



## SONDERFORSCHUNGSBEREICH 504

Rationalitätskonzepte,  
Entscheidungsverhalten und  
ökonomische Modellierung

No. 04-35

**Behavioral Law and Economics: Überlegungen zu  
den Konsequenzen moderner Rationalitätskonzepte  
für die Gestaltung informationellen  
Kapitalmarktrechts**

Christina Reifschneider\*

October 2004

Financial support from the Deutsche Forschungsgemeinschaft, SFB 504, at the University of Mannheim, is gratefully acknowledged.

\*Sonderforschungsbereich 504, email: reifschneider@sfb504.uni-mannheim.de



Universität Mannheim  
L 13,15  
68131 Mannheim

## Inhaltsverzeichnis

<b>1</b>	<b>PROBLEMSTELLUNG .....</b>	<b>1</b>
<b>2</b>	<b>DIE EINBEZIEHUNG ÖKONOMISCHER THEORIEN BEI DER AUSFÜLLUNG VON REGELUNGSLÜCKEN IM KAPITALMARKTRECHT .....</b>	<b>3</b>
2.1	DIE WIRTSCHAFTLICHE BETRACHTUNGSWEISE ALS SPIELART TELEOLOGISCHER GESETZSAUSLEGUNG .....	3
2.2	LAW AND ECONOMICS .....	6
2.3	ABGLEICH DER METHODEN .....	7
2.3.1	<i>Theoretische Fundierung .....</i>	7
2.3.2	<i>Zulässiger Anwendungsbereich.....</i>	8
2.4	BEHAVIORAL LAW AND ECONOMICS .....	9
2.4.1	<i>Methode.....</i>	9
2.4.2	<i>Möglichkeiten und Grenzen .....</i>	12
<b>3</b>	<b>ANWENDUNG ÖKONOMISCHER THEORIEN IM KAPITALMARKTECHT.....</b>	<b>13</b>
3.1	EIN US-AMERIKANISCHER ANWENDUNGSFALL: DIE FRAUD-ON-THE-MARKET THEORY .....	13
3.1.1	<i>Offene Probleme.....</i>	14
a)	Die Eingrenzung entscheidungserheblicher Informationen.....	14
b)	<i>Sophistication</i> des Investors.....	16
c)	Kapitalmarkteffizienz .....	16
3.2	ANSATZPUNKTE FÜR BEHAVIORAL LAW AND ECONOMICS .....	20
3.3	POTENZIELLE ANWENDUNGSFELDER IM DEUTSCHEN KAPITALMARKTRECHT .....	20
3.3.1	<i>Ausgangslage .....</i>	20
3.3.2	<i>Beispiel Falschinformationen.....</i>	21
3.3.3	<i>Beispiel Prognoseinformationen .....</i>	22
<b>4</b>	<b>THESENFÖRMIGE ZUSAMMENFASSUNG .....</b>	<b>22</b>

## 1 Problemstellung

Ziel der informationellen Kapitalmarktordnung der USA ist eine umfassende Informationsexternalisierung, um dadurch die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes zu garantieren.<sup>1</sup> Auch im deutschen Kapitalmarktrecht kommt der Informationsvermittlung ein hoher Stellenwert zu,<sup>2</sup> allerdings sind die entsprechenden Regelungen, insbesondere hinsichtlich der Durchsetzungsmechanismen,<sup>3</sup> noch lückenhaft.<sup>4</sup> In beiden Rechtskreisen weisen die bestehenden Regelungen erhebliche Unschärfen an entscheidenden Punkten auf und bedürfen daher einer weiteren Konkretisierung.<sup>5</sup> Dies übernehmen in der Regel die Gerichte. Die verwandte richterliche Auslegungsmethode hat dabei erhebliche Auswirkungen auf die materiellen Informationspflichten der Unternehmen. Ökonomische Aspekte werden in beiden Rechtskreisen auf unterschiedliche Weise durch die Jurisprudenz einbezogen.

Die im deutschen Bilanzrecht vorherrschende wirtschaftliche Betrachtungsweise zielt darauf ab, unter Einbeziehung wirtschaftlicher Erwägungen den Normzweck von Gesetzesvorschriften zu bestimmen und diese entsprechend auszulegen.<sup>6</sup> Sie prägt daher sowohl die Rechtsfindung als auch die Rechtsanwendung.<sup>7</sup> Soweit das Gesetz etwa einzelne Informationspflichten nicht ausreichend konkretisiert, müssen sie durch die Rechtsprechung mit Hilfe dieser aus der allgemeinen Methodenlehre der Rechtswissenschaft stammenden wirtschaftlichen Betrachtungsweise<sup>8</sup> erschlossen werden.<sup>9</sup>

---

<sup>1</sup> Vgl. LOSS, LUIS/SELIGMAN, JOEL: Fundamentals of securities regulation, 4th ed., New York, NY: Aspen Law and Business, 2001, S. 29 – 31; KITCH, EDMUND W.: The theory and practice of securities disclosure, in: Brooklyn L. Rev., Vol. 61 (1995), S. 763 – 826, S. 764 – 765.

<sup>2</sup> Vgl. BALLWIESER, WOLFGANG: Informations-GoB – auch im Lichte von IAS und US-GAAP, in: KoR, 2. Jg. (2002), S. 115 – 121, S. 115.

<sup>3</sup> Vgl. WÜSTEMANN, JENS: Normdurchsetzung in der deutschen Rechnungslegung – Enforcement nach dem Vorbild der USA?, in: BB, 57. Jg. (2002), S. 718 – 725, S. 723 – 725.

<sup>4</sup> Vgl. HOPT, KLAUS J.: Deutscher Juristentag 2002 in Berlin: Börsen, Kapitalmarktrecht und Anlegerschutz, in: BB, 57. Jg. (2002), Heft 38, S. I.

<sup>5</sup> Vgl. WÜSTEMANN, JENS: Normdurchsetzung in der deutschen Rechnungslegung – Enforcement nach dem Vorbild der USA?, a. a. O., S. 719 u. S. 725.

<sup>6</sup> Vgl. MELLWIG, WINFRIED: Bilanzrechtsprechung und Betriebswirtschaftslehre: Zu einigen Grundlagen der steuerlichen Bilanzrechtsprechung und ihrer betriebswirtschaftlichen Kritik, in: BB, 38. Jg. (1983), S. 1613 – 1620, S. 1613 f.

<sup>7</sup> Vgl. LORENZ, KARSTEN: Wirtschaftliche Vermögenszugehörigkeit im Bilanzrecht, Düsseldorf 2002, S. 22.

<sup>8</sup> Vgl. BEISSE, HEINRICH: Die wirtschaftliche Betrachtungsweise bei der Auslegung der Steuergesetze in der neueren deutschen Rechtsprechung, in: StuW, 58. (11.) Jg. (1981), S. 1 – 14, S. 7.

<sup>9</sup> Vgl. LORENZ, KARSTEN: Wirtschaftliche Vermögenszugehörigkeit im Bilanzrecht, a. a. O., S. 26.

Die US-amerikanischen *securities regulations* sind der *law and economics*-Schule verpflichtet.<sup>10</sup> Entsprechend folgt auch die richterliche Normauslegung dieser Methode. Dabei werden unter Rückgriff auf das ökonomische Verhaltensmodell die Auswirkungen unterschiedlicher Ausprägungen einer Norm prognostiziert. Die Variante mit dem gewünschten Ergebnis wird gewählt. *Law and economics* geht von der neoklassischen ökonomischen Theorie aus, unterstellt also regelmäßig vollständig rational agierende Nutzenmaximierer. Sofern dies nicht der Realität entspricht, wie dies auch empirische Ergebnisse nahelegen,<sup>11</sup> werden möglicherweise unerwünschte Ergebnisse generiert.<sup>12</sup> Derartige Schwierigkeiten werden anhand der *fraud-on-the-market theory* deutlich.

Eine Erweiterung von *law and economics* um Aspekte tatsächlichen menschlichen Verhaltens hat die neue Forschungsrichtung *behavioral law and economics* zum Ziel.<sup>13</sup> Empirisch beobachtbare Verhaltensanomalien sollen systematisiert und dann in die Ableitung ökonomisch sinnvoller Rechtsregeln einbezogen werden. Damit soll vermieden werden, dass prognostizierte und tatsächliche Anreizwirkungen von Institutionen divergieren. Das Beispiel der *fraud-on-the-market theory* zeigt, wie die Einbeziehung typischer Entscheidungsanomalien die Anwendbarkeit des neoklassischen Verhaltensmodells in Frage stellt. Gleichzeitig wird jedoch deutlich, dass diese bloße Erkenntnis noch keine alternative Theorie schafft, die einfach zu handhaben und universell einsetzbar wäre.<sup>14</sup>

Um die US-amerikanischen Erfahrungen für das deutsche Kapitalmarktrecht nutzbar zu machen, müssen diese Aspekte berücksichtigt werden. Gleichzeitig ist jedoch zu bedenken, dass *law and economics* im deutschen Rechtssystem nicht ohne weiteres Platz findet.<sup>15</sup> Als Analyseinstrument zur Beurteilung der Vorteilhaftigkeit von Regelungen scheint die Methode

---

<sup>10</sup> Dies zeigt sich insbesondere an der Tatsache, dass die *securities regulations* in weiten Teilen auf die Kapitalmarkteffizienzhypothese gestützt sind, vgl. BEAVER, WILLIAM H.: Perspectives on recent capital market research, in: *AccRev*, Vol. 77 (2002), S. 453 – 474, S. 453; RANDALL, THOMAS S./COOTER, JAMES F.: Measuring securities market efficiency in the regulatory setting, in: *Law & Contemp. Prob.*; Vol. 63 (2000), S. 105 – 122, S. 106.

<sup>11</sup> Vgl. den Literaturüberblick von LANGEVOORT, DONALD C.: Behavioral theories of judgement and decision making in legal scholarship: a literature review, in: *Vand. L. Rev.*, Vol. 51 (1998).

<sup>12</sup> Vgl. ARLEN, JENNIFER: The future of behavioral economic analysis of law, in: *Vand. L. Rev.*, Vol. 51 (1998), S. 1765 – 1788, S. 1767.

<sup>13</sup> Vgl. JOLLS, CHRISTINE/SUNSTEIN, CASS R./THALER, RICHARD H.: A behavioral approach to law and economics, in: Cass R. Sunstein (Hrsg.): *Behavioral law and economics*, Cambridge, Mass.: Cambridge University Press, 2000, S. 13 – 58, S. 13.

<sup>14</sup> Vgl. ARLEN, JENNIFER: The future of behavioral economic analysis of law, a. a. O., S. 1787 f.

<sup>15</sup> Vgl. EIDENMÜLLER, HORST: Effizienz als Rechtsprinzip: Möglichkeiten und Grenzen der ökonomischen Analyse des Rechts, Tübingen 1995, S. 393 – 396.

anwendbar,<sup>16</sup> diese können dann möglicherweise präziser gestaltet werden. Gerade für informationelle Normen ist dies ebenso schwierig wie wichtig. Nur durch ausreichende Regelungsschärfe werden Unternehmen zu umfassender Information der Kapitalmärkte auch faktisch verpflichtet, was dem Investorenschutz und damit der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte ebenso dient wie der allgemein geforderte Schutz der Investoren vor Fehlinformationen.

## **2 Die Einbeziehung ökonomischer Theorien bei der Ausfüllung von Regelungslücken im Kapitalmarktrecht**

### *2.1 Die wirtschaftliche Betrachtungsweise als Spielart teleologischer Gesetzesauslegung*

Im deutschen Bilanzrecht, somit auch in der Steuerbilanzrechtsprechung, werden ökonomische Aspekte über die wirtschaftliche Betrachtungsweise bei der Auslegung von Normen berücksichtigt.<sup>17</sup> Darunter ist „in ihrer legitimen Form nichts anderes als die Anwendung der teleologischen Methode der Rechtsfindung“<sup>18</sup> zu verstehen: Ausgehend von ihrem Zweck ist eine betrachtete Norm so auszulegen, dass der zu beurteilende Sachverhalt wirtschaftlich richtig gehandhabt wird.<sup>19</sup> Die teleologische Auslegungsmethode ist eine objektive Auslegungstheorie; sie ergründet nicht den Willen des historischen Gesetzgebers, sondern bestimmt den objektiven Sinn von Gesetzen entsprechend der sich wandelnden tatsächlichen Gegebenheiten und gesellschaftlichen Werturteile<sup>20, 21</sup>. Der mögliche Wortsinn bildet die Auslegungsgrenze.<sup>22</sup> In diesem Rahmen muss unter Berücksichtigung von systematischen Erwägungen, wie etwa der Stellung der Norm im

---

<sup>16</sup> Vgl. EIDENMÜLLER, HORST: Effizienz als Rechtsprinzip: Möglichkeiten und Grenzen der ökonomischen Analyse des Rechts, a. a. O., S. 414.

<sup>17</sup> Vgl. BÖCKING, HANS-JOACHIM: Betriebswirtschaftslehre und wirtschaftliche Betrachtungsweise im Bilanzrecht, in: Handelsbilanzen und Steuerbilanzen. Festschrift zum 70. Geburtstag von Prof. Dr. h. c. Heinrich Beisse, hrsg. v. Wolfgang Budde u. a., Düsseldorf 1997, S. 85 – 103, S. 85.

<sup>18</sup> DÖLLERER, GEORG: Gedanken zur „Bilanz im Rechtssinne“, in: JbFSt 1979/80, S. 195 – 205, S. 202.

<sup>19</sup> Vgl. BEISSE, HEINRICH: Die wirtschaftliche Betrachtungsweise bei der Auslegung der Steuergesetze in der neueren deutschen Rechtsprechung, a. a. O., S. 1.

<sup>20</sup> Vgl. BEISSE, HEINRICH: Auslegung, in: Georg Strickrodt u. a. (Hrsg.): Handwörterbuch des Steuerrechts, 2., neubearb. u. erw. Aufl., München 1981, S. 134 – 142, S. 135.

<sup>21</sup> Vgl. BEISSE, HEINRICH: Die wirtschaftliche Betrachtungsweise bei der Auslegung der Steuergesetze in der neueren deutschen Rechtsprechung, a. a. O., S. 2; LARENZ, KARL: Methodenlehre der Rechtswissenschaft, 3. Aufl., Berlin u. a., 1995, S. 137 – 139. Der Wille des historischen Gesetzgebers bleibt jedoch nicht gänzlich unberücksichtigt, vgl. LARENZ, KARL: Methodenlehre der Rechtswissenschaft, a. a. O., S. 139.

<sup>22</sup> Vgl. BEISSE, HEINRICH: Auslegung, a. a. O., S. 137.

Gesetz, und teleologischen Erwägungen, wie beispielsweise der Achtung der Verhältnismäßigkeit der Mittel, erschlossen werden, was der Normzweck ist.<sup>23</sup>

Im Rahmen der wirtschaftlichen Betrachtungsweise kann zugunsten der Rechtssicherheit nicht auf den Einbezug formalrechtlicher Aspekte verzichtet werden.<sup>24</sup> Sie werden jedoch zurückgedrängt, soweit dies mit den Objektivierungserfordernissen der Bilanz vereinbart werden kann,<sup>25</sup> was wiederum von Sinn und Zweck der Rechnungslegung abhängt.<sup>26</sup> Die so verstandene wirtschaftliche Betrachtungsweise ist eine eindeutig rechtliche Betrachtungsweise.<sup>27</sup> Sie ist unabhängig von einzelnen betriebswirtschaftlichen Theorien; diese dürfen ausschließlich über den Gesetzgeber Eingang in das Recht finden.<sup>28</sup> Ebenso darf sie nicht mit „volkswirtschaftlicher oder finanzwirtschaftlicher Anschauung verwechselt werden“<sup>29</sup>. Indirekt finden die Wirtschaftswissenschaften bei der Normauslegung jedoch durchaus Beachtung: Nur wenn die wirtschaftlichen Zusammenhänge der einzelnen Bilanzrechtsprinzipien erkannt werden, können einzelne Normen mit Hilfe der juristischen Methode der hermeneutischen Gesetzesauslegung ihrem Zweck entsprechend ausgelegt werden.<sup>30</sup> Der Zweck des Gesetzes und die wirtschaftliche Realität müssen zusammen betrachtet, Tat- und Rechtsfrage wechselseitig überprüft werden.<sup>31</sup> Gleichwohl kann der Sinn einer Norm letztlich nur über die dem Gesetz immanente Wertung konkretisiert werden,<sup>32</sup> da aus den einzelnen Normen nicht allein durch sachlogische Ableitung ein lückenloses

---

<sup>23</sup> Vgl. BEISSE, HEINRICH: Auslegung, a. a. O., S. 138.

<sup>24</sup> Vgl. MOXTER, ADOLF: Bilanzrechtsprechung, 5., erg. Aufl., Tübingen 1999, S. 8.

<sup>25</sup> Vgl. BÖCKING, HANS-JOACHIM: Verbindlichkeitsbilanzierung: wirtschaftliche versus formalrechtliche Betrachtungsweise, Wiesbaden 1994, S. 25 – 26; MELLWIG, WINFRIED: Bilanzrechtsprechung und Betriebswirtschaftslehre: Zu einigen Grundlagen der steuerlichen Bilanzrechtsprechung und ihrer betriebswirtschaftlichen Kritik, a. a. O., S. 1613 f.

<sup>26</sup> Vgl. LORENZ, KARSTEN: Wirtschaftliche Vermögenszugehörigkeit im Bilanzrecht, a. a. O., S. 1 und S. 21 m. w. N.

<sup>27</sup> Vgl. BEISSE, HEINRICH: Auslegung, a. a. O., S. 137; MOXTER, ADOLF: Grundsätze ordnungsgemäßer Rechnungslegung, Düsseldorf 2003, S. 15.

<sup>28</sup> Vgl. BEISSE, HEINRICH: Zum Verhältnis von Bilanzrecht und Betriebswirtschaftslehre, in: StuW, 61. (14.) Jg. (1984), S. 1 – 14, S. 11; EIBELSHÄUSER, MANFRED: Wirtschaftliche Betrachtungsweise im Steuerrecht – Herkunft und Bedeutung, in: DStR, 34. Jg. (2002), S. 1426 – 1432, S. 1427; MOXTER, ADOLF: Rechnungslegungsmythen, in: BB, 55. Jg. (2000), S. 2143 – 2149, S. 2146.

<sup>29</sup> BEISSE, HEINRICH: Die wirtschaftliche Betrachtungsweise bei der Auslegung der Steuergesetze in der neueren deutschen Rechtsprechung, a. a. O., S. 4; derselbe: Auslegung, a. a. O., S. 136.

<sup>30</sup> Vgl. BÖCKING, HANS-JOACHIM: Verbindlichkeitsbilanzierung: wirtschaftliche versus formalrechtliche Betrachtungsweise, a. a. O., S. 20 – 21.

<sup>31</sup> Vgl. BÖCKING, HANS-JOACHIM: Betriebswirtschaftslehre und wirtschaftliche Betrachtungsweise im Bilanzrecht, a. a. O., S. 87, S. 91.

<sup>32</sup> Vgl. BEISSE, HEINRICH: Auslegung, a. a. O., S. 138. Dort finden sich weitere Details, die bei der Wertung von Bedeutung sind.

Normengefüge gewonnen werden kann (Wertungsjurisprudenz statt Begriffsjurisprudenz<sup>33</sup>).<sup>34</sup> Entsprechend ist auch eine direkte, wertungsfreie Deduktion konkreter Informationspflichten aus den einzelnen Normen nicht möglich.<sup>35</sup> Inwiefern dem mit Hilfe der wirtschaftlichen Betrachtungsweise Abhilfe geleistet werden kann, zeigt letztlich „der Wert des Ergebnisses“.<sup>36</sup> Beispielsweise kann anhand des Umgangs mit Realisations- und Imparitätsprinzip überzeugend dargelegt werden, wie die wirtschaftliche Betrachtungsweise den informationellen Gläubigerschutz durch geeignete Sachverhaltsbehandlung stärkt.<sup>37</sup>

Ein Beispiel für die Anwendung der wirtschaftlichen Betrachtungsweise ist der sogenannte Apothekerfall. Einem Apotheker, der eine von ihm für 2000 DM angemietete Wohnung im Haus seiner Apotheke für 1000 DM als Arztpraxis untervermietete, drohten offensichtlich hinreichend konkretisierte monatliche Verluste aus dem Untermietverhältnis.<sup>38</sup> Formalrechtlich wäre in diesem Fall eine Drohverlustrückstellung in Höhe der zu erwartenden Verluste während der Vertragslaufzeit zu bilden gewesen.<sup>39</sup> In wirtschaftlicher Betrachtungsweise muss der erzielte Standortvorteil des Apothekers den Verlusten aus dem Untermietvertrag gegenübergestellt werden, da nur über die wirtschaftliche Bewertungseinheit das wirtschaftlich Gewollte erfasst wird.<sup>40</sup> Nach Moxter würde die Bildung einer Drohverlustrückstellung in diesem Fall eine „grobe Verzerrung wirtschaftlich sinnvoller Bilanzinhalte“<sup>41</sup> darstellen und ist damit abzulehnen.<sup>42</sup> Ebenso befand der Große Senat des BFH, dass eine Verlustrückstellung nicht begründet sei, sofern sich ein Verlust nur bei „isolierter Betrachtung [...] der vertraglichen Hauptleistung ergibt, durch wirtschaftliche Vorteile aus dem Geschäft in seiner Gesamtheit [jedoch] kompensiert wird.“ Zudem gelte

---

<sup>33</sup> Vgl. EIBELSHÄUSER, MANFRED: Wirtschaftliche Betrachtungsweise im Steuerrecht – Herkunft und Bedeutung, a. a. O., S. 1430.

<sup>34</sup> Vgl. BEISSE, HEINRICH: Die wirtschaftliche Betrachtungsweise bei der Auslegung der Steuergesetze in der neueren deutschen Rechtsprechung, a. a. O., S. 3; TIPKE, KLAUS: Auslegung unbestimmter Rechtsbegriffe, in: Ulrich Leffson u. a. (Hrsg.): Handwörterbuch unbestimmter Rechtsbegriffe im Bilanzrecht des HGB, Köln (1986), S. 1 – 11, S. 5 f.; MOXTER, ADOLF: Rechnungslegungsmythen, a. a. O., S. 2147 f..

<sup>35</sup> Vgl. WÜSTEMANN, JENS: Institutionenökonomik und internationale Rechnungslegungsordnungen, Tübingen 2002, S. 104.

<sup>36</sup> Vgl. BEISSE, HEINRICH: Auslegung, a. a. O., S. 139.

<sup>37</sup> Vgl. BÖCKING, HANS-JOACHIM: Betriebswirtschaftslehre und wirtschaftliche Betrachtungsweise im Bilanzrecht, a. a. O., S. 101 und passim.

<sup>38</sup> Vgl. BFH-Beschluss vom 26.5.1993 – X R 72/90, BFHE 171,455, BStBl. II 1993, 855.

<sup>39</sup> Vgl. BÖCKING, HANS-JOACHIM: Betriebswirtschaftslehre und wirtschaftliche Betrachtungsweise im Bilanzrecht, a. a. O., S. 97 f.

<sup>40</sup> Vgl. MOXTER, ADOLF: Saldierungs- und Abzinsungsprobleme bei Drohverlustrückstellungen, in: BB, 48. Jg. (1993), S. 2481 – 2485, S. 2484.

<sup>41</sup> MOXTER, ADOLF: Saldierungs- und Abzinsungsprobleme bei Drohverlustrückstellungen, a. a. O. S. 2482.

<sup>42</sup> Vgl. BÖCKING, HANS-JOACHIM: Betriebswirtschaftslehre und wirtschaftliche Betrachtungsweise im Bilanzrecht, a. a. O., S. 99.

„[f]ür alle Leistungen, die bei wirtschaftlicher Betrachtung erbracht werden, um die Gegenleistung [...] zu erhalten, [...] die Vermutung der Gleichwertigkeit“<sup>43</sup>.

## 2.2 *Law and economics*

Mit der, einen Forschungszweig begründenden Arbeit von Coase ‚The Problem of Social Cost‘<sup>44</sup> aus dem Jahre 1961 wurde deutlich, dass die Wirkung des Rechts nicht durch die bloße Betrachtung der Normen bestimmt werden kann. Rechtsnormen verändern den Handlungsraum der Individuen und können daher in ihrer Wirkung mit Preisen verglichen werden.<sup>45</sup> Bis zum Erscheinen von Posners einflussreichem Werk ‚Economic Analysis of Law‘<sup>46</sup> blieb die Rezeption der ökonomischen Analyse des Rechts diffus. Der folgende Bedeutungsgewinn in den USA verlief dafür ab den 1970er Jahren umso rasanter, sowohl in Forschung und Lehre, als auch in der tatsächlichen (richterlichen) Rechtsfindung<sup>47, 48</sup>.

Der (neoklassische) ökonomische Ansatz, der nach Beckers Auffassung „so umfassend ist, dass er auf alles menschliche Verhalten anwendbar ist“<sup>49</sup> bietet einerseits das Verhaltensmodell, mit dem die Wirkung von Recht bzw. von Rechtsänderungen auf das menschliche Verhalten und auf die Ressourcenallokation bestimmt wird.<sup>50</sup> Es wird unterstellt, dass nutzenmaximierende Individuen auf Rechtsänderungen wie auf Preisänderungen reagieren, indem sie ihre Nachfrage anpassen.<sup>51</sup> Werden beispielsweise die Sanktionen für Diebstahl verschärft, wird der nutzenmaximierende potenzielle Dieb durch dessen Verteuerung weniger davon „nachfragen“, da der Erwartungsnutzen eines Diebstahls sinkt.<sup>52</sup> Mit der individuellen Nutzenmaximierung als Wertmaßstab wird darüber hinaus normativ

<sup>43</sup> BFH-Beschluss vom 23.6.1997 GrS 2/93, BFHE 183, 189, BStBl II 1997, 735.

<sup>44</sup> Vgl. COASE, RONALD: The problem of social cost, wiederabgedruckt u. übersetzt in: Heinz Dieter Assmann u. a. (Hrsg.): Ökonomische Analyse des Rechts, Tübingen 1993, S. 129 – 183.

<sup>45</sup> Vgl. ARLEN, JENNIFER: The future of behavioral economic analysis of law, a. a. O., S. 1765.

<sup>46</sup> POSNER, RICHARD A.: Economic analysis of law, 5. Aufl., Boston, Mass.: Little, Brown & Co, 1998.

<sup>47</sup> Etliche von *law and economics* geprägte Bundesrichter berücksichtigen die ökonomische Analyse des Rechts in ihren Urteilen, vgl. COOTER, ROBERT, ULEN, THOMAS: Law and economics, 3rd ed., Reading, Mass. u. a.: Addison-Wesley, 2000, S. 3; EIDENMÜLLER, HORST: Effizienz als Rechtsprinzip: Möglichkeiten und Grenzen der ökonomischen Analyse des Rechts, a. a. O., S. 405.

<sup>48</sup> Vgl. SCHANZE, ERICH: Ökonomische Analyse des Rechts in den U.S.A. – Verbindungslinie zur realistischen Tradition, in: Heinz Dieter Assmann u. a. (Hrsg.): Ökonomische Analyse des Rechts, Tübingen 1993, S. 1 – 16, S. 2 – 5.

<sup>49</sup> Vgl. BECKER, GARY S.: Der ökonomische Ansatz zur Erklärung menschlichen Verhaltens, Tübingen 1982, S. 7.

<sup>50</sup> Vgl. COOTER, ROBERT/ULEN, THOMAS: Law and economics, a. a. O., S. 3.

<sup>51</sup> Vgl. FRIEDMAN, DAVID: Law and economics, in: John Eatwell u. a. (Hrsg.): The new Palgrave: A dictionary of economics, London, Basingstoke: The Macmillian Press Ltd., 1987, S. 144 – 147, 144.

<sup>52</sup> Vgl. POSNER, RICHARD A.: Economic analysis of law, a. a. O., S. 242 f.



bestimmt, welche Rechtsregel im Sinne der Wohlfahrtsökonomik zu wählen ist.<sup>53</sup> Dabei spielen insbesondere Informations- und Transaktionskosten eine Rolle,<sup>54</sup> da diese das Erreichen von Allokationseffizienz über den Markt behindern und damit die Schaffung von Rechtsregeln erst nötig machen. So wird die Sanktionierung von Diebstahl mit der Mittelverschwendung im Zuge der wohlfahrtsneutralen Umverteilung begründet: Ressourcen werden für das Stehlen und für Diebstahlvermeidungsmaßnahmen verschwendet.<sup>55</sup>

Sowohl der US-amerikanische Gesetzgeber als auch die Jurisprudenz berücksichtigen Erkenntnisse von *law and economics*. So kann etwa die gesetzliche Deregulierung von Flug- und Schienenverkehr auf den Einfluss ökonomischer Erkenntnisse zurückgeführt werden.<sup>56</sup> Im geltenden Recht wird das Effizienzkriterium allerdings bei weitem nicht generell als oberster Wertmaßstab verwandt, dies strebt *law and economics* auch nicht an.<sup>57</sup> Vielmehr fließt die mikroökonomische Theorie in die Sachverhaltsbeurteilung ein, Ziele wie Freiheit und Gerechtigkeit sollen möglichst effizient erreicht werden: beispielsweise sollen der Verteilungsgerechtigkeit geschuldete Regelungen so gesetzt werden, dass sie den geringsten Wohlfahrtsverlust erzeugen.<sup>58</sup> Nach amerikanischem Rechtsverständnis darf die Gerichtsbarkeit traditionell rechtspolitisch tätig werden,<sup>59</sup> etwa indem sie Entscheidungen unter Zweckmäßigkeitsaspekten, wie insbesondere Effizienzerwägungen, trifft.<sup>60</sup>

## 2.3 Abgleich der Methoden

### 2.3.1 Theoretische Fundierung

Die wirtschaftliche Betrachtungsweise entspringt der juristischen Methodenlehre. Sie ist „eine Anwendungsform der allgemeinen juristischen Hermeneutik und der Lehre von der

<sup>53</sup> Vgl. FRIEDMAN, DAVID: *Law and economics*, a. a. O., S. 145; KIRCHNER, CHRISTIAN: *Ökonomische Analyse des Rechts. Interdisziplinäre Zusammenarbeit von Ökonomie und Rechtswissenschaft*, in: Heinz Dieter Assmann u. a. (Hrsg.): *Ökonomische Analyse des Rechts*, Tübingen 1993, S. 62 – 78, S. 64; SCHANZE, ERICH: *Ökonomische Analyse des Rechts in den U.S.A. – Verbindungslinie zur realistischen Tradition*, a. a. O., S. 14.

<sup>54</sup> Vgl. KIRCHGÄSSNER, GEBHARD: *Homo oeconomicus: das ökonomische Modell individuellen Verhaltens und seine Anwendung in den Wirtschafts- und Sozialwissenschaften*, Tübingen 1991, S. 128 f.

<sup>55</sup> Vgl. POSNER, RICHARD A.: *Economic analysis of law*, a. a. O., S. 226.

<sup>56</sup> Vgl. COOTER, ROBERT, ULEN, THOMAS: *Law and economics*, a. a. O., S. 2.

<sup>57</sup> Vgl. POSNER, RICHARD A.: *Economic analysis of law*, a. a. O., S. 16.

<sup>58</sup> Vgl. SCHÄFER, HANS-BERND/OTT, CLAUS: *Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts*, 3., überarb. u. erw. Aufl., Berlin u. a., 2000, S. 31.

<sup>59</sup> Vgl. KIRCHNER, CHRISTIAN: *The difficult reception of law and economics in Germany*, in: *International Review of Law and Economics*, Vol. 11 (1991), S. 277 – 292, S. 282.

<sup>60</sup> Vgl. EIDENMÜLLER, HORST: *Effizienz als Rechtsprinzip: Möglichkeiten und Grenzen der ökonomischen Analyse des Rechts*, a. a. O., S. 409.

richterlichen Rechtsfortbildung<sup>61</sup>. Trotz ihrer Interdisziplinarität handelt es sich um eine rechtliche Betrachtungsweise, die grundsätzlich unabhängig von bestimmten (betriebs-) wirtschaftlichen Theorien ist.<sup>62</sup> Dagegen ist *law and economics* eine ökonomische Theorie.<sup>63</sup> Sie basiert auf normativem und methodologischem Individualismus.<sup>64</sup> Das neoklassische Verhaltensmodell wird in der Absicht auf das Recht angewandt, Mittelverschwendung zu minimieren. Die Rechtsordnung wird weitgehend nicht als gegebener Wert betrachtet,<sup>65</sup> sondern als wandelbares Mittel zum Erreichen der gesellschaftlichen Wohlfahrtssteigerung.<sup>66, 67</sup>

### 2.3.2 Zulässiger Anwendungsbereich

*Law and economics* ist nicht auf die Konkretisierung bestehender Regelungen und nicht auf bestimmte Rechtsgebiete beschränkt.<sup>68</sup> Die Theorie beeinflusst sowohl Empfehlungen für die Gesetzgebung als auch die richterliche Rechtsfindung. Durch letzteres kann auch in geltendes Recht eine (neue) Wertung hineingetragen werden.<sup>69</sup> Kirchner sieht sie als „eine Flankensicherung normativer Wirtschaftstheorie“.<sup>70</sup> Dagegen kann die teleologische Auslegungsmethode ausschließlich auf bestehende Normen bzw. die Ausfüllung darin enthaltener Regelungslücken angewandt werden,<sup>71</sup> denn die Rechtswissenschaft in Deutschland ist eine Methodenlehre, „die sich mit der Lösung von Rechtsfragen im Rahmen

---

<sup>61</sup> BEISSE, HEINRICH: Die wirtschaftliche Betrachtungsweise bei der Auslegung der Steuergesetze in der neueren deutschen Rechtsprechung, a. a. O., S. 1.

<sup>62</sup> Vgl. BEISSE, HEINRICH: Zum Verhältnis von Bilanzrecht und Betriebswirtschaftslehre, a. a. O., S. 12 f.

<sup>63</sup> Vgl. SCHANZE, ERICH: Rechtsnorm und ökonomisches Kalkül, in: ZgS/JITE, Vol. 138 (1982), S. 297 – 312, S. 297.

<sup>64</sup> Vgl. SCHÄFER, HANS-BERND/OTT, CLAUS: Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, a. a. O., S. 3.

<sup>65</sup> Vgl. SCHÄFER, HANS-BERND/OTT, CLAUS: Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, a. a. O., S. 2.

<sup>66</sup> Vgl. COOTER, ROBERT/ULEN, THOMAS: Law and economics, a. a. O., S. 3; OLDENBURGER, IRIS: Die Bilanzierung von Pensionsgeschäften nach HGB, US-GAAP und IAS: die wirtschaftliche Betrachtungsweise als Konvergenzkriterium, Wiesbaden 2000, S. 94; SCHANZE, ERICH: Ökonomische Analyse des Rechts in den U.S.A. – Verbindungslinie zur realistischen Tradition, a. a. O., S. 12 f.

<sup>67</sup> Vgl. SCHÄFER, HANS-BERND/OTT, CLAUS: Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, a. a. O., S. 2.

<sup>68</sup> Vgl. POSNER, RICHARD A.: Recht und Ökonomie: Eine Einführung, in: Heinz Dieter Assmann u. a. (Hrsg.): Ökonomische Analyse des Rechts, Tübingen 1993, S. 79 – 98, S. 90.

<sup>69</sup> Vgl. KIRCHNER, CHRISTIAN: The difficult reception of law and economics in Germany, a. a. O., S. 283.

Eidenmüller sieht im amerikanischen Rechtrealismus, den u. a. Regelskeptizismus und ein instrumentelles Rechtsverständnis ausmachen, den Grund für diesen breiten zulässigen Anwendungsbereich, vgl.

EIDENMÜLLER, HORST: Effizienz als Rechtsprinzip: Möglichkeiten und Grenzen der ökonomischen Analyse des Rechts, a. a. O., S. 406 f.

<sup>70</sup> Vgl. KIRCHNER, CHRISTIAN: Ökonomische Analyse des Rechts. Interdisziplinäre Zusammenarbeit von Ökonomie und Rechtswissenschaft, a. a. O., S. 69.

<sup>71</sup> Vgl. KIRCHNER, CHRISTIAN: The difficult reception of law and economics in Germany, a. a. O., S. 285.

und auf der Grundlage einer bestimmten, historisch gewachsenen Rechtsordnung befasst“<sup>72</sup>. Die Anwendung der wirtschaftlichen Betrachtungsweise ist zudem auf den Bereich des Wirtschaftsrechts beschränkt.

Die konzeptionellen Unterschiede im Selbstverständnis zwischen deutscher und amerikanischer Rechtswissenschaft erklären, weshalb die ökonomische Analyse des Rechts bei deutschen Rechtswissenschaftlern bisher kaum auf positive Reaktionen stieß, obwohl ein einführendes Werk in deutscher Sprache von Assmann/Kirchner/Schanze<sup>73</sup> bereits 1978 erschienen war.<sup>74</sup>

## 2.4 Behavioral law and economics

### 2.4.1 Methode

Kirchner wies bereits 1978 darauf hin, dass es sich bei der ökonomischen Analyse des Rechts um eine verkürzte Interdisziplinarität handelt, da außerrechtlich-ökonomische Faktoren außer Acht gelassen werden, und dass die Analysekraft der Methode dadurch eingeschränkt wird.<sup>75</sup> Unbestritten ist die *law and economics* zugrunde liegende neoklassische Theorie aufgrund ihrer restriktiven Annahmen nur eingeschränkt geeignet, realitätsnahe Voraussagen über individuelle Reaktionen auf Rechtsnormen und deren Veränderungen zu treffen.<sup>76</sup> Aus dieser Erkenntnis heraus entstand *behavioral law and economics*.<sup>77</sup> Posner steht der neuen Methode kritisch gegenüber,<sup>78</sup> viele andere, wie z.B. Daniel Kahneman, Donald Langevoort und Thomas Ulen, haben die Gedanken bereits aufgegriffen und auf unterschiedlichste Rechtsgebiete angewandt.<sup>79</sup>

---

<sup>72</sup> LARENZ, KARL: Methodenlehre der Rechtswissenschaft, a. a. O., S. 7.

<sup>73</sup> Vgl. ASSMANN, HEINZ-DIETER /KIRCHNER, CHRISTIAN/SCHANZE, ERICH (Hrsg.): Ökonomische Analyse des Rechts, Tübingen 1993.

<sup>74</sup> Einen Überblick über die Rezeption in Deutschland gibt Kirchner, vgl. KIRCHNER, CHRISTIAN: The difficult reception of law and economics in Germany, a. a. O., S. 277 – 280.

<sup>75</sup> Vgl. KIRCHNER, CHRISTIAN: Ökonomische Analyse des Rechts. Interdisziplinäre Zusammenarbeit von Ökonomie und Rechtswissenschaft, a. a. O., S. 70 – 71.

<sup>76</sup> KOROBKIN, RUSSELL B./ULEN, THOMAS S.: Law and behavioral science: removing the rationality assumption from law and economics, in: Calif. L. Rev., Vol. 88 (2000), S. 1051 – 1144, S. 1055.

<sup>77</sup> Vgl. JOLLS, CHRISTINE/SUNSTEIN, CASS R./THALER, RICHARD (1998): A behavioral approach to law and economics, a. a. O., S. 1471.

<sup>78</sup> Vgl. POSNER, RICHARD A.: Rational choice, behavioral economics, and the law, in: Stanford L. Rev., Vol. 50 (1998), S. 1551 – 1575.

<sup>79</sup> Vgl. hierzu die Beiträge in SUNSTEIN, CASS R. (Hrsg.): Behavioral law and economics, Cambridge, Mass.: Cambridge University Press, 2000.

Ziel der Forschungsrichtung ist es, die neoklassischen Annahmen über das menschliche Verhalten so zu modifizieren, dass die Auswirkungen tatsächlichen Verhaltens auf die Wirkung von Rechtsnormen bestimmt werden können.<sup>80</sup> In einem nächsten Schritt sollen aus diesen Erkenntnissen in normativer Weise Empfehlungen für die künftige Ausgestaltung rechtlicher Regelungen gegeben werden.<sup>81</sup>

Die Theorie berücksichtigt, dass Individuen aufgrund unterschiedlicher Beschränkungen nicht vollständig rational entscheiden können, deswegen jedoch in der Regel nicht irrational sind;<sup>82</sup> auch nicht substantiell rationale Entscheidungen folgen möglicherweise bestimmten Systematiken.<sup>83</sup> Scheinbare Fehlentscheidungen sind also gerade nicht zufällig und werden somit auch nicht immer vom Markt bestraft,<sup>84</sup> sondern resultieren oftmals aus Heuristiken, denen der Entscheider zur Vereinfachung der Wahlsituation folgt.<sup>85</sup> Dies ist rational, da die Kosten der Entscheidungen reduziert und Wahlprobleme in der Regel gut gelöst werden. Allerdings produzieren solche Daumenregeln unter bestimmten Umständen (vorhersehbare) Fehlentscheidungen.<sup>86</sup> Solche Heuristiken zeigen sich beispielsweise darin, dass Personen die Eintrittswahrscheinlichkeit eines Ereignisses, von dem sie prägende bzw. frische Erinnerungen haben, übergewichten.<sup>87</sup> Ebenso werden neue Entscheidungen oftmals in Anlehnung an früher getroffene Entscheidungen gefällt. Zudem kann häufig die Orientierung an einem Ankerwert festgestellt werden.<sup>88</sup> Entscheidungen tendieren außerdem oftmals in bestimmte Richtungen. So zeigen Individuen eine Abneigung gegen Extreme und lassen sich dadurch von eigentlich entscheidungsirrelevanten Aspekten beeinflussen. Der *hindsight bias* beschreibt die menschliche Eigenart, im Nachhinein zu glauben, ein Ereignis besser vorhergesagt zu haben. Zudem sind die meisten Individuen überoptimistisch, was ihr Risiko

---

<sup>80</sup> JOLLS, CHRISTINE/ SUNSTEIN, CASS R./THALER, RICHARD H.: A behavioral approach to law and economics, a. a. O., S. 14.

<sup>81</sup> Vgl. SUNSTEIN, CASS R.: Introduction, in: Cass R. Sunstein (Hrsg.): Behavioral law and economics, Cambridge, Mass.: Cambridge University Press, 2000, S. 1 – 10, S. 10.

<sup>82</sup> Vgl. LANGEVOORT, DONALD C.: Behavioral theories of judgement and decision making in legal scholarship: a literature review, a. a. O., S. 1506.

<sup>83</sup> Vgl. KIRCHGÄSSNER, GEBHARD: Homo oeconomicus: das ökonomische Modell individuellen Verhaltens und seine Anwendung in den Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, a. a. O., S. 17.

<sup>84</sup> Vgl. SCHÄFER, HANS-BERND/OTT, CLAUDIUS: Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, a. a. O., S. 67.

<sup>85</sup> Vgl. LANGEVOORT, DONALD C.: Theories, assumptions, and securities regulation: market efficiency revisited, in: U. Pa. L. Rev., Vol. 140 (1992), S. 851 – 920, S. 860.

<sup>86</sup> Vgl. JOLLS, CHRISTINE/SUNSTEIN, CASS R./THALER, RICHARD (1998): A behavioral approach to law and economics, a. a. O., S. 1477.

<sup>87</sup> Vgl. LANGEVOORT, DONALD C.: Theories, assumptions, and securities regulation: market efficiency revisited, a. a. O., S. 859.

<sup>88</sup> Vgl. SUNSTEIN, CASS R.: Introduction, a. a. O., S. 5.

für negative künftige Ereignisse anbelangt. Eine Verzerrung der Präferenzordnung ergibt sich außerdem, da Individuen ihren Nutzen anhand der Vermögensveränderung, ausgehend von einem bestimmten Referenzpunkt, nicht anhand von Endgrößen bestimmen.<sup>89</sup> Hieraus resultieren *endowment effects*, etwa die unterschiedliche Wertschätzung eines Gutes, je nachdem, ob es gekauft oder verkauft werden soll.<sup>90</sup> Ein Entscheidungsergebnis ist zudem abhängig von der Darstellung des Auswahlproblems.<sup>91</sup> Das *framing* beeinflusst anscheinend die individuelle Einschätzung einer Situation und damit die Auswahl der passenden Entscheidungsregel.<sup>92</sup> Neben eingeschränkter Rationalität berücksichtigt *behavioral law and economics* auch eingeschränkte Willenskraft. Zudem wird in die Analyse mit einbezogen, dass Individuen aus Fairnessgründen Nutzeneinbußen hinnehmen.<sup>93</sup>

Die genannten Phänomene stellen Gerichtspraktiken wie den sogenannten *negligence standard* in Frage, bei dem ein Geschworenengericht ex post zu beurteilen hat, ob ein Angeklagter ex ante hätte voraussehen müssen, dass seine Handlung überwiegend negative Konsequenzen haben wird. Dieser wurde etwa im viel zitierten Fall *Petition Kinsman Transit Company* verwandt.<sup>94</sup> *Law and economics* geht davon aus, die Geschworenen seien in der Lage, ex post eine objektive Kosten-Nutzen-Abwägung unter Berücksichtigung der jeweiligen Wahrscheinlichkeiten der möglichen Handlungsfolgen vorzunehmen. Dagegen weist *behavioral law and economics* auf den bei diesem Verfahren zu erwartenden *hindsight bias* hin, der berücksichtigt werden sollte.<sup>95</sup>

Bei der Bestimmung von Schadenersatzleistungen für erlittene Gesundheitsbeeinträchtigungen durch Geschworene entstehen *framing*-Probleme durch

---

<sup>89</sup> Vgl. KAHNEMAN, DANIEL/TVERSKY, AMOS: An analysis of decision under risk, in: *Econometrica*, Vol. 47 (1979), S. 263 - 292, S. 288.

<sup>90</sup> Vgl. ROSTAIN, TANINA: Educating homo economicus: cautionary notes on the new behavioral law and economics movement, in: *Law and Society Rev.*, Vol. 34 (2000), S. 973 - 1006, S. 978.

<sup>91</sup> Vgl. z. B. SHAFIR, ELDAR/DIAMOND, PETER/TVERSKY, AMOS: Money illusion, in: *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112 (1997), S. 341 - 374, S. 345 - 346; SHLEIFER, ANDREI: *Inefficient markets: an introduction to behavioral finance*, Oxford: University Press, 1999, S. 11.

<sup>92</sup> Vgl. KIRCHGÄSSNER, GEBHARD: *Homo oeconomicus: das ökonomische Modell individuellen Verhaltens und seine Anwendung in den Wirtschafts- und Sozialwissenschaften*, a. a. O., S. 207.

<sup>93</sup> Vgl. JOLLS, CHRISTINE/SUNSTEIN, CASS R./THALER, RICHARD H.: *A behavioral approach to law and economics*, a. a. O., S. 15 f; KOROBKIN, RUSSELL B./ULEN, THOMAS S.: *Law and behavioral science: removing the rationality assumption from law and economics*, a. a. O., S. 1135 - 1138.

<sup>94</sup> Vgl. *Petition of Kinsman Transit Company*, 338 F.2d 708 (U.S. App. 1964). In diesem Fall war ein Brückenwärter einer Hebebrücke während seiner nächtlichen Dienstzeit abwesend. Derweil trieben zwei unbemannte Schiffe auf die Brücke zu und kollidierten mit dieser. Der Einsturz der Brücke und ihrer Nebengebäude führte zu einer Stauung des Flusses, wodurch eine große Überschwemmung in der am Fluss liegenden Stadt ausgelöst wurde.

*endowment effect* und *status quo bias*. Das Entscheidungsproblem kann aus der Verkaufspreisperspektive oder aus der Wiedergutmachungsperspektive gesehen werden: Im ersten Fall wird gefragt, für welchen Betrag man bereit wäre, einen Gesundheitsschaden in Kauf zu nehmen. Im zweiten Fall wird nach der als gerecht empfundenen Entschädigung für einen bereits erlittenen Schaden gefragt. Dabei zeigt sich, dass für die Aufgabe der Gesundheit wesentlich mehr verlangt wird, als für die Wiedergutmachung eines Gesundheitsschadens.<sup>96</sup> Durch die uneinheitliche Anwendung der Fragestellung besteht somit die Gefahr der Ungleichbehandlung gleichartiger Sachverhalte.

#### 2.4.2 Möglichkeiten und Grenzen

Durch die Berücksichtigung der genannten Phänomene sollen Analysekraft und Anwendbarkeit von *law and economics* wesentlich verbessert werden.<sup>97</sup> Fehleinschätzungen hinsichtlich der Wirkungsweise von Rechtsregeln sollen zur Vermeidung unerwünschter Anreizwirkungen minimiert werden. Damit soll einerseits die Steuerungswirkung des Rechts präzisiert werden. Zudem wird eine verstärkte Gleichbehandlung gleichartiger Fälle angestrebt, welche durch die Wirkung verschiedener Faktoren auf Geschworene oder Richter bisher de facto oftmals nicht gewährleistet ist. Dazu wird ein handhabbares Modell des menschlichen Verhaltens benötigt; hierin liegt zunächst die Hauptschwierigkeit. Das bloße Erkennen der Mängel von *law and economics* könnte jedoch bereits zu ihrer behutsameren, differenzierteren Anwendung in der gerichtlichen Praxis führen. Möglicherweise kann auch ohne ein umfassendes Verhaltensmodell eine gute Prognosekraft für bestimmte Situationen durch deren einzelne Modellierung erzielt werden.<sup>98</sup> Einbußen bei der Einfachheit und Universalität des Modells könnten durch die verbesserte Analysemacht ausgeglichen werden.<sup>99</sup>

---

<sup>95</sup> Vgl. JOLLS, CHRISTINE/ SUNSTEIN, CASS R./THALER, RICHARD H.: A behavioral approach to law and economics, a. a. O., S. 38 – 39.

<sup>96</sup> Vgl. McCAFFREY, EDWARD J./KAHNEMAN, DANIEL J./SPITZER, MATTHEW L.: Framing the jury: cognitive perspectives on pain and suffering awards, in: Cass R. Sunstein (Hrsg.): Behavioral law and economics, Cambridge, Mass.: Cambridge University Press, 2000, S. 259 – 287.

<sup>97</sup> JOLLS, CHRISTINE/ SUNSTEIN, CASS R./THALER, RICHARD H.: A behavioral approach to law and economics, a. a. O., S. 17.

<sup>98</sup> Vgl. KOROBKIN, RUSSELL B./ULEN, THOMAS S.: Law and behavioral science: removing the rationality assumption from law and economics, a. a. O., S. 1057 f.

<sup>99</sup> Vgl. KOROBKIN, RUSSELL B./ULEN, THOMAS S.: Law and behavioral science: removing the rationality assumption from law and economics, a. a. O., S.1075.

### 3 Anwendung ökonomischer Theorien im Kapitalmarktrecht

#### 3.1 Ein US-amerikanischer Anwendungsfall: Die *fraud-on-the-market* theory

Die Finanzmarkttheorie besagt, dass im Fall semi-strenger Kapitalmarkteffizienz die Möglichkeit besteht, dass Fehlinformationen am Markt nicht als solche erkannt werden und sich in Börsenkursen niederschlagen.<sup>100</sup> Solange dies nicht durch neue Informationen behoben wird, weicht der Börsenpreis von seinem fairen Wert ab. US-amerikanische Gerichte entwickelten aus Erkenntnissen wie diesen die Rechtsdoktrin der *fraud-on-the-market theory*<sup>101</sup>. Eine erste Formulierung fand die gebräuchlichste Form dieser Doktrin erstmals im Jahre 1975 im Fall *Blackie v. Barrack*.<sup>102</sup> Als Leitentscheidung gilt das Urteil zum Fall *Basic Inc. v. Levinson*. Unterschieden sich Börsenpreis und Fundamentalwert aufgrund einer Fehlinformation oder der Nichtveröffentlichung einer wesentlichen Information, so können geschädigte Investoren auf *fraud-on-the-market* klagen.<sup>103</sup> Hierzu muss nachgewiesen werden, dass die falsche bzw. fehlende Information wesentlich war, der Markt dies nicht erkannte und sie damit im Börsenkurs berücksichtigt wurde; ob sich der Kläger selbst auf die falsche Information verlassen hatte, wird nicht betrachtet<sup>104</sup>:

"Because most publicly available information is reflected in market price, an investor's reliance on any public material misrepresentations, therefore, may be presumed for purposes of a Rule 10b-5 action"<sup>105, 106</sup>

Damit ist es für eine Schadenersatzforderung nicht länger erforderlich, dass sich der Anleger nachweislich auf die Fehlinformation selbst verlassen hat,<sup>107</sup> vielmehr wird betrachtet, ob der

---

<sup>100</sup> Vgl. ROUSSEL, GREGORY R.: Securities fraud or mere puffery: refinement of the corporate puffery defense, in: *Vand. L. Rev.*, Vol. 51 (1998), S. 1049 – 1092, S. 1076.

<sup>101</sup> Dementsprechend wurde der Begriff durch einen Richter geprägt, vgl. RAPP, GEOFFREY CHRISTOPHER: Proving markets inefficient: the variability of federal court decisions on market efficiency in *Cammer v. Bloom and its progeny*, in: *U. Miami Bus. L. Rev.*, Vol. 10 (2002), S. 303 – 328, Fn. 1.

<sup>102</sup> Vgl. *Blackie v. Barrack*, 524 F.2d, 891 (9<sup>th</sup> Cir. 1975). Eine Besprechung früher angewandter Varianten findet sich in O. V.: *The fraud-on-the-market theory*, in: *Harv. L. Rev.*, Vol. 95 (1982), S. 1143 - 1161, S. 1146 - 1148.

<sup>103</sup> Vgl. LOCKWOOD, BRETT L.: *The fraud-on-the-market theory: a contrarian view*, in: *Emory L. J.*, Vol. 38 (1989), S. 1269 - 1318, S. 1270.

<sup>104</sup> Vgl. LOCKWOOD, BRETT L.: *The fraud-on-the-market theory: a contrarian view*, a. a. O., S. 1275; ROUSSEL, GREGORY R.: *Securities fraud or mere puffery: refinement of the corporate puffery defense*, a. a. O., S. 1076.

<sup>105</sup> *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 247 (1988).

<sup>106</sup> Das Gericht stellt hier auf Informationseffizienz, nicht auf Kapitalmarkteffizienz ab, scheint diese Unterscheidung jedoch nicht bewusst zu treffen, vgl. MACEY, JONATHAN R./MILLER, GEOFFREY P./MITCHELL, MARK L./NETTER, JEFFRY M.: *Lessons from financial economics: materiality, reliance, and extending the reach of Basic v. Levinson*, in: *Va. L. Rev.*, Vol. 77 (1991), S. 1017 - 1049, S. 1021 und S. 1028.

<sup>107</sup> Der in *rule 10b-5* geforderte Nachweis des Vertrauens auf die Fehlinformation geht teilweise auf *common law* zurück. Bei früher üblichen persönlichen Handelsbeziehungen war dieser Nachweis trivial, für den unpersönlichen modernen Aktienhandel ist er kaum zu erbringen, vgl. LOCKWOOD, BRETT L.: *The fraud-on-the-market theory: a contrarian view*, a. a. O., S. 1272.

Markt als Ganzes getäuscht wurde.<sup>108</sup> Diese erleichterte Beweisführung ist die wesentliche praktische Auswirkung der gerichtlichen Anwendung der *fraud-on-the-market theory*.<sup>109</sup> Sie geht zu Gunsten der Investoren und bewirkt damit eine wesentliche Stärkung der Investorenklage als *enforcement*-Instrument<sup>110, 111</sup>. Daneben sind jedoch die negativen Anreizwirkungen auf die Unternehmenspublizität in Betracht zu ziehen. Diese resultieren aus bestehenden Unschärfen der *fraud-on-the-market theory*.

### 3.1.1 Offene Probleme

#### a) Die Eingrenzung entscheidungserheblicher Informationen

Grundsätzlich sind nur entscheidungserhebliche Informationen offenlegungspflichtig,<sup>112</sup> diese sind jedoch nicht ohne Weiteres bestimmbar. Der Supreme Court befand im Fall *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, dass

"[t]he determination [of materiality] requires delicate assessments of the inferences a 'reasonable shareholder' would draw from a given set of facts and the significance of those inferences to him"<sup>113</sup>.

In diesem Fall hatte Northway als Aktionär von TSC Industries auf Verletzung der *rule* 14a-9<sup>114</sup> geklagt, welche falsche oder fehlende wesentliche Angaben im Verkaufsprospekt sanktioniert. Im *proxy statement* von TSC Industries zum Übernahmeangebot von National seien lediglich das Beteiligungsverhältnis und die Anzahl der *board*-Mitglieder, die gleichzeitig im Führungsgremium von National saßen, genannt worden, nicht, dass der Vorsitzende beiden Gremien vorstand. Der Supreme Court hob die Entscheidung des Court of Appeals auf, wonach bei der Aushandlung des Übernahmegebots der Bieter de facto beide Seiten vertreten habe, wodurch die Interessen der Aktionäre der zu übernehmenden Firma

<sup>108</sup> Vgl. etwa FISCHER, DANIEL R.: Program trading, volatility, portfolio insurance, and the role of specialists and market makers: efficient capital markets, the crash, and the fraud on the market theory, in: Cornell L. Rev., Vol. 74 (1989), S. 907 - 922, S. 908.

<sup>109</sup> Vgl. LOCKWOOD, BRETT L.: The fraud-on-the-market theory: a contrarian view, a. a. O., S. 1270. Eine zweite Auswirkung scheint die frühere Bekanntgabe negativer Unternehmensinformationen zu sein, so DUTTA, SUNIL/NELSON, JACOB: Shareholder litigation and market information: effects of the endorsement of the fraud-on-the-market doctrine on market information, <http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/9705041.pdf?abstractid=69036>.

<sup>110</sup> Die private Normdurchsetzung wird von der Jurisprudenz als wichtige Ergänzung anderer *enforcement*-Mittel des Investorenschutzes angesehen, vgl. etwa *J. I. Case & Co. v. Borak*, 377, U.S. 426, 432 (1964).

<sup>111</sup> Langevoort sieht in der Anwendung der Kapitalmarkteffizienzhypothese weniger eine ökonomische Überzeugung, als vielmehr eine willkommene Begründung, um Investoren den Klageweg zu erleichtern, vgl. LANGEVOORT, DONALD C.: Theories, assumptions, and securities regulation: market efficiency revisited, a. a. O., S. 900. Dieser Meinung ist ebenso Lockwood, vgl. LOCKWOOD, BRETT L.: The fraud-on-the-market theory: a contrarian view, a. a. O., S. 1292 und passim.

<sup>112</sup> Vgl. etwa *Otis & Co. v. SEC*, 106 F.2d 579, 582 (6th Cir. 1939).

<sup>113</sup> *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438, 450 (1976).

<sup>114</sup> Vgl. 17 C.F.R. § 249.14(a)-9 (= 1934 Act *rule* 14(a)-9).



nicht gewahrt worden seien. In Anbetracht aller Tatsachen sei diese *omission* nicht so wesentlich, dass "reasonable minds cannot differ on the question of materiality"<sup>115, 116</sup>.

Darüber hinaus müssen nicht sämtliche wesentlichen Informationen offengelegt werden, sofern keine positive Offenlegungspflicht besteht.<sup>117</sup> Insbesondere für prognoseorientierte Informationen ist diese Abgrenzung nicht eindeutig.<sup>118</sup> Zudem können ursprünglich unwesentliche Fakten durch irreführende *statements* des Unternehmens materiell werden.<sup>119</sup>

Im Fall *Basic Inc. v. Levison* hatten Unternehmensvertreter tatsächlich laufende Fusionsverhandlungen mehrfach öffentlich bestritten. Aktionäre, die ihre Aktien vor Bekanntgabe der Fusion verkauft hatten, klagten auf Verletzung der *section 10(b)* des SA<sup>120</sup> und *rule 10b-5*<sup>121</sup>: Durch die *statements* der Unternehmensverantwortlichen sei der Börsenpreis (absichtlich) niedrig gehalten worden. Dadurch hätten sie bei ihren Aktienverkäufen Vermögenseinbußen erlitten. Der Supreme Court stellte fest, für die Beurteilung der *materiality* im Kontext eines Unternehmenszusammenschlusses komme es auf dessen Eintrittswahrscheinlichkeit und Bedeutung für den Emittenten der betroffenen Aktien an "and thus is to be determined on a case-by-case basis"<sup>122</sup>. Ausgehend von einem *reasonable investor* sei sie objektiv bestimmbar.<sup>123</sup> Das Gericht berücksichtigte jedoch nicht, dass die Anlage eines Durchschnittsinvestors normalerweise nicht preisbeeinflussend ist. Für *fraud-on-the-market*-Klagen sollte daher der preisbeeinflussende professionelle Anleger Referenzpunkt für die Bestimmung von *materiality* sein,<sup>124</sup> wodurch die Menge der entscheidungserheblichen Informationen kleiner würde.

---

<sup>115</sup> *John Hopkins University v. Hutton*, 422 F.2d 1124, 1129 (CA4 1970).

<sup>116</sup> Vgl. *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U. S. 438 (1976).

<sup>117</sup> Vgl. PORTER, GREGORY S.: What did you know and when did you know it?: public company disclosure and the mythical duties to correct and update, in: *Fordham L. Rev.*, Vol. 68 (2000), S. 2199 – 2255, S. 2204 - 2205; ROMAJSAS, SUZANNE J.: The duty to disclose forward-looking information: a look at the future of MD&A, in: *Fordham L. Rev.*, Vol. 61 (1993), S. 245 - 286, S. 273. Eine Auflistung entsprechender Gerichtsentscheide findet sich ebenda, Fn. 196.

<sup>118</sup> Vgl. ROMAJSAS, SUZANNE J.: The duty to disclose forward-looking information: a look at the future of MD&A, a. a. O., S. 286 und passim.

<sup>119</sup> Vgl. *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 237 (1988).

<sup>120</sup> Vgl. 15 U.S. Code § 78 j (b) (= *section 10(b)* des 1934 Act).

<sup>121</sup> Vgl. 17 C.F.R. § 240.10 (b)-5 (= *rule 10(b)-5* des 1934 Act).

<sup>122</sup> *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 250 (1988).

<sup>123</sup> *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438, 445 (1976).

<sup>124</sup> Vgl. NEWMAN, JOHN M. JR./HERMANN, MARK/RITTS, GEOFFREY J.: Basic truths: the implications of the fraud-on-the-market theory for evaluating the "misleading" and "materiality" elements of securities fraud claims, in: *Iowa Corp. L. J.*, Vol. 20 (1995), S. 571 - 591, S. 584.

b) *Sophistication* des Investors

Da die Wesentlichkeit von Informationen ausgehend von einem *reasonable investor* bestimmbar sein soll,<sup>125</sup> muss dieser charakterisiert werden. Die Mehrzahl der Gerichte geht zwar explizit von einem *reasonable investor* aus,<sup>126</sup> jedoch ohne diesen Begriff zu definieren.<sup>127</sup> Offenbar wird der rationale Investor neoklassischer Ausprägung damit nicht gemeint, vielmehr scheint eine heuristische Abgrenzung zu völlig irrationalen Verhalten intendiert zu sein.<sup>128</sup> Im Fall *Greenapple v. Detroit Edison Co.* spricht das Gericht von einem "reasonable, not schizophrenic, investor", von dessen Werte aus die Angemessenheit des *prospectus* beurteilt werden müsste.<sup>129</sup> Ebenso wurde im Fall *Richard v. Crandall* klargestellt, Unternehmen seien "not required to address their stockholders as if they were children in kindergarten"<sup>130</sup>. Andererseits ist es "not sufficient that overtones might have been picked up by the sensitive antennae of investment analysts"<sup>131</sup>. Rational scheint in diesem Verständnis die eigennutzorientierte Zweck-Mittel-Abwägung.<sup>132</sup>

c) Kapitalmarkteffizienz

Die regelmäßige Anwendung der *fraud-on-the-market theory* zeigt, dass die Kapitalmarkteffizienzhypothese von der US-amerikanischen Gerichtsbarkeit in ihrer halbstrengen Form unterstützt wird. In *Basic Inc. v. Levinson* vertrat der Supreme Court die Ansicht, dass "the market price of shares traded on well-developed markets reflects all publicly available information"<sup>133</sup>. Bemerkenswert ist, dass sich das Gericht damit – ebenso wie zuvor andere Gerichte<sup>134</sup> – auf akademische Erkenntnisse über die Finanzmärkte beruft, insbesondere auch auf Studien von Fama (1970), Jensen (1972), Horne (1977), Archer (1971), Coates (1978) und Malkiel (1980).<sup>135</sup> Gleichzeitig verdeutlicht das Gericht in diesem Fall

<sup>125</sup> Vgl. oben 3.1.1 a.

<sup>126</sup> Vgl. MANN, BRUCE ALLAN: Rule 10b-5: evolution of a continuum of conduct to replace the catch phrases of negligence and scienter, in: N. Y. U. L. Rev., Vol. 45 (1970), S. 1206 - 1220, S. 1215.

<sup>127</sup> Vgl. KITCH, EDMUND W.: The theory and practice of securities disclosure, a. a. O., S. 825.

<sup>128</sup> Vgl. NEWMAN, JOHN M. JR./HERMANN, MARK/RITTS, GEOFFREY J.: Basic truths: the implications of the fraud-on-the-market theory for evaluating the "misleading" and "materiality" elements of securities fraud claims, a. a. O., S. 586.

<sup>129</sup> *Greenapple v. Detroit Edison Co.*, 618 F.2d 198, 208 (1980).

<sup>130</sup> *Richard v. Crandall*, 262 F. Suppl. 538, 554 (S.D.N.Y. 1967).

<sup>131</sup> *Gerstle v. Gamble-Skogmo, Inc.* 478 F.2d 1281, 1297 (2d Cir. 1973).

<sup>132</sup> Vgl. WÜSTEMANN, JENS: Institutionenökonomik und internationale Rechnungslegungsordnungen, a. a. O., S. 24.

<sup>133</sup> *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 246 (1988).

<sup>134</sup> Vgl. die Nennung wissenschaftlicher Arbeiten in *LTV Securities Litigation* 88 F.R.D. 134, 144 (N.D. Tex. 1980).

<sup>135</sup> In der Urteilsbegründung wird auf einschlägige Studien verwiesen, vgl. *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 247 (Fn. 24) (1988); vgl. auch FISCHER, DANIEL R.: Program trading, volatility, portfolio insurance, and the role

jedoch, dass es nicht auf Feinheiten der wissenschaftlichen Diskussion abstellt, sondern vielmehr eine eher intuitive Auffassung von Kapitalmarkteffizienz gebraucht:

"we need only believe that market professionals generally consider most publicly announced material statements about companies, thereby affecting stock market prices"<sup>136</sup> <sup>137</sup>.

Dies entspräche im Übrigen der Auffassung über die Funktion des Kapitalmarktes, die der Gesetzgeber bereits bei der Verabschiedung des SEA 1934 hatte.<sup>138</sup> Eine weitaus differenziertere Auffassung vertrat das Gericht im Fall *In re Apple Computer Securities Litigation*. Kläger hatten geltend gemacht, dass durch eine zu optimistische Darstellung der künftigen Absatzchancen eines Produktes durch die Unternehmensverantwortlichen der Börsenkurs falsch beeinflusst worden sei, wodurch ihnen bei einem darauf folgenden Kursverfall Vermögenseinbußen entstanden seien. Dem wurde entgegengehalten, dass sowohl Finanzanalysten als auch die Finanzpresse die überaus optimistische Darstellung relativiert hatten. Durch die öffentlich vorhandenen richtigen Informationen hätte sich das *misleading statement* nicht im Aktienkurs niedergeschlagen. Das Gericht vertrat die Ansicht, dass

"where both [false-good and accurate-bad news] are transmitted to the market with roughly equal intensity and credibility, the market will receive complete and accurate information".

Möglicherweise würden einzelne Investoren aufgrund der Aussagen des Managements die Aktie überbewerten, es sei jedoch

"a basic assumption of the securities laws that the partially-informed investors will cancel each other out, and that Apple's stock price will accurately reflect all relevant information"<sup>139</sup>.

Die Möglichkeit, dass sich die Meinung der besser Informierten nicht (vollständig) durchgesetzt hatte, wurde nicht in Betracht gezogen. Dies ist theoretisch nicht ohne weiteres gerechtfertigt, könnte jedoch aus richterlichen Bestrebungen resultieren, ungerechtfertigte Schadenersatzklagen einzudämmen.<sup>140</sup>

---

of specialists and market makers: efficient capital markets, the crash, and the fraud on the market theory, a. a. O., S. 907; *Cammer v. Bloom*, 711 F. Supp. 1264, 1280 (D. N. J. 1989); *LTV Securities Regulation* 88 F.R.D. 134, 144 (N.D. Tex. 1980). In der Leitentscheidung des Supreme Court stimmten zwei Richter gegen die Anwendung der *fraud-on-the-market theory*, u. a. weil diese auf nicht verifizierten ökonomischen Annahmen beruht. Diese dürften allenfalls durch den Gesetzgeber in das Wertpapierrecht aufgenommen werden, vgl. ebenda, S. 920.

<sup>136</sup> *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 247 (n 24) (1988).

<sup>137</sup> Vgl. LANGEVOORT, DONALD C.: Theories, assumptions, and securities regulation: market efficiency revisited, a. a. O., S. 892 - 893.

<sup>138</sup> Vgl. *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 246 (1988).

<sup>139</sup> *In re Apple Computers Securities Litigation*, 886 F.2d 1109, 1114 (U.S. App. 1989), beide Zitate.

<sup>140</sup> Derartig können auch weitere Gerichtsentscheidungen interpretiert werden, vgl. LANGEVOORT, DONALD C.: Theories, assumptions, and securities regulation: market efficiency revisited, a. a. O., S. 907 - 908.

Die Anwendung der semi-strengen Kapitalmarkteffizienzhypothese durch die Gerichte ist problematisch, da sie beispielsweise nach Ansicht von Grossman/Stiglitz (1980),<sup>141</sup> Black (1986)<sup>142</sup> und Shleifer (1999)<sup>143</sup> sicherlich nur für wenige Aktien gilt und auch bei diesen zumindest temporär verletzt wird.<sup>144</sup> Sofern sich die Gerichte überhaupt damit befassen, ob der betrachtete Markt effizient ist,<sup>145</sup> weisen die angewandten Tests<sup>146</sup> und die Interpretation ihrer Ergebnisse häufig Schwächen auf,<sup>147</sup> so dass die Gleichbehandlung gleichartiger Fälle nicht gewährleistet ist.<sup>148</sup> Das Hinzuziehen von Experten mit unterschiedlicher (theoretischer) Prägung und individuellen Zielen kann dieses Problem verschärfen.<sup>149</sup> Aktuelle kapitalmarkttheoretische Erkenntnisse und durch Gerichte unterstellte Zusammenhänge unterscheiden sich teilweise erheblich.<sup>150</sup> Einerseits mag dies an der fehlenden richterlichen Einsicht in die ökonomischen Zusammenhänge liegen;<sup>151</sup> andererseits wird die

---

<sup>141</sup> Vgl. GROSSMAN, SANFORD J./STIGLITZ, JOSEPH E.: On the impossibility of informationally efficient markets, *American Economic Review*, Vol. 70 (1980), S. 393 – 408.

<sup>142</sup> Vgl. BLACK, FISCHER: Noise, in: *JoF*, Vol. 41 (1986), S. 529 – 543.

<sup>143</sup> Vgl. SHLEIFER, ANDREI: Inefficient markets: an introduction to behavioral finance, a. a. O. Dort findet sich ein guter Überblick der Studien, die Kapitalmarktineffizienzen beweisen.

<sup>144</sup> Immerhin wird die *fraud-on-the-market theory* auf Papiere mit geringem Handelsvolumen richtigerweise nicht angewandt, vgl. LURVEY, JONATHAN B.: Who is bespeaking to whom? Plaintiff sophistication, market information, and forward-looking statements, in: *Duke L. J.*, Vol. 45 (1995), S. 579 – 610, S. 593.

<sup>145</sup> Vgl. LOCKWOOD, BRETT L.: The fraud-on-the-market theory: a contrarian view, a. a. O., S. 1312 und Fn. 204 m. w. N.

<sup>146</sup> Für die Anwendung solcher Tests spricht sich etwa Shulman aus, vgl. SHULMAN, ZACHARY: Fraud-on-the-market theory after *Basic Inc. v. Levinson*, in: *Cornell L. Rev.*, Vol. 74 (1989), S. 964 - 991, S. 989 - 990 m. w. N. Dagegen macht Rapp wesentliche Schwierigkeiten bei deren Anwendung aus, vgl. RAPP, GEOFFREY CHRISTOPHER: Proving markets inefficient: the variability of federal court decisions on market efficiency in *Cammer v. Bloom and its progeny*, a. a. O., S. 321 -322. Im Urteil *Cammer v. Bloom* stellte das Gericht fünf Faktoren zur Messung von Effizienz zusammen, ohne jedoch deren Gewichtung zu besprechen, vgl. *Cammer v. Bloom*, 711 F. Suppl. 1264, 1285-87 (D.N.J. 1989). Die Sachgerechtigkeit der vorgeschlagenen Tests wurde im Schrifttum teilweise kritisch gesehen., vgl. BERNARD, VICTOR L./BOTOSAN, CHRISTINE/PHILLIPS, GREGORY D.: Challenges to the efficient market hypothesis: limits to the applicability of fraud-on-the-market theory, in: *Neb. L. Rev.*, Vol. 73 (1994), S. 792 - 799 m. w. N.

<sup>147</sup> Vgl. RAPP, GEOFFREY CHRISTOPHER: Proving markets inefficient: the variability of federal court decisions on market efficiency in *Cammer v. Bloom and its progeny*, a. a. O., S. 305.

<sup>148</sup> Vgl. RAPP, GEOFFREY CHRISTOPHER: Proving markets inefficient: the variability of federal court decisions on market efficiency in *Cammer v. Bloom and its progeny*, a. a. O., S. 317. Auch wenn die Fehlentscheidungen immerhin keine Gruppe systematisch benachteiligen, so reduzieren sie dennoch das allgemeine Vertrauen in die Gerichte, vgl. ebenda, S. 307.

<sup>149</sup> Vgl. RAPP, GEOFFREY CHRISTOPHER: Proving markets inefficient: the variability of federal court decisions on market efficiency in *Cammer v. Bloom and its progeny*, a. a. O., S. 319 - 320.

<sup>150</sup> Vgl. LANGEVOORT, DONALD C.: Theories, assumptions, and securities regulation: market efficiency revisited, a. a. O., S. 854 - 855.

<sup>151</sup> Vgl. BAINBRIDGE, STEPHEN M./GULATI G. MITU: How do judges maximize? (The same way everybody else does – boundedly): rules of thumb in securities fraud opinions, *Emory L. J.*, Vol. 51 (2001), S. 83 – 151, S. 84. Entsprechende Beispiele finden sich bei RAPP, GEOFFREY CHRISTOPHER: Proving markets inefficient: the variability of federal court decisions on market efficiency in *Cammer v. Bloom and its progeny*, a. a. O., S. 318 - 319.

zugrundegelegte Kapitalmarkteffizienzhypothese mittlerweile in Frage gestellt.<sup>152</sup> Diese Schwierigkeiten bei der Anwendung ökonomischer Theorien durch die Jurisprudenz wurden von der Gerichtsbarkeit bereits im Fall *Basic Inc. v. Levinson* gesehen. Richter White stimmte gegen die (generelle richterliche) Anwendung der *fraud-on-the-market theory* mit der Begründung, die Gerichte hätten

"no staff economists, no experts schooled in the 'efficient-capital-market hypothesis', no ability to test the validity of empirical market studies, [they] are not well equipped to embrace novel constructions of a statute based on contemporary microeconomic theory"<sup>153 154</sup>.

Neben der grundsätzlichen Anwendbarkeit der Kapitalmarkteffizienztheorie stellt die Ermittlung der Schadenshöhe<sup>155</sup> ein Problem dar.<sup>156</sup> Allerdings wird die Mehrzahl der Fälle mit einem Vergleich beendet, so dass diese Schwierigkeiten weniger ins Gewicht fallen.<sup>157</sup>

Die Anerkennung der *fraud-on-the-market theory* durch den Supreme Court lässt die Wandelbarkeit wissenschaftlicher Erkenntnisse und hierbei speziell die kontroverse Diskussion über die Kapitalmarkteffizienzhypothese unberücksichtigt.<sup>158</sup> Dies führte bereits der gegenstimmende Richter in *Basic Inc. v. Levinson* an:

"For while the economists' theories which underpin the fraud-on-the-market presumption may have the appeal of mathematical exactitude and scientific certainty, they are – in the end – nothing more than theories which may or may not prove accurate upon further consideration"<sup>159 160</sup>.

Fraglich ist, ob und wie sich neue wissenschaftliche Erkenntnisse in der richterlichen Praxis durchschlagen können, sofern der Supreme Court keine neue Präzedenz schafft.<sup>161</sup> Da die zweckgerechte Anwendung der *fraud-on-the-market theory* zur Durchsetzung der *securities*

<sup>152</sup> Vgl. RAPP, GEOFFREY CHRISTOPHER: Proving markets inefficient: the variability of federal court decisions on market efficiency in *Cammer v. Bloom and its progeny*, a. a. O., S. 305.

<sup>153</sup> *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 253 (1988).

<sup>154</sup> Vgl. auch FISCHER, DANIEL R.: Program trading, volatility, portfolio insurance, and the role of specialists and market makers: efficient capital markets, the crash, and the fraud on the market theory, a. a. O., S. 918 - 919.

<sup>155</sup> Grundsätzlich soll der Geschädigte nicht entgangene Gewinne, sondern lediglich erlittene Verluste erstattet bekommen. Darunter wird etwa der Unterschied zwischen dem gezahlten Preis und dem tatsächlichen Wert der gekauften Aktie zum Kaufzeitpunkt verstanden, vgl. *LTV Securities Litigation*, 88 F.R.D. 134, 149 (N.D. Tex. 1980) m. w. N.

<sup>156</sup> Vgl. GRUNDFEST, JOSEPH A.: Securities regulation, in: *The new Palgrave of economics and the law*, in: Peter Newman (Hrsg.): *The new Palgrave of economics and the law*, London: Macmillan (1998), Bd. 3, S. 410 – 417, S. 415.

<sup>157</sup> Vgl. LANGEVOORT, DONALD C.: Theories, assumptions, and securities regulation: market efficiency revisited, a. a. O., S. 911.

<sup>158</sup> Vgl. LOCKWOOD, BRETT L.: The fraud-on-the-market theory: a contrarian view, a. a. O., S. 1271 und S. 1302.

<sup>159</sup> *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 254 (1988).

<sup>160</sup> Diese Ansicht fand im Schrifttum beträchtliche Unterstützung, vgl. RAPP, GEOFFREY CHRISTOPHER: Proving markets inefficient: the variability of federal court decisions on market efficiency in *Cammer v. Bloom and its progeny*, a. a. O., Fn. 3.

<sup>161</sup> Vgl. RAPP, GEOFFREY CHRISTOPHER: Proving markets inefficient: the variability of federal court decisions on market efficiency in *Cammer v. Bloom and its progeny*, a. a. O., S. 325.

*regulations* sicherlich nur bei Gültigkeit der zugrundeliegenden Theorie möglich ist, sollte die entgegenstehende Evidenz nicht unberücksichtigt bleiben.<sup>162</sup>

### 3.2 *Ansatzpunkte für behavioral law and economics*

Das angeführte Beispiel zeigt gewisse Mängel der ökonomischen Analyse des Rechts: Der Ansatz basiert auf Theorien, die von objektiv rational agierenden Akteuren ausgehen. Soweit diese nicht als brauchbare Approximation realen Verhaltens gelten können, werden falsche Schlüsse gezogen. Um dies künftig vermeiden zu können, will *behavioral law and economics* diesen Mängeln mit den oben angeführten Instrumenten begegnen.<sup>163</sup> So kann die Entscheidungserheblichkeit von Informationen umso besser bestimmt werden, je näher das unterstellte Entscheidungsmodell dem tatsächlich verwandten kommt. Von der *behavioral finance* können möglicherweise Erkenntnisse über die Beurteilung von Kapitalmarkteffizienz übernommen werden, um die fallspezifische Anwendbarkeit der *fraud-on-the-market theory* angemessen zu prüfen. Zudem kann getestet werden, inwieweit Marktkräfte in der Lage sein können, eingeschränkt rationale Akteure auf bestimmten Märkten zu rationalem Verhalten in neoklassischem Sinne zu bringen.<sup>164</sup>

### 3.3 *Potenzielle Anwendungsfelder im deutschen Kapitalmarktrecht*

#### 3.3.1 Ausgangslage

Der Ruf nach Anpassung der deutschen anlegerschutzorientierten Regelungen an das angelsächsische – insbesondere amerikanische – Vorbild wird in den letzten Jahren immer lauter. Vor dem Hintergrund sich verändernder Kapitalmarktstrukturen in Deutschland scheint dies zunächst gerechtfertigt. Dennoch müssen die – manchem erstrebenswert scheinenden – Regelungen zunächst auf ihre offensichtlichen und versteckten Mängel untersucht werden, indem analysiert wird, wie sich ihre Anwendung auf den deutschen Kapitalmarkt auswirken wird. Hierfür könnte die Anwendung der erweiterten ökonomischen Analyse des Rechts der *behavioral law and economics* auf die Rechnungslegungs-, Publizitäts- und Haftungsvorschriften nützlich sein. Die umfassende Kenntnis der Möglichkeiten und Grenzen

---

<sup>162</sup> Vgl. RAPP, GEOFFREY CHRISTOPHER: Proving markets inefficient: the variability of federal court decisions on market efficiency in *Cammer v. Bloom and its progeny*, a. a. O., S. 326.

<sup>163</sup> Vgl. oben 2.4.

der US-amerikanischen Instrumente schafft die Basis für einen sinnvollen Vergleich mit den bestehenden deutschen Regelungen. Erst dadurch kann objektiviert beurteilt werden, inwieweit das deutsche Kapitalmarktrecht tatsächlich vom amerikanischen Modell profitieren kann.

In jedem Fall sind Modifikationen des Rechts in Deutschland dem Gesetzgeber überlassen, jede Form von *law and economics* bleibt im deutschen Rechtssystem beschränkt auf die Anwendung als Gesetzgebungstheorie.<sup>165</sup>

### 3.3.2 Beispiel Falschinformationen

Außerhalb von Emissionsprospekten und Ad-hoc-Mitteilungen besteht bisher keine kapitalmarktrechtliche Sanktionsbewehrung von absichtlichen Falschinformationen zum Schutz der Investoren.<sup>166</sup> Eine entsprechende Regelung scheint nötig, ihre Ausgestaltung ist jedoch nicht auf der Hand liegend. Mit Hilfe von *behavioral law and economics* können zuerst die Auswirkungen von Fehlinformationen bestimmt und unerwünschte Effekte identifiziert werden. Danach kann die Regelung empfohlen werden, die das gewünschte Ergebnis trifft. Unter ökonomischer Analyse können Investoren nur durch entscheidungserhebliche Informationen geschädigt werden. Entsprechend sollten nur diese sanktionsbehaftet werden. Dazu muss zunächst bestimmt werden, wie die zu schützende Gruppe aussieht, um an dieser die Entscheidungserheblichkeit zu bestimmen. Zugunsten der Rechtssicherheit bedarf es hier klarer Normen. Einerseits werden so potenziell betrügerische Unternehmensverantwortliche durch eine klare Sanktionsdrohung effektiver abgeschreckt, andererseits bietet sich dann weniger Raum für betrügerische Schadenersatzforderungen angeblich geschädigter Investoren, welche in den USA beobachtet werden können<sup>167</sup>.

---

<sup>164</sup> Vgl. JOLLS, CHRISTINE/SUNSTEIN, CASS R./THALER, RICHARD H.: A behavioral approach to law and economics, a. a. O., S. 19.

<sup>165</sup> Vgl. EIDENMÜLLER, HORST: Effizienz als Rechtsprinzip: Möglichkeiten und Grenzen der ökonomischen Analyse des Rechts, a. a. O., S. 414.

<sup>166</sup> Die bestehenden Klagemöglichkeiten auf Basis des BGB haben wenig Aussicht auf Erfolg, vgl. RÖSSNER, MICHAEL-CHRISTIAN/BOLKERT, JOHANNES: Chancen und Risiken bei Schadenersatzprozessen wegen falscher Unternehmensmeldungen, in: AG, 48. Jg. (2003), S. R60 – R62.

<sup>167</sup> Vgl. BRISKI, NICOLE M.: Pleading scienter under the Private Securities Litigation Reform Act of 1995: did Congress eliminate recklessness, motive, and opportunity?, in: Loyola University Chicago L. J., Vol. 32 (2000), S. 155 – 204, 155 f.

### 3.3.3 Beispiel Prognoseinformationen

Ebenso sollte die Publizität absichtlich unrichtiger Prognoseinformationen sanktioniert werden können. Besonders wichtig ist dabei, eine trennscharfe Regelung zu schaffen, um wissentlich falsche Prognosen von solchen zu trennen, die nach bestem Wissen entstanden, jedoch nicht eintraten. Ansonsten hätten Unternehmen einen negativen Anreiz, freiwillig zukunftsorientierte Informationen zu gewähren, wie dies etwa durch die unscharfen Haftungsregelungen in den USA der Fall ist.<sup>168</sup> Da zukunftsgerichtete Informationen für Anleger besonders wertvoll sind,<sup>169</sup> wäre der zusätzliche Nutzen für die Anleger durch die höhere Vertrauenswürdigkeit der Prognosen zumindest geschmälert.

## 4 Thesenförmige Zusammenfassung

1. Ein effektives Kapitalmarktrecht kann nur unter Berücksichtigung ökonomischer Theorien geschaffen werden. Somit sollten auch bei der Ausfüllung von Regelungslücken durch die Gerichte wirtschaftliche Erwägungen einbezogen werden. Dieser Erkenntnis folgt die in Deutschland bei der Auslegung unscharfer Normen praktizierte wirtschaftliche Betrachtungsweise ebenso wie die US-amerikanische *law and economics*-Methode.
2. Neben den Durchführungskosten von Regulierungsmaßnahmen entstehen Kosten und Nutzen der Regulierung durch Anreizwirkungen auf die Marktteilnehmer. Diese Effekte sind erst ex post und auch dann nur teilweise beobachtbar; daher müssen sie theoretisch bestimmt werden. Die zugrunde liegende ökonomische Theorie ist also entscheidend für die Bestimmung der Vorteilhaftigkeit möglicher Regelungen, sofern diese lediglich an der Effizienz ihres Ergebnisses gemessen werden.
3. Mit Hilfe der wirtschaftlichen Betrachtungsweise sollen Regelungslücken zweckgerecht ausgefüllt und Sachverhalte ihrem wirtschaftlichen Gehalt entsprechend behandelt werden, sofern dies mit den Objektivierungserfordernissen der Bilanz vereinbar ist. Die Auslegungsmethode kann nur auf bestehende Regelungen angewandt werden und beinhaltet keine eigene Wertung. Sie ist eine rechtliche

---

<sup>168</sup> Unklarheit besteht dort insbesondere über die Pflichten zu Aktualisierung und Revision zukunftsgerichteter Informationen, vgl. PORTER, GREGORY S.: What did you know and when did you know it?: public company disclosure and the mythical duties to correct and update, a. a. O., 2255.

<sup>169</sup> Vgl. MOXTER, ADOLF: Rechnungslegungsmythen, a. a. O., S. 2148.



Betrachtungsweise und damit unabhängig von bestimmten wirtschaftswissenschaftlichen Theorien.

4. Die in den USA verwandte *law and economics*-Methode geht von der neoklassischen ökonomischen Theorie aus, unterstellt den Individuen also vollständig rationales und damit nutzenmaximierendes Verhalten. Empirisch wurde überzeugend nachgewiesen, dass diese Annahmen über menschliches Verhalten zumindest teilweise nicht zutreffen. Als Folge werden die danach ausgestalteten Normen zumindest teilweise unerwünschte Ergebnisse generieren. Erfahrungen mit einzelnen Normen des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts bestätigen dies.
5. Ein gerichtlicher Anwendungsfall der ökonomischen Analyse des Rechts in den USA ist die *fraud-on-the-market theory*. Ihre Anwendung ist theoretisch nur auf semi-effizienten Kapitalmärkten gerechtfertigt. Zudem bleibt unklar, wie die sanktionsbehafteten entscheidungserheblichen Informationen von anderen Informationen getrennt werden sollen. Diese Anwendungsform von *law and economics* produziert also zumindest teilweise Fehlurteile, mit der Folge ungerechtfertigter Schadenersatzleistungen.
6. Die *behavioral law and economics*-Richtung versucht, den Mängeln des neoklassischen Verhaltensmodells zu begegnen. Unter Zusammenwirken der Erkenntnisse verschiedener Fachrichtungen intendiert sie, genauere Prognosen menschlichen Verhaltens in wesentlichen Situationen zu treffen, um anhand dieser Empfehlungen für effizientere Normen geben zu können.
7. Die momentan noch schlechte Modellierbarkeit von Verhaltenstheorien schränkt die Nutzbarkeit von *behavioral law and economics* (noch) wesentlich ein. Dennoch steht fest, dass scheinbar irrationales Verhalten oftmals tatsächlich eingeschränkt rational ist und bestimmten Mustern folgt. Insofern besteht durchaus Hoffnung, künftig handhabbare Modelle entwickeln zu können.
8. Ziel ist es, mit Hilfe der *behavioral law and economics* bessere Erkenntnisse über die Zusammenhänge von individuellem Verhalten und den Institutionen des Kapitalmarktrechts zu gewinnen. Die US-amerikanischen Erfahrungen mit der Anwendung neoklassisch geprägter Normen sind dafür ein wertvolles Hilfsmittel. Im Fall der *fraud-on-the-market theory* könnte somit die Effizienz des Kapitalmarktes

objektiver beurteilt werden. Dazu würden genauere Aussagen über die Entscheidungserheblichkeit von Unternehmensinformationen möglich.

9. Die Umgestaltung des deutschen Kapitalmarktrechts kann von diesen Erkenntnissen bereits profitieren. Angesichts der Lücken in den bestehenden Regelungen, die gerade anhand des Zusammenbruchs des Neuen Marktes und der in diesem Zusammenhang anhängigen Klagen offensichtlich werden, wird deutlich, dass die bestehenden Institutionen für einen funktionierenden Kapitalmarkt nicht (mehr) ausreichen.
10. Die Rezeption von *law and economics* in Deutschland ist bisher schwach und stößt in der Rechtswissenschaft weitgehend auf Widerstand. Daher ist zu prüfen, wie diese und ähnliche Theorien überhaupt Eingang in den deutschen Rechtskreis finden können. Hierfür ist eine stärkere Zusammenarbeit von Rechts- und Wirtschaftswissenschaftlern notwendig.

## LITERATURVERZEICHNIS

ARLEN, JENNIFER: The future of behavioral economic analysis of law, in: *Vand. L. Rev.*, Vol. 51 (1998), S. 1765 – 1788.

ASSMANN, HEINZ-DIETER /KIRCHNER, CHRISTIAN/SCHANZE, ERICH (Hrsg.): *Ökonomische Analyse des Rechts*, Tübingen 1993.

BAINBRIDGE, STEPHEN M./GULATI G. MITU: How do judges maximize? (The same way everybody else does – boundedly): rules of thumb in securities fraud opinions, in: *Emory L. J.*, Vol. 51 (2002), S. 83 – 151.

BALLWIESER, WOLFGANG: Informations-GoB – auch im Lichte von IAS und US-GAAP, in: *KoR*, 2. Jg. (2002), S. 115 – 121.

BEAVER, WILLIAM H.: Perspectives on recent capital market research, in: *AccRev*, Vol. 77 (2002), S. 453 – 474.

BECKER, GARY S.: *Der ökonomische Ansatz zur Erklärung menschlichen Verhaltens*, Tübingen 1982.

BEISSE, HEINRICH: Die wirtschaftliche Betrachtungsweise bei der Auslegung der Steuergesetze in der neueren deutschen Rechtsprechung, in: *StuW*, 58. (11.) Jg. (1981), S. 1 – 14.

BEISSE, HEINRICH: Auslegung, in: Georg Strickrodt u. a. (Hrsg.): *Handwörterbuch des Steuerrechts*, 2., neubearb. u. erw. Aufl., München 1981, S. 134 – 142.

BEISSE, HEINRICH: Zum Verhältnis von Bilanzrecht und Betriebswirtschaftslehre, in: *StuW*, 61. (14.) Jg. (1984), S. 1 – 14.

BERNARD, VICTOR L./BOTOSAN, CHRISTINE/PHILLIPS, GREGORY D.: Challenges to the efficient market hypothesis: limits to the applicability of fraud-on-the-market theory, in: *Neb. L. Rev.*, Vol. 73 (1994), S. 781 – 811.

BLACK, FISCHER: Noise, in: *JoF*, Vol. 41 (1986), S. 529 – 543.

BÖCKING, HANS-JOACHIM: Verbindlichkeitsbilanzierung: wirtschaftliche versus formalrechtliche Betrachtungsweise, Wiesbaden 1994.

BÖCKING, HANS-JOACHIM: Betriebswirtschaftslehre und wirtschaftliche Betrachtungsweise im Bilanzrecht, in: Handelsbilanzen und Steuerbilanzen. Festschrift zum 70. Geburtstag von Prof. Dr. h. c. Heinrich Beisse, hrsg. v. Wolfgang Budde u. a., Düsseldorf 1997, S. 85 – 103.

BRISKI, NICOLE M.: Pleading scienter under the Private Securities Litigation Reform Act of 1995: did Congress eliminate recklessness, motive, and opportunity?, in: Loyola University Chicago L. J., Vol. 32 (2000), S. 155 – 204.

COASE, RONALD: The problem of social cost, wiederabgedruckt u. übersetzt in: Heinz Dieter Assmann u. a. (Hrsg.): Ökonomische Analyse des Rechts, Tübingen 1993, S. 129 – 183.

COOTER, ROBERT, ULEN, THOMAS: Law and economics, 3rd ed., Reading, Mass. u. a.: Addison-Wesley, 2000.

DÖLLERER, GEORG: Gedanken zur „Bilanz im Rechtssinne“, in: JbFSt 1979/80, S. 195 – 205.

DUTTA, SUNIL/NELSON, JACOB: Shareholder litigation and market information: effects of the endorsement of the fraud-on-the-market doctrine on market information, <http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/9705041.pdf?abstractid=69036>.

EIBELSHÄUSER, MANFRED: Wirtschaftliche Betrachtungsweise im Steuerrecht – Herkunft und Bedeutung, in: DStR, 34. Jg. (2002), S. 1426 – 1432.

EIDENMÜLLER, HORST: Effizienz als Rechtsprinzip: Möglichkeiten und Grenzen der ökonomischen Analyse des Rechts, Tübingen 1995.

FISCHEL, DANIEL R.: Program trading, volatility, portfolio insurance, and the role of specialists and market makers: efficient capital markets, the crash, and the fraud on the market theory, in: Cornell L. Rev., Vol. 74 (1989), S. 907 – 922.

FRIEDMAN, DAVID: Law and economics, in: John Eatwell u. a. (Hrsg.): The new Palgrave: A dictionary of economics, London, Basingstoke: The Macmillian Press Ltd., 1987, S. 144 – 147.

GROSSMAN, SANFORD J./STIGLITZ, JOSEPH E.: On the impossibility of informationally efficient markets, American Economic Review, Vol. 70 (1980), S. 393 – 408.

GRUNDFEST, JOSEPH A.: Securities regulation, in: Peter Newman (Hrsg.): The new Palgrave of economics and the law, London: Macmillan (1998), Bd. 3, S. 410 – 417.

HOPT, KLAUS J.: Deutscher Juristentag 2002 in Berlin: Börsen, Kapitalmarktrecht und Anlegerschutz, in: BB, Die erste Seite, Heft 38, 57. Jg. (2002) S. I.

JOLLS, CHRISTINE/ SUNSTEIN, CASS R./THALER, RICHARD H.: A behavioral approach to law and economics, in: Cass R. Sunstein (Hrsg.): Behavioral law and economics, Cambridge, Mass.: Cambridge University Press, 2000, S. 13 – 58.

KAHNEMAN, DANIEL/TVERSKY, AMOS: An analysis of decision under risk, in: Econometrica, Vol. 47 (1979), S. 263 – 292.

KIRCHGÄSSNER, GEBHARD: Homo oeconomicus: das ökonomische Modell individuellen Verhaltens und seine Anwendung in den Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, Tübingen 1991.

KIRCHNER, CHRISTIAN: The difficult reception of law and economics in Germany, in: International Review of Law and Economics, Vol. 11 (1991), S. 277 – 292.

KIRCHNER, CHRISTIAN: Ökonomische Analyse des Rechts. Interdisziplinäre Zusammenarbeit von Ökonomie und Rechtswissenschaft, in: Heinz Dieter Assmann u. a. (Hrsg.): Ökonomische Analyse des Rechts, Tübingen 1993, S. 62 – 78.

KITCH, EDMUND W.: The theory and practice of securities disclosure, in: Brooklyn L. Rev., Vol. 61 (1995), S. 763 – 826.

KOROBKIN, RUSSELL B./ULEN, THOMAS S.: Law and behavioral science: removing the rationality assumption from law and economics, in: Calif. L. Rev., Vol. 88 (2000), S. 1051 – 1144.

LANGEVOORT, DONALD C.: Theories, assumptions, and securities regulation: market efficiency revisited, in: U. Pa. L. Rev., Vol. 140 (1992), S. 851 – 920.

LANGEVOORT, DONALD C.: Behavioral theories of judgement and decision makin in legal scholarship: a literature review, in: Vand. L. Rev., Vol. 51 (1998), S. 1499 – 1540.

LARENZ, KARL: Methodenlehre der Rechtswissenschaft, 3. Aufl., Berlin u. a., 1995

LOCKWOOD, BRETT: The fraud-on-the-market theory: a contrarian view, in: Emory L. J., Vol. 38 (1989), S. 1269 – 1318.

LORENZ, KARSTEN: Wirtschaftliche Vermögenszugehörigkeit im Bilanzrecht, Düsseldorf 2002.

LOSS, LUIS/SELIGMAN, JOEL: Fundamentals of securities regulation, 4th ed., New York, NY: Aspen Law and Business, 2001, S. 29 – 31.

LURVEY, JONATHON B.: Who is bespeaking to whom? Plaintiff sophistication, market information, and forward-looking statements, in: Duke L. J., Vol. 45 (1995), S. 579 – 610.

MACEY, JONATHAN R./MILLER, GEOFFREY P./MITCHELL, MARK L./NETTER, JEFFRY M.: Lessons from financial economics: materiality, reliance, and extending the reach of Basic v. Levinson, in: Va. L. Rev., Vol. 77 (1991), S. 1017 – 1049l.

MCCAFFREY, EDWARD J./KAHNEMAN, DANIEL J./SPITZER, MATTHEW L.: Framing the jury: cognitive perspectives on pain and suffering awards, in: Cass R. Sunstein (Hrsg.): Behavioral law and economics, Cambridge, Mass.: Cambridge University Press, 2000, S. 259 – 287.

MANN, BRUCE ALLAN: Rule 10b-5: evolution of a continuum of conduct to replace the catch phrases of negligence and scienter, in: N. Y. U. L. Rev., Vol. 45 (1970), S. 1206 – 1220.

MELLWIG, WINFRIED: Bilanzrechtsprechung und Betriebswirtschaftslehre: Zu einigen Grundlagen der steuerlichen Bilanzrechtsprechung und ihrer betriebswirtschaftlichen Kritik, in: BB, 38. Jg. (1983), S. 1613 – 1620.

MOXTER, ADOLF: Saldierungs- und Abzinsungsprobleme bei Drohverlustrückstellungen, in: BB, 48. Jg. (1993), S. 2481 – 2485.

MOXTER, ADOLF: Bilanzrechtsprechung, 5., erg. Aufl., Tübingen 1999.

MOXTER, ADOLF: Rechnungslegungsmythen, in: BB, 55. Jg. (2000), S. 2143 – 2149.

MOXTER, ADOLF: Grundsätze ordnungsgemäßer Rechnungslegung, Düsseldorf 2003.

NEWMAN, JOHN M. JR./HERMANN, MARK/RITTS, GEOFFREY J.: Basic truths: the implications of the fraud-on-the-market theory for evaluating the "misleading" and "materiality" elements of securities fraud claims, in: Iowa J. Corp. L., Vol. 20 (1995), S. 571 – 591.

OLDENBURGER, IRIS: Die Bilanzierung von Pensionsgeschäften nach HGB, US-GAAP und IAS: die wirtschaftliche Betrachtungsweise als Konvergenzkriterium, Wiesbaden 2000.

O. V.: The fraud-on-the-market theory, in: Harv. L. Rev., Vol. 95 (1982), S. 1143 – 1161.

- RANDALL, THOMAS S./COOTER, JAMES F.: Measuring securities market efficiency in the regulatory setting, in: *Law & Contemp. Prob.*; Vol. 63 (2000), S. 105 – 122.
- RAPP, GEOFFREY CHRISTOPHER: Proving markets inefficient: the variability of federal court decisions on market efficiency in *Cammer v. Bloom* and its progeny, in: *U. Miami Bus. L. Rev.*, Vol. 10 (2002), S. 303 – 328.
- ROMAJAS, SUZANNE J.: The duty to disclose forward-looking information: a look at the future of MD&A, in: *Fordham L. Rev.*, Vol. 61 (1993), S. 245 – 286.
- ROSTAIN, TANINA: Educating homo economicus: cautionary notes on the new behavioral law and economics movement, in: *Law and Society Rev.*, Vol. 34 (2000), S. 973 – 1006.
- ROUSSEL, GREGORY R.: Securities fraud or mere puffery: refinement of the corporate puffery defense, in: *Vand. L. Rev.*, Vol. 51 (1998), S. 1049 – 1092.
- PORTER, GREGORY S.: What did you know and when did you know it?: public company disclosure and the mythical duties to correct and update, in: *Fordham L. Rev.*, Vol. 68 (2000), S. 2199 – 2255.
- POSNER, RICHARD A.: *Recht und Ökonomie: Eine Einführung*, in: Heinz Dieter Assmann u. a. (Hrsg.): *Ökonomische Analyse des Rechts*, Tübingen 1993, S. 79 – 98.
- POSNER, RICHARD A.: *Economic analysis of law*, 5. Aufl., Boston, Mass.: Little, Brown & Co, 1998.
- POSNER, RICHARD A.: Rational choice, behavioral economics, and the law, in: *Stanford L. Rev.*, Vol. 50 (1998), S. 1551 – 1575.
- RÖSSNER, MICHAEL-CHRISTIAN/BOLKERT, JOHANNES: Chancen und Risiken bei Schadenersatzprozessen wegen falscher Unternehmensmeldungen, in: *AG*, 48. Jg. (2003), S. R60 – R62.
- SCHÄFER, HANS-BERND/OTT, CLAUS: *Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts*, 3., überb. u. erw. Aufl., Berlin u. a., 2000.
- SCHANZE, ERICH: Rechtsnorm und ökonomisches Kalkül, in: *ZgS/JITE*, Vol. 138 (1982), S. 297 – 312.

SCHANZE, ERICH: Ökonomische Analyse des Rechts in den U.S.A. – Verbindungslinie zur realistischen Tradition, in: Heinz Dieter Assmann u. a. (Hrsg.): Ökonomische Analyse des Rechts, Tübingen 1993, S. 1 – 16.

SHAFIR, ELDAR/DIAMOND, PETER/TVERSKY, AMOS: Money illusion, in: The Quarterly Journal of Economics, Vol. 112 (1997), S. 341 – 374.

Shleifer, Andrei: Inefficient markets: an introduction to behavioral finance, Oxford: University Press, 1999.

SHULMAN, ZACHARY: Fraud-on-the-market theory after Basic Inc. v. Levinson, in: Cornell L. Rev., Vol. 74 (1989), S. 964 – 991.

SUNSTEIN, CASS R. (Hrsg.): Behavioral law and economics, Cambridge, Mass.: Cambridge University Press, 2000.

SUNSTEIN, CASS R.: Introduction, in: Cass R. Sunstein (Hrsg.): Behavioral law and economics, Cambridge, Mass.: Cambridge University Press, 2000, S. 1 – 10

TIPKE, KLAUS: Auslegung unbestimmter Rechtsbegriffe, in: Ulrich Leffson u. a. (Hrsg.): Handwörterbuch unbestimmter Rechtsbegriffe im Bilanzrecht des HGB, Köln (1986), S. 1 – 11.

WÜSTEMANN, JENS: Institutionenökonomik und internationale Rechnungslegungsordnungen, Tübingen 2002.

WÜSTEMANN, JENS: Normdurchsetzung in der deutschen Rechnungslegung – Enforcement nach dem Vorbild der USA?, in: BB, 57. Jg. (2002), S. 718 – 725.

#### **URTEILE**

BFH-Beschluss vom 26.5.1993 – X R 72/90, BFHE 171,455, BStBl. II 1993, 855, 855.

BFH-Beschluss vom 23.6.1997 GrS 2/93, BFHE 183,189, BStBl II 1997,735.

Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988).

Blackie v. Barrack, 524 F.2d, 891 (9<sup>th</sup> Cir. 1975).

Cammer v. Bloom, 711 F. Supp. 1264 (D.N.J. 1989).

Gerstle v. Gamble-Skogmo, Inc. 478 F.2d 1281 (2d Cir. 1973).

Greenapple v. Detroit Edison Co., 618 F.2d 198 (1980).



In re Apple Computers Securities Litigation, 886 F.2d 1109 (U.S. App. 1989).

J. I. Case & Co. v. Borak, 377, U.S. 426 (1964).

John Hopkins University v. Hutton, 422 F.2d 1124 (CA4 1970).

LTV Securities Litigation 88 F.R.D. 134, 144 (N.D. Tex. 1980).

Otis & Co. v. SEC, 106 F.2d 579 (6th Cir. 1939).

Petition of Kinsman Transit Company, 338 F.2d 708 (U.S. App. 1964).

Richard v. Crandall, 262 F. Suppl. 538 (S.D.N.Y. 1967).

TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U. S. 438 (1976).

**SONDERFORSCHUNGSBereich 504 WORKING PAPER SERIES**

Nr.	Author	Title
04-35	Christina Reifschneider	Behavioral Law and Economics: Überlegungen zu den Konsequenzen moderner Rationalitätskonzepte für die Gestaltung informationellen Kapitalmarktrechts
04-34	Siegfried K. Berninghaus Karl-Martin Ehrhart Marion Ott Bodo Vogt	Searching for "Stars" – Recent Experimental Results on Network Formation
04-33	Christopher Koch	Haftungserleichterungen bei der Offenlegung von Zukunftsinformationen in den USA
04-32	Oliver Kirchkamp J. Philipp Reiß	The overbidding-myth and the underbidding-bias in first-price auctions
04-31	Alexander Ludwig Alexander Zimmer	Investment Behavior under Ambiguity: The Case of Pessimistic Decision Makers
04-30	Volker Stocké	Attitudes Toward Surveys, Attitude Accessibility and the Effect on Respondents' Susceptibility to Nonresponse
04-29	Alexander Ludwig	Improving Tatonnement Methods for Solving Heterogeneous Agent Models
04-28	Marc Oliver Rieger Mei Wang	Cumulative Prospect Theory and the St.Petersburg Paradox
04-27	Michele Bernasconi Oliver Kirchkamp Paolo Paruolo	Do fiscal variables affect fiscal expectations? Experiments with real world and lab data
04-26	Daniel Schunk Cornelia Betsch	Explaining heterogeneity in utility functions by individual differences in preferred decision modes
04-25	Martin Weber Jens Wuestemann	Bedeutung des Börsenkurses im Rahmen der Unternehmensbewertung
04-24	Hannah Hörisch	Does foreign aid delay stabilization

**SONDERFORSCHUNGSBereich 504 WORKING PAPER SERIES**

Nr.	Author	Title
04-23	Daniel Schunk Joachim Winter	The Relationship Between Risk Attitudes and Heuristics in Search Tasks: A Laboratory Experiment
04-22	Martin Hellwig	Risk Aversion in the Small and in the Large When Outcomes Are Multidimensional
04-21	Oliver Kirchkamp Eva Poen J. Philipp Reiß	Bidding with Outside Options
04-20	Jens Wüstemann	Evaluation and Response to Risk in International Accounting and Audit Systems: Framework and German Experiences
04-19	Cornelia Betsch	Präferenz für Intuition und Deliberation (PID): Inventar zur Erfassung von affekt- und kognitionsbasiertem Entscheiden
04-18	Alexander Zimmer	Dominance-Solvable Lattice Games
04-17	Volker Stocké Birgit Becker	DETERMINANTEN UND KONSEQUENZEN DER UMFORAGEINSTELLUNG. Bewertungsdimensionen unterschiedlicher Umfragesponsoren und die Antwortbereitschaft der Befragten
04-16	Volker Stocké Christian Hunkler	Die angemessene Erfassung der Stärke und Richtung von Anreizen durch soziale Erwünschtheit
04-15	Elena Carletti Vittoria Cerasi Sonja Daltung	Multiple-bank lending: diversification and free-riding in monitoring
04-14	Volker Stocké	The Interdependence of Determinants for the Strength and Direction of Social Desirability Bias in Racial Attitude Surveys
04-13	Mei Wang Paul Fischbeck	Evaluating Lotteries, Risks, and Risk-mitigation Programs – A Comparison of China and the United States

**SONDERFORSCHUNGSBereich 504 WORKING PAPER SERIES**

Nr.	Author	Title
04-12	Alexander Ludwig Torsten Sløk	The relationship between stock prices, house prices and consumption in OECD countries
04-11	Jens Wüstemann	Disclosure Regimes and Corporate Governance
04-10	Peter Albrecht Timo Klett	Referenzpunktbezogene risikoadjustierte Performancemaße: Theoretische Grundlagen
04-09	Alexander Klos	The Investment Horizon and Dynamic Asset Allocation - Some Experimental Evidence
04-08	Peter Albrecht Cemil Kantar Yanying Xiao	Mean Reversion-Effekte auf dem deutschen Aktienmarkt: Statistische Analysen der Entwicklung des DAX-KGV
04-07	Geschäftsstelle	Jahresbericht 2003
04-06	Oliver Kirchkamp	Why are Stabilisations delayed - an experiment with an application to all pay auctions
04-05	Karl-Martin Ehrhart Marion Ott	Auctions, Information, and New Technologies
04-04	Alexander Zimmer	On the Existence of Strategic Solutions for Games with Security- and Potential Level Players
04-03	Alexander Zimmer	A Note on the Equivalence of Rationalizability Concepts in Generalized Nice Games
04-02	Martin Hellwig	The Provision and Pricing of Excludable Public Goods: Ramsey-Boiteux Pricing versus Bundling
04-01	Alexander Klos Martin Weber	Portfolio Choice in the Presence of Nontradeable Income: An Experimental Analysis
03-39	Eric Igou Herbert Bless	More Thought - More Framing Effects? Framing Effects As a Function of Elaboration
03-38	Siegfried K. Berninghaus Werner Gueth Annette Kirstein	Trading Goods versus Sharing Money - An Experiment Testing Whether Fairness and Efficiency are Frame Dependent

**SONDERFORSCHUNGSBereich 504 WORKING PAPER SERIES**

Nr.	Author	Title
03-37	Franz Urban Pappi Thomas Gschwend	Partei- und Koalitionspräferenzen der Wähler bei der Bundestagswahl 1998 und 2002
03-36	Martin Hellwig	A Utilitarian Approach to the Provision and Pricing of Excludable Public Goods
03-35	Daniel Schunk	The Pennsylvania Reemployment Bonus Experiments: How a survival model helps in the analysis of the data
03-34	Volker Stocké Bettina Langfeldt	Umfrageeinstellung und Umfrageerfahrung. Die relative Bedeutung unterschiedlicher Aspekte der Interviewerfahrung für die generalisierte Umfrageeinstellung
03-33	Volker Stocké	Measuring Information Accessibility and Predicting Response-Effects: The Validity of Response-Certainties and Response-Latencies
03-32	Siegfried K. Berninghaus Christian Korth Stefan Napel	Reciprocity - an indirect evolutionary analysis
03-31	Peter Albrecht Cemil Kantar	Random Walk oder Mean Reversion? Eine statistische Analyse des Kurs/Gewinn-Verhältnisses für den deutschen Aktienmarkt
03-30	Jürgen Eichberger David Kelsey Burkhard Schipper	Ambiguity and Social Interaction
03-29	Ulrich Schmidt Alexander Zimmer	Security And Potential Level Preferences With Thresholds
03-28	Alexander Zimmer	Uniqueness Conditions for Point-Rationalizable Solutions of Games with Metrizable Strategy Sets
03-27	Jürgen Eichberger David Kelsey	Sequential Two-Player Games with Ambiguity
03-26	Alain Chateauneuf Jürgen Eichberger Simon Grant	A Simple Axiomatization and Constructive Representation Proof for Choquet Expected Utility