wiederum als Maß für das Transparenzniveau der externen Berichterstattung herangezogen wird, signifikant niedrigere Kapitalkosten aufweisen.<sup>23</sup> Bei besonders starker Steigerung ihres Publizitätswerts<sup>24</sup> erfahren diese Unternehmen darüber hinaus einen Anstieg von Aktienkurs und Analystenabdeckung.

In jüngeren empirischen Studien werden unterdessen zunehmend Methoden der direkten Messung von Kapitalkosten verwendet. Dies geschieht, vereinfacht ausgedrückt, durch die Umformung klassischer Formeln der Unternehmensbewertungslehre, nach denen sich der Unternehmenswert aus der Abzinsung zu erwartender Ausschüttungen mit den Kapitalkosten ergibt.<sup>25</sup> Diese Gleichung wird nach den Kapitalkosten aufgelöst, die dann in Abhängigkeit von Unternehmenswert und Ausschüttungserwartungen stehen. Verwendet man nun die Marktkapitalisierung als Maßstab für den Unternehmenswert und Analystenschätzungen als Maßstab für zu erwartende Ausschüttungen, kann ein Wert für die Kapitalkosten errechnet werden.<sup>26</sup> In einer der ersten Studien, die den Einfluss von Offenlegung auf die Kapitalkosten in direkter Form untersuchte, wird als Maß für die Offenlegung ein Kriterienkatalog herangezogen, anhand dessen die Publizitätsqualität der Geschäftsberichte bewertet werden kann.<sup>27</sup> Im Ergebnis steht auch hier, dass Unternehmen mit einer hohen Publizitätsqualität niedrigere Kapitalkosten zu tragen haben. Bestätigt wird dieser Zusammenhang zwischen Transparenzniveau und direkten Kapitalkos-

---

<sup>23</sup> Vgl. *Welker*, Disclosure policy, information asymmetry and liquidity in equity markets, *Contemporary Accounting Research*, *Contemporary Accounting Research* 11(2), 1995, 801.

<sup>24</sup> Vgl. *Healy/Hutton/Palepu*, Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure, *Contemporary Accounting Research* 16(3), 1999, 485.

<sup>25</sup> Vgl. nur *Moxter*, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 1983.

<sup>26</sup> Vgl. *Gebhardt/Lee/Swaminathan*, Towards an implied cost of capital, *Journal of Accounting Research* 39(1), 2001, 135; vgl. für den deutschen Kapitalmarkt *Daske/Gebhardt/Klein*, Estimating the expected cost of equity capital using analysts' consensus forecasts, *sbr* 58, 2006, 2.

<sup>27</sup> Vgl. *Botosan*, Disclosure level and the cost of equity capital, *Accounting Review* 72(3), 1997, 323.

ten in späteren, deutlich umfangreicheren Studien nicht nur für den amerikanischen Kapitalmarkt,<sup>28</sup> sondern etwa auch für den Schweizer Kapitalmarkt.<sup>29</sup>

Allen diesen Studien ist, wie es für die Gesamtheit derzeitiger empirischer Forschung charakteristisch ist, die Konzentration auf die Eigenkapitalkosten gemein. Der Effekt von Transparenz auf die Fremdkapitalkosten hingegen wird nicht zuletzt in Ermangelung ähnlich umfangreicher Daten wie für den Eigenkapitalmarkt nur ausnahmsweise untersucht.<sup>30</sup> Auch hier zeigt sich indes ein Zusammenhang zwischen einem höheren Publizitätsniveau und niedrigeren Fremdkapitalkosten. Dies kann zumindest als Indiz dafür gelten, dass die für den Eigenkapitalmarkt vorliegende empirische Evidenz auf den Fremdkapitalmarkt übertragbar sein dürfte.

## 2. Ursachen

### a) Rechnungslegungssystem und Transparenz

Eine Intention für den Übergang in der Konzernberichterstattung von Bilanzrichtlinienrecht auf die *International Financial Reporting Standards* (IFRS) war ganz offenkundig das den IFRS-Abschlüssen nicht nur vom deutschen, sondern auch vom europäischen Gesetzgeber zugebilligte höhere Transparenzniveau, das vor dem Hintergrund der gezeigten Erkenntnisse eine Erleichterung der Unternehmensfinanzierung versprach. So wurde die von 1998 bis 2004 in Deutschland freiwillige und seit 2005 (bzw. seit 2007) europaweit für kapitalmarktorientierte Unternehmen verpflichtende Anwendung von IFRS im Konzernabschluss mit dem expliziten Ziel eingeführt, „einen hohen Grad an Transparenz und Vergleichbarkeit der Abschlüsse und damit eine effiziente Funktionsweise des Kapitalmarkts in der Gemeinschaft und im Binnenmarkt sicherzustellen“<sup>31</sup>, schließlich seien diese internationalen Standards „für Aktionäre informativer als deutsche Konzernabschlüsse“<sup>32</sup>.

Empirische Evidenz hinsichtlich der Auswirkungen einer Umstellung der Rechnungslegung auf die IFRS auf die Kapitalkosten bietet ein uneinheitliches Bild. *Leuz* und *Verrecchia* können in einer frühen Studie zeigen, dass diese Umstellung für Unternehmen positive Effekte auf indirekte Maße für Kapitalkosten, wie eben den *bid-ask spread*, haben kann.<sup>33</sup> Jüngere Studien, die den direkten Effekt des Übergangs von nationalen auf internationale Rechnungslegungsregeln auf die Kapital-

<sup>28</sup> Vgl. *Botosan/Plumlee*, A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital, *Journal of Accounting Research* 40(1), 2002, 21.

<sup>29</sup> Vgl. *Hail*, The impact of voluntary corporate disclosures on the ex-ante cost of capital for Swiss firms, *European Accounting Review* 11(4), 2002, 741.

<sup>30</sup> Vgl. exemplarisch *Sengupta*, Corporate disclosure quality and the cost of debt, *The Accounting Review* 73(4), 1998, 459.

<sup>31</sup> Vgl. Verordnung 1606/2002/EG v. 19.7.2002, ABl. L 243 v. 11.9.2002, S. 1, 1. Erwägungsgrund.

<sup>32</sup> Vgl. Regierungsentwurf eines Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetzes (KapAEG) BT-Drs. 13/7141, S. 11.

<sup>33</sup> Vgl. *Leuz/Verrecchia*, The economic consequences of increased disclosure, *Journal of Accounting Research* 38(3), 2000, 91.

kosten untersuchen, kommen hingegen zu unterschiedlichen Ergebnissen. Während *Barth et al.* gewisse positive Effekte festzustellen glauben,<sup>34</sup> können *Cuijpers* und *Buijink*<sup>35</sup> ebenso wenig wie *Daske*<sup>36</sup> überhaupt einen signifikanten Effekt ausmachen; es wird im Gegenteil sogar ein Anstieg der Kapitalkosten in der Übergangsphase dokumentiert.

Die uneinheitlichen Effekte lassen sich damit begründen, dass sich ein hohes Transparenzniveau nur bedingt über Rechnungslegungssysteme vorschreiben lässt. So sind allen Rechnungslegungssystemen Ermessensspielräume inhärent, die Unternehmen zur Festlegung ihres individuellen Transparenzniveaus ausnutzen können.<sup>37</sup> Entsprechend kann in einem differenzierteren Untersuchungsdesign nur für diejenigen Unternehmen ein Rückgang der Kapitalkosten gefunden werden, die die Umstellung ihres Rechnungslegungssystems auf die IFRS tatsächlich mit dem Ziel der Erhöhung ihrer Publizitätsqualität vornehmen.<sup>38</sup>

#### b) Rechnungslegungssystem und Bekanntheitsgrad

Intuitiv wird überdies regelmäßig ein mittelbarer Zusammenhang angenommen, über den Transparenzniveau und Kapitalkosten verknüpft sind. Denn naheliegender scheint, dass ein nationaler Kapitalmarkt ausländische Investoren durch ein höheres Transparenzniveau anziehen kann und diese Transparenzerhöhung durch eine höhere Rechnungslegungsqualität sich dann über die höhere Nachfrage nach Unternehmensanteilen in niedrigeren Kapitalkosten niederschlägt. Diese Einschätzung wird aus dem zitierten Erwägungsgrund des europäischen Gesetzgebers bei Verabschiedung der EG-Verordnung 1606/2002 (IAS-Verordnung) ersichtlich, der den IFRS implizit eine höhere Qualität als dem überkommenen Bilanzrichtlinienrecht testiert.<sup>39</sup> Unterstrichen wird diese These durch eine jüngere Studie, in der der Anteil ausländischer Eigner an Gesellschaften in Abhängigkeit der angewendeten Rechnungslegungsstandards untersucht und bei Gesellschaften, die nach IFRS bilanzieren, ein höherer Anteil gefunden wird.<sup>40</sup>

---

<sup>34</sup> Vgl. *Barth/Landsman/Lang*, International Accounting Standards and Accounting Quality, Working Paper, 2005, abrufbar unter: <http://ssrn.com/abstract=688041> (Abruf vom 15.10.2007).

<sup>35</sup> Vgl. *Cuijpers/Buijink*, Voluntary adoption of non-local GAAP in the European Union: a study of determinants and consequences, *European Accounting Review* 14(3), 2005, 487.

<sup>36</sup> Vgl. *Daske*, Economic benefits of adopting IFRS or US-GAAP – Have the expected cost of equity capital really decreased?, *Journal of Business Finance and Accounting* 33(3–4), 2006, 329.

<sup>37</sup> Vgl. *Ball*, International Financial Reporting Standards (IFRS): Pros and cons for investors, *Accounting & Business Research* 36(SI), 2006, 5.

<sup>38</sup> Vgl. *Daske/Hail/Leuz/Verdi*, Adopting a label: heterogeneity in the economic consequences of IFRS adoptions, Working Paper, 2007, abrufbar unter: <http://ssrn.com/abstract=979650> (Abruf vom 15.10.2007).

<sup>39</sup> Vgl. Verordnung 1606/2002/EG v. 19.7.2002, ABl. L 243 v. 11.9.2002, S. 1, 4. und 5. Erwägungsgrund.

<sup>40</sup> Vgl. *Covrig/DeFond/Hung*, Home bias, foreign mutual fund holdings, and the voluntary adoption of International Accounting Standards, *Journal of Accounting Research* 45(1), 2007, 41, 69.

Während gewisse Evidenz für die Vergrößerung des Kapitalangebots damit vorliegt, gilt dies für den weiteren Zusammenhang von Kapitalangebot und Kapitalkosten (noch) nicht. Im Gegenteil ist, wie oben dargestellt, in Deutschland ein Rückgang der Kapitalkosten von Unternehmen, die vor Inkrafttreten der IAS-Verordnung freiwillig nach IFRS bilanzierten, nicht beobachtbar.<sup>41</sup> Die Attraktivität eines Kapitalmarkts für Investoren hängt damit zwar offenbar von einer international bekannten Standardisierung der Rechnungslegung ab. Wenn die Qualität dieser international bekannten Normen (wie den IFRS) als ihre Fähigkeit zur Senkung der Kapitalkosten verstanden wird, entscheiden darüber hingegen andere Faktoren als der Anteil ausländischer Anteilseigner, zu deren Erklärung erst die Institutionenökonomik beiträgt.

## C. Ökonomische Erkenntnisse der institutionenökonomischen Schule

### I. „Institutions matter“

#### 1. These

In der neoklassischen Betrachtungsweise ergibt sich die Information der Marktteilnehmer endogen aus dem Kapitalkostenkalkül der Emittenten von Wertpapieren. Die Institutionalisierung dieser Informationen stellt in dieser Modellwelt, nicht zuletzt aufgrund der Annahme gleich gerichteter, nämlich (wie gezeigt) maßgeblich an den Kapitalkosten orientierter Interessen von Managern und Investoren,<sup>42</sup> kein Regelungsproblem dar. In einer institutionenökonomischen Betrachtungsweise gilt genau diese Annahme nicht. Nach dem Prinzip des „methodologischen Individualismus“<sup>43</sup> bilden Interessengegensätze auf individueller Ebene einen Erklärungsansatz für die Vorteilhaftigkeit von institutionellen Eingriffen in Märkte.<sup>44</sup>

Einen Ursprung hat diese ökonomische Schule in der grundlegenden Frage nach der Bildung von Unternehmen. Früher Erkenntnis entspricht es, dass institutionelle Gestaltungen dann vorteilhaft sind, wenn die damit einhergehende Internalisierung von Transaktionen kostengünstiger ausfällt als der Rückgriff auf einen Markt, denn „there is a cost of using the price mechanism“<sup>45</sup>. Heute liefern Transaktions-

<sup>41</sup> Vgl. *Daske*, *Journal of Business Finance & Accounting* 33(3–4), 2006, 329.

<sup>42</sup> Vgl. z. B. *Lambert/Leuz/Verrecchia*, *Journal of Accounting Research* 45(2), 2007, 385, 408.

<sup>43</sup> *Schumpeter*, *Das Wesen und der Hauptinhalt der theoretischen Nationalökonomie*, 1908, S. 88; vgl. auch *Wüstemann*, *Institutionenökonomik und internationale Rechnungslegungsordnungen*, 2002, S. 27 f., m. w. N.

<sup>44</sup> Vgl. *Watts/Zimmerman*, *Towards a positive theory of the determination of accounting standards*, *The Accounting Review* 53(1), 1978, 112, 113; und zu beispielhaften Interessengegensätzen *Ball*, *Infrastructure requirements for an economically efficient system of public financial reporting and disclosure*, in: *Litan/Herring*, *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 2001, S. 127, 130 f.

<sup>45</sup> *Coase*, *The nature of the firm*, *Economica* 4(16), 1937, 386, 390; vgl. auch *Smith*, *The wealth of nations*, 5. Aufl. 1789, S. 73–75 und *Williamson*, *The Economic Institutions of Capitalism*, 1985, S. 1.