

Sonderdruck aus:

Kapitalmarktgesetzgebung im Europäischen Binnenmarkt

herausgegeben von

Klaus J. Hopt, Rüdiger Veil
und Jörn Axel Kämmerer



Mohr Siebeck 2008

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

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“¹ oder dem „informationellen Anlegerschutz“² 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, gesenkt³ oder Anleger qua Preisbildung so geschützt werden, wie es etwa die *fraud-on-the-market*-Doktrin fordert.⁴ 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“⁵, 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 Politiker⁶ oder auf Wirtschaftsprüfer⁷, 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-

¹ Vgl. Kübler, Institutioneller Gläubigerschutz oder Kapitalmarkttransparenz, ZHR 159, 1995, 550, 560.

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

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

⁴ 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).

⁵ Vgl. Brandeis, Other people's money and how the bankers use it, 1914, S. 62.

⁶ Vgl. Gesetz zur Änderung des Abgeordnetengesetzes, BGBl. I 2005, S. 2482.

⁷ Vgl. Bilanzrechtsreformgesetz, BGBl. I 2004, S. 3166.

zustellen.⁸ 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,⁹ aber auch bei der Verknüpfung von Bilanz- und Kapitalmarktrecht¹⁰ 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 theseförmig 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-

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

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

¹⁰ Vgl. zu Einzelheiten *Reifschneider* (Fn. 2).

gangs zum Kapital“ gerechtfertigt wurde.¹¹ 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“.¹²

Ob Transparenz die Kapitalkosten tatsächlich positiv beeinflusst, wurde in der ökonomischen Literatur in jüngerer Zeit neu untersucht.¹³ 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.¹⁴ 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,

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

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

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

¹⁴ 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 fiel, genau wie die Differenz zwischen angebotenen Verkaufs- und Kaufkursen (der sogenannte „*bid-ask spread*“), kleiner aus, die Transaktionskosten für die Marktteilnehmer sanken 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*¹⁵ 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,¹⁶ 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.¹⁷ Falls hingegen für die meisten anderen Wertpapiere präzise Schätzungen über die künftige Entwicklung vorliegen, sollte das *estimation risk* gut diversifizierbar sein und somit keinen Einfluss auf die Kapitalkosten haben.¹⁸

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.¹⁹ 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.

¹⁵ 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.

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

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

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

¹⁹ 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.²⁰

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.²¹ 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.²² 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.

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

²¹ 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.

²² 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.²³ Bei besonders starker Steigerung ihres Publizitätswerts²⁴ 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.²⁵ 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.²⁶ 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.²⁷ 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-

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

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

²⁵ Vgl. nur Moxter, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 1983.

²⁶ 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.

²⁷ 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,²⁸ sondern etwa auch für den Schweizer Kapitalmarkt.²⁹

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.³⁰ 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 offensichtlich 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“³¹, schließlich seien diese internationalen Standards „für Aktionäre informativer als deutsche Konzernabschlüsse“³².

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.³³ Jüngere Studien, die den direkten Effekt des Übergangs von nationalen auf internationale Rechnungslegungsregeln auf die Kapital-

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

²⁹ 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.

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

³¹ Vgl. Verordnung 1606/2002/EG v. 19. 7. 2002, ABl. L 243 v. 11. 9. 2002, S. 1, 1. Erwägungsgrund.

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

³³ 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,³⁴ können *Cuijpers* und *Buijink*³⁵ ebenso wenig wie *Daske*³⁶ 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.³⁷ 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.³⁸

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.³⁹ 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.⁴⁰

³⁴ 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).

³⁵ 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.

³⁶ 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.

³⁷ Vgl. *Ball*, International Financial Reporting Standards (IFRS): Pros and cons for investors, *Accounting & Business Research* 36(S1), 2006, 5.

³⁸ 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).

³⁹ Vgl. Verordnung 1606/2002/EG v. 19. 7. 2002, ABl. L 243 v. 11. 9. 2002, S. 1, 4. und 5. Erwägungsgrund.

⁴⁰ 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.⁴¹ 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,⁴² kein Regelungsproblem dar. In einer institutionenökonomischen Betrachtungsweise gilt genau diese Annahme nicht. Nach dem Prinzip des „methodologischen Individualismus“⁴³ bilden Interessengegensätze auf individueller Ebene einen Erklärungsansatz für die Vorteilhaftigkeit von institutionellen Eingriffen in Märkte.⁴⁴

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“⁴⁵. Heute liefern Transaktions-

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

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

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

⁴⁴ 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, 130f.

⁴⁵ *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.

kosten eine wesentliche Begründung für die Existenz von Institutionen auf (Kapital-)Märkten,⁴⁶ umfasst der weitreichende Begriff doch gerade die Kosten, die bei der Informationsbeschaffung der Marktteilnehmer entstehen.⁴⁷ Diese Kosten sind nämlich keineswegs nur direkter Natur,⁴⁸ vielmehr resultieren sie gleichermaßen (dann in der Sonderform von Agenturkosten⁴⁹) aus dem individuell nutzenmaximierenden, gesellschaftlich aber nicht wohlfahrtsoptimalen Handeln, das durch bestehende Informationsasymmetrien ermöglicht wird und das nur durch hoheitliche Regulierung begrenzt werden kann.

In dieser Modellwelt bestehen damit aufgrund der institutionellen Gestaltung eines Unternehmens Anreize für beschränkt haftende und nur mittelbar am Erfolg partizipierende Manager, sich im Unterschied zur neoklassischen Modellwelt gegenläufig zu den Interessen der Investoren zu verhalten. Wenn eine politische Institution wie die Regierung diesen Wohlfahrtsverlusten aus der privatrechtlichen Gestaltung von Unternehmen begegnen will, kann sie den Informationsasymmetrien nur gesetzliche Regeln und damit wiederum Institutionen entgegensetzen, die zur Offenlegung von Informationen zwingen. Die institutionenökonomische Schule betrachtet Ausgestaltung und Wirkung solcher Regeln,⁵⁰ die in dieser Betrachtungsweise entscheidend für die Funktion der Kapitalmärkte sind.

2. Begründung der These

Eine zentrale Rolle in der Kapitalmarktregulierung kommt den Rechnungslegungsregeln zu, jenen Regeln mithin, die Art und Inhalt der von Unternehmen offenzulegenden Informationen beschreiben. Die darüber hergestellte Transparenz zielt unmittelbar auf den Abbau von Informationsasymmetrien⁵¹ und die damit verbundene Minderung von Transaktionskosten bei der Inanspruchnahme des primären Kapitalmarkts, genauer beim Abschluss von Verträgen einerseits mit Eignern bei der Emission von Eigenkapital und andererseits mit Gläubigern bei der Emission von Fremdkapital, sowie beim Handel zwischen den Investoren auf dem sekundären Kapitalmarkt. Normierte Rechnungslegung leistet hier einen Beitrag zur Lü-

⁴⁶ Vgl. zu einem Literaturüberblick *Richter/Furubotn*, Neue Institutionenökonomik, 3. Aufl. 2003, S. 79–84.

⁴⁷ Vgl. *Stigler*, The economics of information, *Journal of Political Economy* 69(3), 1961, 213.

⁴⁸ Vgl. zu diesen sog. Suchkosten („*search costs*“) *Alchian*, Information costs, pricing, and resource unemployment, *Western Economic Journal* 7(2), 1969, 109; oder *Demsetz*, The cost of transacting, *Quarterly Journal of Economics* 82(1), 1968, 33, 35.

⁴⁹ Vgl. *Jensen/Meckling*, Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3(4), 1976, 305, 308–310.

⁵⁰ Vgl. zur Theoriegeschichte auch *Pies*, Normative Institutionenökonomik, 1993, S. 221–242; sowie insbes. *Schanze*, What is Law and Economics Today? A European View, in: *Nobel*, New Frontiers of Law and Economics, 2006, S. 99 ff.

⁵¹ Vgl. *Watts*, What has the invisible hand achieved?, *Accounting and Business Research* 36(SI), 2006, 51, 52.

ckenfüllung in unvollständigen Verträgen⁵², deren Kosten ohne Normierung (prohibitiv) hoch wären.

Entscheidend für die Wirksamkeit der Rechnungslegung sind dabei zum einen die Gewinnermittlungs- und -erläuterungsregeln als solche. Die Gewinnermittlung bestimmt entweder über gesetzliche oder über einzelvertragliche Ausschüttungssperren die Gewinnansprüche von Eignern und Gläubigern.⁵³ Die Gewinnerläuterung dient beiden Investorengruppen bei der Einschätzung zukünftiger Gewinnansprüche aus ihrer Investition.⁵⁴ Gewährleistet wird diese Einschätzung nur durch eine Bilanzierung auf Grundlage hinreichend konsistenter Normen, die prinzipienbasiert die Entstehung von Regelungslücken und (einhergehend) von Manipulationsmöglichkeiten verhindern.⁵⁵ Nur unter einer auf diese Weise normierten Informationsvermittlung werden sich für bestimmte, (noch) immaterielle Projekte Investoren finden, die das zur Verwirklichung notwendige Kapital bereitstellen. Dies ist die ökonomische Begründung für Rechnungslegungsregeln, denn es gilt, dass „this magic [die Kapitalüberlassung] does not appear in unregulated markets“⁵⁶.

Entscheidend sind zum anderen genauso die Regeln zur Durchsetzung der Gewinnermittlungs- und -erläuterungsregeln⁵⁷ oder, mit dem Nobelpreisträger *North*, „a set of procedures to detect deviations from the rules and regulations“⁵⁸. Hier kommt das institutionenökonomische Prinzip des methodologischen Individualismus zum Tragen: Der Offenlegung von Informationen (sowohl in der Gewinnermittlung als auch in der Gewinnerläuterung) wird ein Manager ohne äußeren Zwang nur nachkommen, wenn sie sich auch in seinem eigenen individuellen Nutzenkalkül als optimal erweist.⁵⁹ Die regelmäßig festzustellenden Gegenläufigkeiten von Interessen erfordern mithin einen solchen äußeren Zwang über die Durchsetzung der Normen, wie sie in jedem Rechnungslegungssystem, wenn auch in ver-

⁵² Vgl. grundlegend *Hart*, Incomplete contracts and the theory of the firm, *Journal of Law, Economics and Organization* 4(1), 1988, 119; sowie auch *Kirchner*, Bilanzrecht und neue Institutionenökonomik, Handels- und Steuerbilanzen: FS Beisse, 1997, 267, passim.

⁵³ Vgl. *Wüstemann/Bischof/Kierzek*, Internationale Gläubigerschutzkonzeptionen, *BB* 62, 2007, Special 5, 13 m. w.N.

⁵⁴ Vgl. *Dexheimer*, Gewinnerläuterungsgrundsätze nach US-GAAP und SEC-Recht, 2004, passim und *Moxter*, Grundsätze ordnungsgemäßer Rechnungslegung, 2003, S. 235–250.

⁵⁵ Vgl. *Wüstemann/Kierzek*, Filling gaps: Why consistency of accounting standards matters – normative evidence from the U. S. and Germany as related to IFRS, Working Paper, 2007, abrufbar unter: <http://ssrn.com/abstract=990887> (Abruf vom 15. 10. 2007), S. 29 f.

⁵⁶ *Black*, The core institutions that support strong securities markets, *Business Lawyer* 55(4), 2000, 1565, 1567.

⁵⁷ Vgl. etwa *Daske*, Internationale Rechnungslegung und Kapitalkosten: Zum Stand der empirischen Rechnungswesenforschung, *BFuP* 2005, 455, 458.

⁵⁸ *North*, Transaction costs, institutions, and economic history, *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 140(1), 1984, 7, 8.

⁵⁹ Vgl. exemplarisch *Christensen/Demski*, *Accounting Theory*, 2002, S. 269 f.

schiedenen Ausprägungen, etwa über eine Abschlussprüfung,⁶⁰ eine hoheitliche Aufsicht („enforcement“)⁶¹ oder ein Zivilprozessrecht⁶² institutionell etabliert ist.

Empirisch lässt sich diese These überprüfen, indem Kapitalmarktreaktionen auf bestimmte Rechnungslegungsinformationen in Abhängigkeit der institutionellen Rahmenbedingungen verschiedener Staaten verglichen werden: Sofern Institutionen eine Relevanz zukommt, werden sich diese Reaktionen unterscheiden.⁶³ Für den Kapitalmarkt gilt dann, was *North* noch allgemeiner formulierte, dass „the differential performance of polities and economies over time is fundamentally influenced by the way institutions evolve“⁶⁴.

II. Empirische Validierung

1. Empirische Validierung im weiteren Sinne: „law as evidence“

Die Überprüfung einer Hypothese muss nicht zwingend quantitativ anhand einer Vielzahl von individuellen Beobachtungen erfolgen. Frühe Ökonomen haben vielmehr den Wortlaut von Gesetzen als Evidenz für das Bestehen eines Zusammenhangs herangeführt: So begründet der Nobelpreisträger *Coase* die praktische Gültigkeit seiner Unternehmenstheorie mit gesetzlichen Regelungen, die das von ihm rein theoretisch abgeleitete Verhältnis zwischen Arbeitgeber und Arbeitnehmer genauso beschreiben.⁶⁵ Dies erscheint zweckmäßig, wenn anerkannt wird, dass die gesetzliche Regelung eines Zusammenhangs heißt, eine hinreichende Anzahl an Individuen habe den Zusammenhang als solchen akzeptiert. In diesem Sinne stellt der Gesetzestext dann nichts anderes als empirische Evidenz dar. So attestiert *McCloskey*, dass „(t)he recognition that laws are evidence is one of the fruits of the law and economics movement. Such evidence has never fit well with the 3-by-5 card version of Scientific Method that economists carry about, according to which a mere word is a nullity and numbers alone constitute tests.“⁶⁶

Validierung findet der Zusammenhang von Rechnungslegungsqualität und institutioneller Gestaltung nach diesem Verständnis durch die gesetzgeberische Aktivität der vergangenen Jahre, wie sie sich in Deutschland etwa in der Einführung der Prüfstelle für Rechnungslegung gemäß §§ 342b HGB ff. ausdrückt. Im Gesetzestext heißt es, dass diese Prüfstelle unabhängig (Abs. 1) und im öffentlichen Interesse

⁶⁰ Vgl. zu Einzelheiten *Watts/Zimmerman*, Agency problems, auditing, and the theory of the firm: some evidence, *Journal of Law and Economics* 26(2), 1983, 613.

⁶¹ Vgl. zu Einzelheiten *Wüstemann*, Normdurchsetzung in der deutschen Rechnungslegung – Enforcement nach dem Vorbild der USA?, *BB* 57, 2002, 718; *Wüstemann* (Fn. 43), S. 164f., m.w.N.

⁶² Vgl. zu Einzelheiten *La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny*, Law and finance, *Journal of Political Economy* 106(6), 1998, 1113.

⁶³ Vgl. nur *Ball/Kothari/Robin*, The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings, *Journal of Accounting and Economics* 29(1), 2000, 1.

⁶⁴ *North*, A transaction cost approach to the historical development of polities and economies, *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 145(5), 1989, 661, 661.

⁶⁵ Vgl. stellvertretend *Coase* (Fn. 45), *Economica* 4(16), 1937, 386, 403–405.

⁶⁶ *McCloskey*, *The rhetoric of economics*, 2. Aufl. 1998, S. 93.

(Abs. 2) Verstöße gegen Rechnungslegungsvorschriften sowie damit verbundene Straftaten und Berufspflichtverletzungen (Abs. 8) anzuzeigen hat: In dieser gesetzlich beschriebenen Rolle erzeugt sie mithin genau den äußeren Zwang, wie er in der ökonomischen Theorie für Institutionen, die opportunistisches Handeln von Agenten verhindern, vorgesehen ist.

2. Empirische Validierung im engeren Sinne

a) Ausgestaltung von Institutionen als zentrale Stellgröße

Die Wirkung von Institutionen auf Rechnungslegungsqualität zeigt sich freilich auch in Anwendung quantitativer Empirie. In einer Studie, die die vier asiatischen Staaten Hongkong, Malaysia, Singapur und Thailand vergleicht, lässt sich feststellen, dass die zeitnahe Berücksichtigung von negativen Unternehmensnachrichten im Bilanzgewinn („*timely loss recognition*“), die in der US-amerikanischen Literatur als ein Indikator für Rechnungslegungsqualität herangezogen wird,⁶⁷ eher in den Rechtssystemen Hongkongs und Singapurs erfolgt, in denen der Anlegerschutz durch Haftungs- und Prüfungsnormen stärker ausgeprägt ist.⁶⁸ Diese Unterschiede sind bemerkenswert, weil in allen vier Staaten weitestgehend an den IFRS ausgerichtete Bilanzierungsregeln⁶⁹ gelten und Unterschiede in der Rechnungslegungsqualität insofern nicht aus Unterschieden in den Bilanzierungsnormen resultieren können. In einem breiter angelegten Vergleich von 38 Ländern bestätigt sich dieser Einfluss des institutionellen Anlegerschutzes auf die Rechnungslegungsqualität.⁷⁰

Diese Ergebnisse ergänzen frühere Studien, in denen die Unterschiede in den Bilanzierungsnormen mit Unterschieden im Rechtssystem erklärt werden und in Code-Law-Ländern wie Frankreich oder Deutschland eine stärkere Ausnutzung bilanzpolitischer Spielräume zur zeitlichen Verteilung von Verlusten gefunden wurde als in Common-Law-Ländern wie USA, Kanada oder Australien, in denen die Sanktionsbewehrung für Manager und Prüfer typischerweise ausgeprägter ist.⁷¹ Insofern folgt, „that for countries striving to achieve higher financial reporting quality, changing manager and auditor incentives is more important than mandating foreign accounting standards“⁷². Nur mit einer in diesem institutionellen Sinne ver-

⁶⁷ Vgl. Basu, The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings, *Journal of Accounting and Economics* 24(1), 1997, 3.

⁶⁸ Vgl. Ball/Robin/Wu, Incentives versus standards: Properties of accounting income in four East Asian countries, *Journal of Accounting and Economics* 36(1-3), 2003, 235.

⁶⁹ Vgl. kritisch zur Qualität der IFRS im Untersuchungszeitraum Holthausen, Testing the relative power of accounting standards versus incentives and other institutional features to influence the outcome of financial reporting in an international setting, *Journal of Accounting and Economics* 36(1-3), 2003, 271, 273 f.

⁷⁰ Vgl. Bushman/Piotroski, Financial reporting incentives for conservative accounting: The influence of legal and political institutions, *Journal of Accounting and Economics* 42(1-2), 2006, 107, 140.

⁷¹ Vgl. Ball/Kothari/Robin (Fn. 63), *Journal of Accounting and Economics* 29(1), 2000, 1, 47.

⁷² Ball/Robin/Wu (Fn. 68), *Journal of Accounting and Economics* 36(1-3), 2003, 235, 259.

besserten Rechnungslegungsqualität, die unabhängig von den angewandten Rechnungslegungsregeln ist, wird auch ein Rückgang der Kapitalkosten verbunden sein:⁷³ Transparenz hängt primär von der gesamten institutionellen Gestaltung eines Kapitalmarkts ab und nur subsidiär von den geltenden Bilanzierungsnormen.

Zu diesem Befund passt die Erkenntnis, dass unmittelbar mit der Zulassung von IFRS- bzw. US-GAAP-Abschlüssen durch das Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz (KapAEG) aus heutiger Sicht gar kein Rückgang der Kapitalkosten von entsprechenden deutschen Unternehmen verbunden war.⁷⁴ Eine funktionierende hoheitliche Überwachung der einheitlichen Anwendung dieser Standards war mit dem KapAEG nämlich (noch) nicht verbunden. Da dies genauso wenig für die IAS-Verordnung gilt, wird auch die verpflichtende IFRS-Anwendung die von Investoren geforderte Risikoprämie nicht verringert haben. Abzuwarten bleibt, wie die erst kürzlich eingerichteten Institutionen (DPR und CESR⁷⁵) dieser Aufgabe gerecht werden. Von ihrer Arbeit hängen (mehr noch als von der Art der Rechnungslegungsregeln) Transparenzniveau und damit einhergehend Kapitalkosten am europäischen Kapitalmarkt ab. Die schwierigste Aufgabe steht der europäischen Kapitalmarktregulierung so noch bevor, denn „achieving uniformity in accounting standards seems easy in comparison with achieving uniformity in actual reporting behavior. The latter would require radical change in the underlying economic and political forces“⁷⁶.

b) Freiwillige Entscheidung für Institutionen

Vor dem Hintergrund der gezeigten Ergebnisse scheint es gesichert, dass Unternehmen, die in Ländern mit schwachen Institutionen ansässig sind, höhere Kapitalkosten zu tragen haben. Unternehmen mit hohem Kapitalbedarf haben daher Anreize, sich freiwillig starken Institutionen zu unterwerfen. Eine Möglichkeit hierzu besteht in einem *cross-listing* in einem Land mit starken Institutionen, wie sie insbesondere den USA regelmäßig unterstellt werden. So ist für ein *cross-listing* am regulären US-amerikanischen Kapitalmarkt eine Registrierung bei der SEC erforderlich, mit der die Behörde gleichzeitig die Überwachungs- und Sanktionsbefugnis über das registrierte Unternehmen erhält.

Das mit der freiwilligen Unterwerfung unter starke Institutionen verbundene Ziel einer Kapitalkostenreduzierung scheint erreichbar zu sein. So zeigen *Hail* und *Leuz*, dass für Unternehmen mit einem *cross-listing* in den USA die Kapitalkosten niedriger liegen als für vergleichbare Unternehmen ohne *Cross-Listing*.⁷⁷ Dieser Effekt ist

⁷³ Vgl. *Hail/Leuz*, International differences in the cost of equity capital: Do legal institutions and securities regulation matter?, *Journal of Accounting Research* 44(3), 2006, 485, 524.

⁷⁴ Vgl. nur *Daske* (Fn. 36), *Journal of Business Finance & Accounting* 33(3–4), 2006, 329, 369.

⁷⁵ Vgl. zu Einzelheiten etwa *Wüstemann/Kierzek*, (Fn. 9) BB 61, 2006, Special 4, 14, 18 und 20 m.w.N.

⁷⁶ *Ball* (Fn. 37), *Accounting and Business Research* 36(SI), 2006, 5, 15.

⁷⁷ Vgl. *Hail/Leuz* (Fn. 73), *Journal of Accounting Research* 44(3), 2006, 485.

besonders stark für Unternehmen aus Ländern mit schwachen Institutionen. Dies bestätigt auch die Vermutung, dass dieser Effekt auf die strenge US-amerikanische Kapitalmarktregulierung zurückzuführen ist. Ein US-Listing scheint mithin ein erfolgreiches Mittel, um die Investoren von der Glaubwürdigkeit einer langfristig transparenten Unternehmensberichterstattung zu überzeugen. Inwieweit die SEC tatsächlich ein hohes Transparenzniveau für ausländische Unternehmen gewährleisten kann und inwieweit sie dies überhaupt erstrebt, kann dabei offen bleiben.⁷⁸

D. Thesenförmige Zusammenfassung

1. Transparenz verringert die zwischen den Marktteilnehmern bestehenden *Informationsasymmetrien*. Ein Abbau von Informationsasymmetrien verringert die *Kapitalkosten*, da die Bereitschaft der anfangs schlechter informierten Marktteilnehmer zur Risikoübernahme zunimmt. Freilich gilt dies nur, sofern man annimmt, dass Märkte lediglich in begrenztem Umfang Risiko tragen können.
2. Transparenz kann ambivalente Effekte auf die *durchschnittliche Präzision* des Informationsstands der Marktteilnehmer haben, da öffentliche Transparenz private Informationssuche verdrängen kann. Sofern es zu einer Verbesserung der durchschnittlichen Präzision des Informationsstands der Marktteilnehmer kommt, verringern sich *ceteris paribus* die Kapitalkosten. Aufgrund des ambivalenten Effekts von Transparenz auf die durchschnittliche Präzision des Informationsstands lässt sich analytisch *keine eindeutige Aussage* zur Vorteilhaftigkeit von Transparenz treffen.
3. Empirische Untersuchungen liefern keine eindeutigen Hinweise, *welches Rechnungslegungssystem* zur höchsten Transparenz im Sinne geringster Kapitalkosten führt. Dies lässt sich mit den jedem Rechnungslegungssystem inhärenten Ermessensspielräumen für die rechnungslegenden Unternehmen begründen. Entsprechend verringern sich die Kapitalkosten bei einem Wechsel von *local GAAP* zu IFRS nur, wenn Unternehmen diesen Wechsel mit dem Ziel erhöhter Transparenz vornehmen.
4. Die Anwendung einheitlicher und global bekannter Rechnungslegungsstandards attrahiert in einem stärkeren Ausmaß ausländische Investoren als die Anwendung nationaler Gesetze. Intuitiv kann angenommen werden (wie es die EU bei Verabschiedung der IAS-Verordnung getan hat), dass die stärkere *Attraktivität für ausländische Investoren* durch ein höheres Transparenzniveau erreicht wird, das Voraussetzung für einen Rückgang der Kapitalkosten ist. Solch einheitlichen und global bekannten Rechnungslegungsstandards wie den IFRS wird daher leicht eine hohe Qualität testiert.

⁷⁸ Vgl. Lang/Smith Raedy/Wilson, Earnings management and cross listing: are reconciled earnings comparable to US earnings?, Journal of Accounting and Economics 42(1-2), 2006, 255.

5. Es gibt aber keine Rechnungslegungsstandards, die per se von höherer Qualität sind als andere. Die Qualität von Rechnungslegung, gemessen als die Effizienz der Verarbeitung von Rechnungslegungsinformationen in Preisen an Kapitalmärkten, hängt vorrangig von Institutionen ab, die Managern und Prüfern Anreize setzen, die jeweiligen Standards zu befolgen. Ein solcher Anreiz wird nur durch ein funktionierendes Enforcement gesetzt.

6. Da mit der IAS-Verordnung der EU (noch) kein einheitliches Enforcement eingeführt wurde, wird auch die verpflichtende IFRS-Anwendung die von Investoren geforderte Risikoprämie nicht verringert haben: Gleiches war bereits im Zusammenhang mit der freiwilligen IFRS- bzw. US-GAAP-Anwendung auf Grundlage des § 292a HGB a. F. zu beobachten. Abzuwarten bleibt, wie die erst kürzlich eingerichteten Institutionen (in Deutschland etwa die DPR und auf europäischer Ebene die CESR) dieser Aufgabe gerecht werden. Von ihrer Arbeit hängt (mehr noch als von der verpflichtenden Einführung der IFRS) das Transparenzniveau am europäischen Kapitalmarkt ab.

7. Im weiteren Sinne betrachtet, scheint Regulierung durch Transparenz im Bereich der Finanzberichterstattung grundsätzlich sinnvoll möglich zu sein, da eine zeitnahe, effiziente und effektive Informationsverarbeitung über Finanzintermediäre stattfinden kann.

E. Empfehlungen an eine Europäische Kapitalmarktregulierung in Thesenform

1. *Informationeller Anlegerschutz* sollte ein Leit- und Wertungsprinzip bei der Europäischen Kapitalmarktregulierung sein. Er ergänzt im Kontext der Kapitalmarktregulierung das *Gläubigerschutzprinzip* der handels- und steuerbilanziellen Regulierung (im Sinne der Verweisnorm des § 5 Abs. 1 EStG). Nach jetzigem Stand der Erkenntnisse können beide parallel in einer gestaffelten Rechnungslegungsordnung ohne Einbußen bestehen.

2. Informationeller Anlegerschutz basiert auf einem informationellen Normensystem, das – ausgehend von regelungsscharfen Ansatz- und Bewertungsnormen – Gliederungs- und Erläuterungspflichten konkretisiert; letztere umschließen zwingend finanzielle wie auch nicht finanzielle Informationen. Die wertende Konkretisierung muss dabei adressatenorientiert und zweckgerecht erfolgen.

3. Die relative informationelle Vorteilhaftigkeit (insbesondere in Hinblick auf die Kapitalkosten) der Ansatz- und Bewertungsnormen von Rechnungslegungssystemen (HGB, US-GAAP, IFRS) wird weit überschätzt, sofern sie überhaupt besteht; die kapitalkostensenkende Bedeutung mehrwertiger und zukunftsorientierter Normen wird weit unterschätzt.

4. In der Schaffung eines „*integrated disclosure systems*“ von primär- und sekundärmarktrechtlichen Informationspflichten liegt daher die *eigentliche Herausforderung* einer sinnvollen informationellen Kapitalmarktregulierung.
5. Das Normensystem muss prinzipienorientiert und darf nicht fallweise gestaltet werden, insbesondere auch, weil anders Normkonsistenz als Voraussetzung einer das Ermessen beschränkenden Lückenfüllung nicht zu verwirklichen ist.
6. Vertrauen der Schutzadressaten in die Legitimität der Normsetzung ist (neben der evidenten verfassungsrechtlichen) auch ökonomische Voraussetzung für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes. Die IFRS erfüllen im Hinblick auf die intendierte Schutzfunktion wichtige Voraussetzungen sinnvoller Normdelegation an private Rechnungslegungsgremien derzeit nicht. Wird die Entscheidung des Gesetzgebers der IAS-Verordnung nicht materiell verwirklicht (Vollzug der Endorsement-Generalnorm) oder revidiert, wird dieses Vertrauen mit guten Gründen erodiert.
7. Die institutionelle Flankierung von Transparenz ist fast ebenso wichtiger Bestandteil eines Europäischen Harmonisierungsprogramms der Rechnungslegung wie das System informationeller Normen selbst. Daher sind insbesondere die Bereiche der Normdurchsetzung („*enforcement*“) als auch das Recht der Ansprüche auf Schadensersatz zweckgerecht zu gestalten.
8. Die wohlverstandene Verrechtlichung der Rechnungslegungsnormen ist Voraussetzung von Legitimität und Effizienz: Kann ein Bilanzrecht das Kaufmannsermessen bei der Bilanzierung und Offenlegung nicht sinnvoll einschränken, erfüllt es seine Funktion bei der Lückenfüllung unvollständiger Verträge (Kreditverträge, Ausschüttungsbegrenzung, Steuerbemessung) nicht mehr.
9. Dies hat ineffiziente (und unter Umständen ungerechte) einzelvertragliche Regelungen und sachlich unnötige Mehrfachrechnungen (informationelle nationale Handelsbilanz, informationelle internationale Handelsbilanz, reine Ausschüttungsbilanz, Steuerbilanz, Bilanz für Haftungszwecke) zur Folge. Aber auch im informationellen Kapitalmarktcontext ist Rechtssicherheit für publizitätspflichtige Unternehmen und für die Rechnungslegungsadressaten ein hohes (ökonomisches) Gut, wovon die *securities regulation* der USA zeugt.
10. Es gehört nicht nur zu den Pflichten der Wissenschaft, sondern auch des (Europäischen) Gesetzgebers, über Grenzen der Transparenz aufzuklären.

Diskussionsbericht zum Vortrag von *Jens Wüstemann*

(Diskussionsleitung: *Klaus J. Hopt*)

Die Diskussion im Anschluss an den Vortrag von *Wüstemann* befasste sich vor allem mit der Bedeutung der Ökonomie für die Bewertung und der konkreten Ausgestaltung der Kapitalmarktregulierung. In diesem Zusammenhang setzten sich die Diskussionsteilnehmer mit der Notwendigkeit einer Differenzierung zwischen kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) einerseits und großen börsennotierten Unternehmen andererseits auseinander. Neben einzelnen Verständnisfragen wurde ferner die Bedeutung der Rechtsdurchsetzung (*enforcement*) sowie einer Rechtsvereinheitlichung der Rechnungslegungssysteme im Binnenmarkt erörtert.

I. Bedeutung der Ökonomie für die Kapitalmarktregulierung

Ein Diskussionsteilnehmer erkundigte sich nach dem Beitrag, den die Ökonomie für die Rechtswissenschaft und die Gesetzgebung leisten könne. Er fragte nach, ob durch empirische Untersuchungen ein Zusammenhang zwischen einer konkreten Maßnahme (wie beispielsweise der Verpflichtung zur Quartalsberichterstattung) und einer Verringerung der Kapitalkosten hergestellt werden könne. *Wüstemann* antwortete, dass dies in der Regel schwierig sei. Empirisch belastbarere Aussagen könnten in den meisten Fällen lediglich bezüglich allgemeiner Zusammenhänge – wie etwa der Reduktion der Kapitalkosten bei einer Erhöhung des allgemeinen Transparenzniveaus durch den Abbau von Informationsasymmetrien – getroffen werden.

In diesem Zusammenhang wurde von einem Diskutanten die Problematik der Überregulierung angesprochen. Diese könne dazu führen, dass Unternehmen auf eine Offenlegung von Informationen verzichten, um einer sonst drohenden Haftung zu entgehen. Als Beispiel hierfür wurde neben dem Sarbanes-Oxley Act die Regulation F-D (*fair disclosure*) der S. E. C. angeführt. *Wüstemann* stimmte der Ansicht zu, dass in einzelnen Bereichen ein zu hohes Maß an Regulierung bestehe, wies aber auch darauf hin, dass die Verschärfung der Berichterstattungspflichten in den USA notwendig gewesen sei, um verlorenes Anlegervertrauen wiederherzustellen. Im Übrigen sei auch hier der empirische Nachweis einer Überregulierung bezüglich einer bestimmten Vorschrift kaum möglich.

Im Laufe der Diskussion wurde ferner die drohende Überforderung der Marktteilnehmer durch eine Informationsüberflutung erörtert. Ein Diskutant stellte fest, dass seiner Erfahrung nach Börsenprospekte wegen der Vielzahl von publizierten Informationen nur von wenigen Investoren abgerufen würden. *Wüstemann* entgegnete, dass es für eine effektive Informationsverarbeitung nicht notwendig sei, dass eine möglichst große Zahl von (Klein-) Aktionären den Prospekt zur Kenntnis nehmen würden, da diese keinen maßgeblichen Einfluss auf die Preisbildung hätten. Es genüge, wenn ein Großaktionär oder Finanzintermediär die in dem Prospekt enthaltenen Angaben auswerten und verarbeiten würde.

II. Transparenz und KMU

Im Rahmen der Diskussion um den Zusammenhang zwischen dem allgemeinen Transparenzniveau und den Finanzierungskosten erkundigten sich mehrere Diskussionsteilnehmer, ob dieser Zusammenhang in gleicher Weise auch für KMU gelte. *Wüstemann* wies darauf hin, dass die empirischen Studien, die eine Korrelation zwischen einem hohen Transparenzniveau und niedrigeren Finanzierungskosten belegen, große börsennotierte Unternehmen mit breitem Streubesitz zum Gegenstand haben. Ob auch bei KMU eine größere Transparenz zu einer Verringerung der Kapitalkosten führen würde, sei empirisch nicht eindeutig geklärt. Neben den Vorteilen der Offenlegung seien weitere Aspekte wie der Imitations- und Konkurrentenschutz zu berücksichtigen, weshalb ein größeres Maß an Transparenz für mittelständische Unternehmen nachteilig sein könnte. *Wüstemann* unterstützte deshalb die These, dass differenzierte Regelungen für KMU aus ökonomischer Sicht sinnvoll seien und äußerte sich mit Blick auf die hiermit verbundenen Kosten kritisch bezüglich einer etwaigen Bilanzierungspflicht mittelständischer Unternehmen nach IFRS.

III. Einzelfragen

Mehrere Diskussionsteilnehmer erörterten die These *Wüstemanns*, wonach ein hohes Transparenzniveau nicht allein durch effiziente Rechnungslegungsstandards, sondern erst durch deren wirkungsvolle Durchsetzung sichergestellt werden könne. Ein Diskutant wies darauf hin, dass mit einer Stärkung der Rechtsdurchsetzung auch Missbrauchsgefahren verbunden seien. Als Beispiel wurden die vor allem in den USA verbreiteten Gruppenklagen angeführt. Eine staatliche Überwachung durch Behörden sei deshalb weiterhin als integraler Bestandteil eines effektiven *enforcements* neben der privaten Rechtsdurchsetzung als zweite Spur erforderlich. Auch *Wüstemann* sprach sich für eine so verstandene Aufgabenteilung zwischen einer staatlichen Aufsicht und privater Rechtsdurchsetzung aus.

Weiterer Gegenstand der Diskussion war die Möglichkeit einer Rechtsvereinheitlichung im Binnenmarkt durch einen Wettbewerb der Rechnungslegungssysteme. *Wüstemann* hielt einen solchen zwar für grundsätzlich sinnvoll, war aber gleichzeitig skeptisch, ob das Konzept eines „Wettbewerbs der Gesetzgeber“ in die Praxis umgesetzt werden könne. Ein funktionierender Wettbewerb setze voraus, dass die einzelnen Rechnungslegungssysteme von den Marktteilnehmern und Bilanzprüfern auch tatsächlich verstanden würden. Selbst für einen Spezialisten wäre es jedoch schon schwierig genug, Überblick über sein eigenes Fachgebiet zu behalten. Gerade von KMU könne nicht erwartet werden, Expertise in verschiedenen Bilanzierungssystemen zu entwickeln. Der Mittelstand wäre deshalb von einem solchen Wettbewerb der Rechnungslegungssysteme überfordert.

Zustimmung fand schließlich die These *Wüstemanns*, wonach die Legitimität der Normsetzung nicht nur aus juristischer, sondern auch aus ökonomischer Sicht wichtig sei. Kritisch äußerte sich *Wüstemann* in dieser Hinsicht bezüglich des Endorsement-Verfahrens zur Anerkennung der IFRS. Insbesondere wies er auf den bestehenden Konflikt zwischen der Anerkennungspraxis der Europäischen Kommission und der Entscheidung des EuGH zur Auslegung des europäischen True-and-Fair-View Grundsatzes hin. Die Folge sei nicht nur ein Verlust an Rechtssicherheit bei der Anwendung der IFRS, sondern auch eine Erosion des Vertrauens gerade des Mittelstandes in die Rechtssetzung.

Malte Wundenberg, Wissenschaftlicher Mitarbeiter, Hamburg