



SONDERFORSCHUNGSBEREICH 504

Rationalitätskonzepte,
Entscheidungsverhalten und
ökonomische Modellierung

No. 04-33

Haftungserleichterungen bei der Offenlegung von Zukunftsinformationen in den USA

Christopher Koch*

August 2004

Financial support from the Deutsche Forschungsgemeinschaft, SFB 504, at the University of Mannheim, is gratefully acknowledged. I thank Christina Reifschneider for helpful comments on earlier drafts of this paper.

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



Universität Mannheim
L 13,15
68131 Mannheim

Haftungserleichterungen bei Zukunftsinformationen

Inhaltsverzeichnis	I
1. Bedeutung und Umfang von Zukunftsinformationen	1
<i>1.1. Bedeutung</i>	1
<i>1.2. Umfang</i>	1
2. Haftungsproblematik	1
<i>2.1. Anspruchsgrundlagen</i>	1
<i>2.2. Schutzmöglichkeiten</i>	2
3. Die corporate puffery defense	4
<i>3.1. Anwendungsbereich und zugrundeliegendes Konzept</i>	4
<i>3.2. Problembereiche</i>	4
4. Die bespeaks caution-Doktrin	5
<i>4.1. Anwendungsbereich</i>	5
<i>4.2. Zugrundeliegendes Konzept</i>	5
<i>4.3. Konkretisierung von „cautionary language“</i>	6
<i>4.3.1. Umfang von „cautionary language“</i>	6
<i>4.3.2. Weitere Faktoren für „cautionary language“</i>	7
<i>4.4. Würdigung</i>	8
5. Die truth-on-the-market-Doktrin	10
<i>5.1. Zugrundeliegendes Konzept</i>	10
<i>5.2. Konkretisierung</i>	10
<i>5.3. Würdigung</i>	10
Literaturverzeichnis	II
Anhang: Urteilsdatenbank	

Haftungserleichterungen bei Zukunftsinformationen

1. Bedeutung und Umfang von Zukunftsinformationen

1.1 Bedeutung

Zum Treffen von Investmententscheidungen sind Informationen über die Zukunft von besonderer Nützlichkeit, da die Höhe und die Qualität zukünftiger Zahlungsüberschüsse den Unternehmenswert bestimmen. Dabei können die Manager der Unternehmen meist selbst am besten die Zukunftsentwicklung abschätzen,¹ weshalb eine Verpflichtung zur Gewährung von Zukunftsinformationen durch das Unternehmen sinnvoll erscheint. Dafür spricht auch, dass dadurch die Gefahr des Entstehens von Insidern durch informelle Informationsgewährung z.B. gegenüber Analysten verringert wird.²

Bis 1973 war allerdings die Veröffentlichung von Informationen über die Zukunft nach den Vorschriften der SEC untersagt, da sie „*inherent misleading*“ seien und „*traps for the unsophisticated*“ darstellen würden.³ Seitdem ermutigt die SEC jedoch zur Veröffentlichung von Zukunftsinformationen.

1.2 Umfang

Die grundsätzlich freiwillige Gewährung von Zukunftsinformationen kann jedoch Informationspflichten nach sich ziehen. So dürfen nicht nur ausgewählte Aspekte der Zukunft veröffentlicht werden. Stattdessen sollte ein ausgeglichenes Gesamtbild abgegeben werden, da ansonsten die Information *misleading* sein könnte.⁴ Außerdem können Pflichten zur Aktualisierung von früher gewährten Zukunftsinformationen bestehen (*duty to update, duty to correct*).⁵ Daneben bestehen Pflichten zur „indirekten“ Gewährung von Zukunftsinformationen. Im Rahmen der MD&A ist vorgeschrieben über „*presently known data which will impact upon future operating results*“ zu berichten.⁶ Es ist also darzustellen, welche zukünftigen Trends sich auf Grund heute bekannter Tatsachen ergeben. Außerdem sind der Bilanz Annahmen der Zukunft inhärent. Man betrachte z. B. die Definition von *assets* (erwarteter zukünftiger Zahlungsüberschuss) oder die Bewertung zum *DCF-Value*.

2. Haftungsproblematik

2.1 Anspruchsgrundlagen

Auch die freiwillige Gewährung von Zukunftsinformationen kann jedoch Haftungskonsequenzen haben. Die wichtigsten Anspruchsgrundlagen sind dabei *section*

¹ Vgl. Kripke 1970, S. 1151; Basi 1976, S. 252 („*There is reasonable evidence that company forecasts were better than analysts' forecasts.*“)

² Vgl. Kripke 1970.

³ Vgl. Fed Sec L Rep P74,603. Zu der Problematik von Zukunftsinformationen – relevant aber unzuverlässig – vgl. Lurvey 1995, S. 579-582. Zur Geschichte der SEC und der Entwicklung der Veröffentlichung von Zukunftsinformationen vgl. z.B. Booze 1999.

⁴ Nur vorteilhafte Daten zu präsentieren kann aber *misleading* sein. Vgl. SAR No. 5992, 6084. Es wird empfohlen auch die *underlying assumptions* zu veröffentlichen, vgl. SAR 6084 und Isquith v. Middle S. Utils.

⁵ Vgl. Porter 2000, S. 2199. Vgl. Prentice 1999, n. 78.

⁶ Vgl. *instruction 7* zu *item 303(a)*.

11 und 12-2 des *Securities Act* von 1933 und *section 10b-5* und *14a-9* des *Securities Exchange Act* von 1934.⁷ Grundsätzlich kann man sagen, dass zum Eintreten von Haftungskonsequenzen folgende Voraussetzungen kumulativ erfüllt sein müssen: (1) *materiality* (2) *misleading* (3) *damage* (4) *reliance*. Darüber hinaus muss bei Klagen nach dem *Act* von 1934 *scienter*⁸ vorliegen, nach dem *Act* von 1933 ist *negligence*⁹ ausreichend.

2.2 *Schutzmöglichkeiten*

Da Prognosen eine hohe Unsicherheit ihres künftigen Eintretens inhärent ist, sind sie besonders anfällig für Klagen.¹⁰ Um Unternehmen vor kostenintensiven Klagen zu schützen¹¹ und um die freiwillige Gewährung von Zukunftsinformationen zu fördern, haben die SEC und Gerichte verschiedene *safe harbor rules* geschaffen. Sind die Voraussetzungen für diese Regeln erfüllt, so ist die Klage ohne nähere Untersuchung abzuweisen.¹²

a) *safe harbor rule 175* des *Acts* von 1933 und *safe harbor rule 3b-5* des *Acts* von 1934
Bevor die Voraussetzungen des 10b-5 der anderen Anspruchsgrundlagen geprüft werden, muss der Kläger zuerst beweisen,¹³ dass die *safe harbor rules* nicht anwendbar ist. Dazu muss er zeigen, dass die Dokumente nicht *in good faith* und auf einer *reasonable basis* veröffentlicht wurden.¹⁴ Die *safe harbor rules* der *Acts* sind allerdings nur auf Aussagen anwendbar, die in einem bei der SEC eingereichten Dokument gemacht oder bestätigt wurden. Aufgrund dieser Einschränkung und der Unbestimmtheit der Voraussetzungen *good faith* und *reasonable basis* wurde diese *safe harbor* Vorschriften nur wenig von Gerichten benutzt.¹⁵

b) *case law doctrins*

⁷ *Section 11* des *Acts* von 1933:

- *containing an untrue statement of a material fact or omitting a material fact necessary to make the registration statement not misleading / to any person acquiring the registered security / for damages arising from the untrue statement or omission*

Section 12(2) des *Acts* von 1933

- *persons offering or selling securities whether registered or not, pursuant to false or misleading prospectuses are liable to purchases for the consideration paid less income received*

Section 10b-5 des *Acts* von 1934

- *a misstatement or omission of a material fact made with scienter on which the plaintiff relied that proximately caused the damage* (Zu den Vss. vgl. *Krim v. BankTexas Group, Huddleston v. Herman & MacLean*)

Section 14a-9 des *Acts* von 1934

- *any information which "is false or misleading with respect to any material fact, or which omits to state any material fact necessary in order to make the statements therein not false or misleading"*

⁸ Entspricht in etwa Vorsatz im deutschen Recht, allerdings erfolgt die Auslegung durch amerikanische Gerichte recht uneinheitlich.

⁹ Entspricht in etwa Fahrlässigkeit im deutschen Recht.

¹⁰ Die Gerichte sprechen von einer „whipsaw“: Ist die Prognose zu optimistisch, besteht die Gefahr der Klage durch die Aktienbesitzer; ist die Prognose zu pessimistisch könnten Leerverkäufer klagen. Vgl. Urteil *Parnes vs. Gateway 2000*, S. 547. Vgl. Olson 1996.

¹¹ Vgl. Booze 1999, S. 395 zum Ausmaß der Klageflut in den USA.

¹² Vgl. Langevoort 1994, S. 481.

¹³ Die Beweispflicht hat der Kläger. Vgl. SAR 6084.

¹⁴ Dabei wird nicht zwischen Klagen auf die Anspruchsgrundlagen nach der *Acts* von 1933 und der *Acts* von 1934 gemacht, obwohl nur die *Acts* von 1934 *scienter* als Voraussetzung haben.

¹⁵ Vgl. Lurvey 1995, S. 585f mit Verweis auf o.V. 1993. Vgl. auch Booze 1999, S. 498.

Stattdessen haben die Gerichte verschiedene Doktrinen entwickelt. Die wichtigsten hierbei sind die *corporate puffery defense*, die *bespeaks caution* und die *truth-on-the-market*-Doktrin. Sie beziehen sich auf jegliche Form von veröffentlichten Zukunftsinformationen und stellen eine Art Vorabuntersuchung dar, ob die veröffentlichten Informationen *material* und *reliable* sind.

Die *corporate puffery defense* ist dabei auf Informationen anwendbar, die so unbestimmt sind, dass sie für sich genommen bereits *immaterial* und *unreliable* sind.¹⁶

Bei der *bespeaks caution*-Doktrin und der *truth-on-the-market*-Doktrin wird geprüft, ob Informationen bei Betrachtung des *total mix of information* als *immaterial* und *unreliable* einzustufen sind. Bei der *bespeaks caution*-Doktrin wird die Information dabei als *immaterial* eingestuft, wenn sie von sehr vorsichtigen Formulierungen begleitet wird, bzw. wenn bestimmte Risikofaktoren beschrieben werden. Nach der *truth-on-the-market*-Doktrin dagegen wird Information als *immaterial* und *unreliable* eingestuft, wenn der Markt bereits durch andere Informationsquellen über die tatsächlichen Verhältnisse informiert war, bspw. durch frühere Veröffentlichungen des Unternehmens, Veröffentlichungen von Konkurrenzunternehmen oder Analystenkommentaren.

c) *Private Security Litigation Reform Act* von 1995 (*PSLRA*)

Der *Act* von 1995 vereint Elemente der *safe harbor rules* der *Acts* von 1933 und 1934 mit den *case law*-Doktrinen. Es schließt die Haftung aus, wenn eine von drei Voraussetzungen gegeben ist:

(A) *the forward-looking statement is –*

(i) *identified as a forward-looking statement, and is accompanied by meaningful cautionary statements*

or (ii) *immaterial*

(B) *is made in good faith and on a reasonable basis.*

Die Doktrinen spielen damit weiterhin eine wichtige Rolle bei der Auslegung der Voraussetzungen. Sie sind aber auch weiterhin eigenständig anwendbar.¹⁷

Die erste Voraussetzung (A)(i) kodifiziert weitgehend die *bespeaks caution*-Doktrin. Der Anwendungsbereich der gesetzlichen *safe harbors rules* ist aber im Vergleich zur *bespeaks caution*-Doktrin eingeschränkter: Erstens ist der gesetzliche *safe harbor* in einigen Fällen generell nicht anwendbar, z.B. wenn Unternehmen in der Vergangenheit Betrug begangen haben. Zweitens wäre nur bei der *bespeaks caution*-Doktrin die *materiality* von Bedeutung. Drittens könnte das geforderte Maß an *cautionary language* des *PSLRA* von dem *case law* abweichen. Und viertens setzt der gesetzliche *safe harbor* eindeutig nicht *good faith* voraus, bei der *bespeaks caution*-Doktrin ist dies strittiger.¹⁸

Die zweite Voraussetzung (A)(ii) hat Überschneidungen mit der *Corporate Puffery Defense*.¹⁹

¹⁶ Kritik an der *corporate puffery defense* wird von Loss & Seligmann geäußert: „*the puffing concept in the securities context has all but gone the way of the dodo.*“ (zitiert nach O’Hare 1998). Dagegen spricht O’Hare von einer Auferstehung dieser Doktrin. Vgl. O’Hare 1998.

¹⁷ Der *PSLRA* sollte die *bespeaks caution*-Doktrin nicht ersetzen. Vgl. Maurelli 1998, S. 1094.

¹⁸ Vgl. hierzu O’Hare 1997, S. 641f m.w.Nw. Vgl. zum unterschiedlichen Anwendungsbereich von *bespeaks caution* und dem *PSLRA* Maurelli 1998, S. 1102.

¹⁹ Vgl. Roussel 1998, S. 1081-1083.

3. Die corporate puffery defense

3.1 Anwendungsbereich und zugrundeliegendes Konzept

Unspezifische Informationen, die nur aus allgemeinem Versprühen von Optimismus bestehen wäre reines *puffing*. Solche Informationen wären daher *immaterial* und *unreliable*.²⁰ Dies wird damit begründet, dass der Investor einen gewissen Grad von Puffing erwarten würde.²¹ Weitere Definition: „*the sort of soft, puffing statements, incapable of objective verification, that courts routinely dismiss as vague statements of corporate optimism*“.²² Dies entspricht in etwa dem *vagueness standard* in der Arbeit von Roussel.²³

Teilweise wird *puffing* solange angenommen, wie keine „*guarantee*“ gewährt wird.²⁴ Dies würde aber wohl zu weit gehen. So lehnt Roussel diesen, wie er ihn bezeichnet, *guarantee standard* ab.²⁵ Allerdings kann man auch die Nicht-Gewährung von Garantien als Nicht-Gewährung spezifischer, detaillierter Informationen interpretieren, womit diese Definition in Einklang mit den anderen oben genannten Definitionen stehen würde.²⁶

3.2 Problembereiche

Unklar ist, wer als Maßstab zur Überprüfung von *puffing* herangezogen wird: der *professional investor* oder der *reasonable investor*; in Gerichtsurteilen werden beide Positionen vertreten.²⁷

Da unter Umständen auch Informationen eine Kurswirkung auslösen können, die nach der Gerichtsdefinition *puffing* darstellen, wird teilweise gefordert, nicht nur die Sprache zu betrachten, sondern den wahrscheinlichen Effekt. Deshalb sei der gesamte Kontext zu betrachten,²⁸ was dem *contextual standard* nach der Definition von Roussel entsprechen würde.²⁹ So sei nach Roussel mit Verweis auf die *fraud-on-the-market theory* vor allem entscheidend, ob die Information kursrelevant war.^{30 31}

²⁰ Vgl. In *Cooke v. Manufactured Homes* (Eine Prognose künftigen Wachstums würde erst durch die Mitteilung spezifischerer Daten *material*: hier *repurchase of shares and negations with an insurance company to act as a guarantor on its loans*); Vgl. *Cohen v. Prudential Bache Sec. und Newman v. L.F. Rothschild* (*inclusion of specific percentage precluded a finding of puffery*).

²¹ Vgl. *Eisenstadt v. Centel Corp.*

²² Vgl. *Grossman v. Novell*, S. 1121f.

²³ Vgl. Roussel 1998, S. 1056-1060 mit entsprechenden Urteilen.

²⁴ Vgl. *San Leandro Emergency Medical Group Profit Sharing Plan v. Philip Morris Co.*

²⁵ Vgl. Roussel 1998, S. 1061-1063.

²⁶ Vgl. *Hillson PartnersLtd Partnership v. Adage*: damit eine Garantie vorliegt, müssen Vorhersagen genaue Dollarwerte enthalten.

²⁷ Im Urteil *Raab v. General Physics* wird mit Bezug auf die FoM-Theorie der *professional investor* als Referenzmaßstab genommen. So würde sich der *professional investor*, der Kurse bewegt, von unspezifischen optimistischen Zukunftsaussagen nicht beeinflussen lassen. Vgl. zu *materiality* und *fom*: Newman 1995: Danach sei die Ausrichtung am *professional investor* im Rahmen der FoM-Theorie sinnvoll. Allerdings richten sich trotzdem viele Gerichte weiter nach dem *reasonable investor* aus. Vgl. Roussel 1998, n. 142f.

²⁸ Vgl. *Shaw v. Digital Equipment*.

²⁹ Vgl. Roussel 1998, S. 1063-1066.

³⁰ Zur Diskussion *fraud-on-the-market* und *corporate puffery defense* vgl. Roussel 1998, S. 1075-1081.

³¹ Diese Problematik gilt auch für die übrigen *case law*-Doktrinen, daher wird auf diese Problematik im Zusammenhang mit der *bespeaks caution*-Doktrin ausführlicher eingegangen. Vgl. dazu auch Langevoort 1994.

Eine ausführliche Darstellung der Geschichte, der jüngsten Auferstehung der Doktrin und ihrer Probleme findet sich bei O'Hare 1998.

4. Die bespeaks caution-Doktrin

4.1 Anwendungsbereich

Die *bespeaks caution*-Doktrin ist grundsätzlich anwendbar auf jegliche *forward-looking statements*.³² Hierunter fallen aber nicht implizite Zukunftsannahmen, die bei der Aufstellung von Bilanzen getroffen werden. Eine Ausdehnung auch auf diese Informationen und auf alle anderen Information, die ihrer Natur nach spekulativ sind, fordert Langevoort.³³

Die Doktrin ist sowohl anwendbar auf Fälle von *material misstatements* als auch auf *omissions*.³⁴ Ebenfalls macht es keinen Unterschied, ob es um Fälle des *Securities Act* oder des *Securities Exchange Act* geht. Es gäbe auch keinen logischen Grund hier eine Abgrenzung zu ziehen. Man könnte höchstens berücksichtigen, dass bei Neuemissionen der Investor weniger Vertrauen entgegenbringt, da diese Unternehmen noch keine Reputation am Markt aufbauen konnten.³⁵

Die *bespeaks caution*-Doktrin kommt dann nicht zur Anwendung, wenn ein Fall von reinem *puffing* vorliegt. Hier greift die *corporate puffery defense*-Doktrin.

4.2 Zugrundeliegendes Konzept

Gerichte begründen die Anwendung der Doktrin teilweise über die Voraussetzung der *materiality*, teilweise über die der *reliance*, teilweise ohne klare Trennung beider Kriterien.

In den meisten Fällen wird argumentiert, dass eine Zukunftsaussage durch die Vermittlung zusätzlicher abschwächender Informationen, wie z.B. durch die Darstellung von Risikofaktoren, *immaterial* wird. Gerichte verwenden dabei häufig folgende Definitionen: "*bespeaks caution*" is essentially shorthand for the well-established principle that a statement or omission must be considered in context, so that accompanying statements may render it immaterial as a matter of law."³⁶ oder "an accompanying statement may neutralize the effect of a misleading statement"³⁷. Eine häufig verwendete Definition von *materiality* lautet hierbei wie folgt: "...a reasonable investor considers the total mix of information available. When the total mix of information is not significantly altered, the information is immaterial."³⁸

³² Vgl. Lurvey 1995 mit Verweis auf Friedman v. Arizona World Nurseries Ltd. Partnership. Vgl. zur Definition von *forward-looking statements* nach SEC-Recht Roussel 1998, n. 1; Hiler 1987, Booze 1990, S. 501 m.w.Nw.

³³ Vgl. Langevoort 1994.

³⁴ Vgl. In re Donald J. Trump.

³⁵ Vgl. Langevoort 1994.

³⁶ Vgl. In re Donald J. Trump, S. 364.

³⁷ Vgl. In re Donald J. Trump, S. 371. Für weitere Definitionen vgl. Booze 1999, S. 501

³⁸ Vgl. Basic v. Levinson. "Considering only a single fact is over- or underinclusive"

Teilweise wird auch angeführt, dass Informationen durch Verwendung von vorsichtiger Sprache *unreliable* werden.³⁹ Gegen eine alleinige Begründung über die *reliance* spricht aber, dass *reliance* keine Voraussetzung für Klagen nach *section 11* und *12(2)* des *Acts* von 1933 ist, die *bespeaks caution*-Doktrin aber auch für diese Fälle angewendet wird.⁴⁰

Zudem kann bei Anerkennung der FoM-Theorie die Untersuchung, ob eine Information *reliable* ist, nur Hilfsmaßstab für die Untersuchung der *materiality* sein.⁴¹ So können nur Informationen, die Investoren als *reliable* einschätzen, auch Kurswirkung haben und damit *material* werden.

In einigen Fällen wird auch ausgesagt, dass *statements, that bespoken caution*, insgesamt nicht als *misleading* gelten können: „To determine falsity, the court stated that it must look at ‘whether the prediction suggested reliability, bespoken caution, was made in good faith, or had a sound factual or historical basis.’“⁴²

Langevoort unterteilt nach Gerichten, die *bespeaks caution* anwenden mit der Begründung, dass Prognosen in diesen Fällen nicht *misleading* sind und solchen, die die Anwendung begründen mit fehlender *reliability*. Dies könne man, so Langevoort, zusammenfassend als Untersuchung der *materiality* ansehen.⁴³ O’Hare trennt diese drei Begründung und unterscheidet somit (1) *misleading* (2) *reliance* und (3) *materiality* – Fälle.⁴⁴

4.3 Konkretisierung von „cautionary language“

4.3.1 Umfang von „cautionary language“

Kritisch ist insbesondere, ab wann eine Information ausreichend *cautionary* ist, um die Prognose *immaterial* werden zu lassen. Das PSLRA führt dazu aus, dass eine Information „in a meaningful way“ *cautionary* sein muss.

Reine *boilerplate* – Warnungen, wie z.B. die Aussage „[t]here is no insurance that actual events will correspond“ sind nach Meinung vieler Gerichte unzureichend,⁴⁵ werden aber von manchen Gerichten als ausreichend betrachtet.⁴⁶

Viele Gerichte fordern hingegen eine spezifischere Darstellung verschiedener Risikofaktoren.⁴⁷ Diese müssten „*substantive and tailored to the specific future projections*“⁴⁸ sein. Daher wäre auch eine „*case-by-case*“ Betrachtung notwendig.⁴⁹ Dazu als Beispiel der Fall *Romani v. Shearson*: Hierin erstellte ein Pferdezuchtbetrieb

³⁹ Vgl. *Sable v. Southmark/Envicon Capital Corp.*; *Porter v. Shearson Lehman Bros.* (zit. nach Lurvey 1995 n.53). Vgl. auch Brill 1998, n.59 und Langevoort 1994, n.41.

⁴⁰ Vgl. Roussel 1998 mit einer Darstellung einer Vielzahl von Urteilen.

⁴¹ Vgl. *Kline v. First Wester Gov’t Sec. (holding that distinction between materiality and reliance makes no difference here.)* (zit. nach Lurvey 1995 n.52).

⁴² Vgl. O’Hare 1997, S. 632, der *Sinay v. Lamson & Sessions Co.* zitiert.

⁴³ Vgl. Langevoort 1994.

⁴⁴ Vgl. O’Hare 1997, S. 630-638 mit Darstellung verschiedener Gerichtsentscheidungen.

⁴⁵ Vgl. bspw. In re *Donald J. Trump*, S. 371. Vgl. auch *Booze* 1999, S. 501 m.w.Nw.

⁴⁶ Vgl. Langevoort 1994 (mit Zitierung des hier zitierten Urteils).

⁴⁷ Vgl. *Whirlpool Fin. Corp. v. GN Holdings*; In re *Marion Merrell Dow Inc. Sec. Lit (cautionary language must be specific enough)*. Vgl. *Rubinstein v. Collins*, 168 (*generalized warnings in conjunction with very specific predictions is not enough*).

⁴⁸ Vgl. In Re *Donald J. Trump*, S. 371.

⁴⁹ Vgl. In Re *Donald J. Trump*, S. 371 mit Verweis auf *Flynn v. Bass Bros. Enters.*

die Prognose auf Basis von (sehr positiven) Vergangenheitsdaten, obwohl die Pferdeindustrie am Rand der Rezession stand. Als die wirkliche Entwicklung schlechter ausfiel als prognostiziert, wurde Klage eingereicht. Diese wurde aber abgewiesen, mit der Begründung, dass an vielen Stellen des Prospekts Risikofaktoren dargestellt wurden. So führte das Gericht im Urteil aus: *“.. detailed a number of specific problems facing the standardbred industry, including overbreeding, declining attendance at races and an average decline in yearling prices. .. The offering materials are replete with statements .. emphasizing the high risks associated with Lana Lobell II and that there can be no assurance that the investment objectives of the Partnership will be attained.”*

Als weitest gehende Forderung wird die Darstellung von der Prognose zu Grunde liegenden Annahmen gefordert. Allerdings ist auch wenn diese Angaben gemacht werden immer noch zu beachten, dass *“not every mixture with the true will neutralize the deceptive. If it would take a financial analyst to spot the tension between the one and the other, whatever is misleading will remain materially so, and liability should follow.”*⁵⁰ Hier zeigt sich der fließende Übergang zur *truth-on-the-market*-Doktrin, wobei hier erforderlich ist, dass die *truth* von Firmenseite aus verbreitet wurde, um Haftungserleichterung zu erlangen. So brauchen auch Faktoren, die dem Markt bekannt sind, wie branchen- oder gesamtwirtschaftliche Faktoren, nicht erneut von dem Unternehmen veröffentlicht werden.

4.3.2 Weitere Faktoren für „cautionary language“

Nicht entscheidend dagegen ist, an welcher Stelle die *cautionary* Bemerkungen gemacht werden. So ist es nicht nötig, dass sie im gleichen Prospekt gemacht werden. Sie können auch auf anderem Wege gemacht werden. Begründet wird dies damit, dass der *„total mix of information“* entscheidend ist für die Frage, ob *cautionary language* vorliegt.⁵¹

Allerdings hat die Form der Informationsvermittlung eine gewisse Bedeutung: So gelten mündlich abgegebene Prognosen als weniger glaubwürdig. Allerdings ist auch hier nach Meinung einiger Gericht nötig, dass deutlich gemacht wird, dass es sich um Prognosen handelt. Liegen neben verschiedenen mündlichen Aussagen auch schriftliche Unterlagen vor die Risikofaktoren besprechen, so können diese die mündliche Aussage relativ schnell *immaterial* werden lassen.⁵²

Bedeutend ist auch die Frage, wer als Maßstab genommen wird zur Beurteilung, ob *caution* *„in a meaningful way“* besprochen wurde. Hier wird wohl der *reasonable investor* und nicht der *professional investor* als Maßstab genommen, da nur für diesen die teilweise von Gerichten geforderte Identifikation der Meldung als Prognose und die Nennung von grundsätzlichen Risikofaktoren eine Zusatzinformation darstellen dürfte. So wird auch bei der Untersuchung der *materiality* im Fall *„In re Donald J. Trump“* der *reasonable investor* genommen.⁵³

Strittig ist, ob der Umfang der *cautionary language* abhängig davon ist, ob die Prognose *in good faith* und *on a reasonable basis* gemacht wurde. Ausführlich setzt sich O’Hare

⁵⁰ Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg, S. 1097.

⁵¹ Vgl. Grossman v. Novell, Inc., S. 1122.

⁵² Vgl. Grossman v. Novell, Inc.

⁵³ Vgl. In re Donald J. Trump, S. 369 (Hierbei verweist das Gericht auf das Urteil im Fall TSC Industries v. Northway Inc).

damit auseinander.⁵⁴ Nach ihr folgt aus der Begründung der *bespeaks caution*-Doktrin, dass *good faith* keine Voraussetzung ist. So seien die *materiality* and die *reliance* vorweg und separat von *good faith* zu prüfen und der *safe harbor* würde schon gewährt werden, wenn einer von beiden Faktoren nicht vorliegt. Auch die Gerichte sähen dies im Allgemeinen so. Hinzu kommt, dass es eine in *bad faith* gemachte Aussage meist nicht in den Anwendungsbereich der *bespeaks caution*-Doktrin fällt, da es sich in diesen Fällen meist nicht um *forward-looking statements* im eigentlichen Sinn handelt. Schließlich muss die Meldung, damit *bad faith* vorliegt, auf bereits bekannten Tatsachen beruhen, die in Form einer Prognose falsch wieder gegeben werden.⁵⁵

4.4 Würdigung

Bei den *safe harbor*-Vorschriften wird teilweise auf *fom*-Ideen zurückgegriffen und teilweise nicht. Dies kann zu Inkonsistenzen führen.

So werden bei der Begründung der *bespeaks caution*-Doktrin Gedanken aus der *fom*-Theorie verwendet. Beispielsweise wird gefordert den *total mix of information* zu berücksichtigen mit der Begründung, dass im Marktpreis alle öffentlich verfügbaren Informationen enthalten sind. Auch die teilweise geforderte alleinige Prüfung auf *materiality* und die Betrachtung der *reliance* nur als Unterkriterium der *materiality*, lässt sich nur mit *fom*-Gedanken begründen.

Trotzdem wird dann bei der Prüfung auf *materiality* weniger auf die Kurswirkung der Information abgestellt wie es nach der *fom*-Theorie erforderlich wäre, sondern stattdessen die Form der Informationsgewährung untersucht, insbesondere ob diese in *cautionary language* erfolgte. Bei der Frage, ob die Prognose ausreichend *cautionary* war, wird zudem meist auf den *unsophisticated* bzw. den *reasonable investor* abgestellt: Beispielsweise wird gefordert explizit zu kennzeichnen, wann über Vergangenheitsdaten und wann über Zukunftsschätzungen berichtet wird und Risikofaktoren grundsätzlicher Art darzustellen, die dem *professional investor* meist bekannt sein dürften.⁵⁶ Für den *professional investor*, auf den unter *fom*-Gesichtspunkten abzustellen wäre, da dieser für die Marktpreisbildung größtenteils verantwortlich ist, wäre dagegen höchstens eine Darstellung der der Prognose zu Grunde liegenden spezifischen Annahmen hilfreich. Eine so weit reichende Interpretation von *cautionary language* wird aber, wohl zum Schutz der Unternehmen gegenüber der Konkurrenz, meist nicht gefordert.

Die Folge dieser nur teilweisen Umsetzung von Gedanken aus der *fom*-Theorie bei den *safe harbor*-Vorschriften kann dazu führen, dass es trotz Betrug nach *fom*-Kriterien zu keiner Haftung kommt. So könnten Manager trotz Veröffentlichung zu optimistischer Prognosen den Haftungskonsequenzen durch Verwendung entsprechender *disclaimer* entgehen. Schließlich kann es durchaus sein, dass diese zu optimistischen Prognosen Kurswirkung haben können, auch wenn sie entsprechend der oben dargestellten Kriterien in *cautionary language* erfolgt sind und damit als *immaterial as a matter of law* gelten.⁵⁷

⁵⁴ Vgl. O'Hare 1997.

⁵⁵ Dazu kritisch Campbell 1996, n. 8.

⁵⁶ Vgl. zu *investor sophistication*: Palmiter 1999, n. 207 (mit weiteren Urteilsnachweisen: danach wird meist der *reasonable investor* herangezogen, teilweise aber auch der *sophisticated/professional investor*).

⁵⁷ O'Hare setzt dem jedoch entgegen, dass eine Schädigung der Investoren nicht eintrete, wenn Risikofaktoren so dargestellt werden, dass sich der Investor selbst ein Bild von der Situation machen kann

Auch aufgrund dieser Problematik wird teilweise als weitere Voraussetzung für die *safe harbors* geprüft, ob die Information *in good faith* und *on a reasonable basis* gemacht wurden. Dies würde auch dem ursprünglichen Gedanken des *safe harbors* entsprechen, da dabei direkt auf das Vorliegen von Betrug geprüft werden würde. Dieses weitere Prüfungskriterium ist aber abzulehnen. So hätte diese Prüfung zur Folge, dass eine Unterscheidung zwischen Klagen nach dem Act von 1933 und dem Act von 34 gemacht werden müsste, da ersterer nur *negligence*, zweiterer aber *scienter* voraussetzt. Diese Unterscheidung macht aber praktisch kein Gericht. Auch der *safe harbor* des PSLRA trennt eindeutig die Prüfung von *cautionary language* und *good faith*. Deshalb kann man wohl eine Verbindung zwischen der Prüfung auf *good faith* und *reasonable basis* und der *bespeaks caution*-Doktrin nur insoweit ziehen, dass die Erfordernis Risikofaktoren darzustellen der Dokumentation dient, dass die Prognosen auf einer *reasonable basis* erfolgten.

Gegen eine Prüfung auf *good faith* und *reasonable basis* im Rahmen der Gewährung des *safe harbor* spricht auch, dass diese Voraussetzungen nur wenig greifbar sind und die *safe harbor*-Vorschriften das Ziel der Verhinderung von einer Klageflut nicht erreichen könnten. Als eventuelle Lösung könnte man fordern auch diese *forward-looking statements* vor ihrer Veröffentlichung einer externen Prüfung zu unterziehen, ob sie auf einer *reasonable basis* beruhen und *in good faith* gemacht werden. Die Unternehmen könnten sich dadurch bei ungerechtfertigten Klagen auf diese Prüfung berufen. Eine Prüfung scheint auch vor dem Hintergrund sinnvoll, dass schon heute im Rahmen der Prüfung des Jahresabschlusses implizit Annahmen über die Zukunft geprüft werden müssen. Problematisch könnte aber sein, wie die Prüfung dieser *forward-looking statements* konkret erfolgen soll, was zu einer weiteren Erwartungslücke führen würde und die Haftungsprobleme nur auf die Wirtschaftsprüfer verlagern würde.

Unabhängig davon ergibt sich jedoch bei den *safe harbor rules* folgender Widerspruch: Unternehmen sollen Informationen veröffentlichen, soweit diese entscheidungsnützlich also *material* sind. Einen Haftungsschutz bekommen Unternehmen aber nur dann gewährt, wenn die veröffentlichten Informationen *immaterial* sind, bzw. durch *bespeaks caution*-Hinweise *immaterial* werden.

Nach Langevoort sind zudem unter *behavioral law and economics*-Gesichtspunkten noch folgende Dinge zu beachten: Erstens könnten Richter dazu geneigt sein, vorschnell von *cautionary language* auf fehlende *reliance* und *materiality* zu schließen, da sie von Berufs wegen skeptischer mit Aussagen umgehen. Zweitens hinge die *reliability* und damit in gewissem Umfang auch die *materiality* vorwiegend davon ab, wie verlässlich der Informationsgeber eingeschätzt wird. Hat das Unternehmen somit in der Vergangenheit eine gute Reputation aufgebaut, so vertrauen die Investoren den Informationen unabhängig davon, wie vorsichtig diese auch formuliert sein mögen. Drittens werden Informationen dann als besonders glaubwürdig angesehen, wenn sie sehr spezifisch erfolgen, da diese dann als fundierter erscheinen. Stellt also das Unternehmen ausführlich die verschiedenen Risikofaktoren dar, kann dies sogar dazu führen, dass die Investoren diesen Informationen mehr Vertrauen schenken.⁵⁸

(vgl. O'Hare 1997). Allerdings wird eine so weitgehende Darstellung von Risikofaktoren von den Gerichten meist nicht gefordert.

⁵⁸ Langevoort 1994.

5. Die truth-on-the-market-Doktrin

5.1 Zugrundeliegendes Konzept

Die Begründung ergibt sich unmittelbar aus der *fraud-on-the-market*-Theorie:⁵⁹ Verbreitet ein Unternehmen Fehlinformationen, kennt aber der Markt durch Information aus anderer Quelle die Wahrheit, so wird der Markt der Falschmeldung nicht vertrauen und es wird zu keiner Kursreaktion kommen. Die Information aus anderer Quelle wirkt als Gegengewicht zur Falschmeldung und korrigiert diese.⁶⁰ *Reliance*, *materiality* und *damage* liegen somit nicht vor.

5.2 Konkretisierung

Ob es zu einer Kursreaktion kommt, hängt davon ab, wie verlässlich die Quelle ist, die die Wahrheit verbreitet. Nur wenn der Markt dieser Quelle mehr glaubt als der Falschmeldung des Unternehmens, liegt *reliance* und *materiality* nicht vor. Voraussetzung ist deshalb, dass die Wahrheit „*has been made credibly available to the market by other sources*.“⁶¹ So untersuchen Gerichte auch die „*intensity and credibility*“ der wahren Information.⁶² Teilweise begnügen sich Gerichte allerdings damit, dass die wahre Information überhaupt bekannt ist.⁶³

Auch strittig ist, wer die Beweislast trägt. Teilweise wird sie dem Verteidiger auferlegt, der nachweisen muss, dass die wahre Information für den Kläger erhältlich war und diese die Falschmeldung ausglich, teilweise muss der Kläger nachweisen, dass die wahre Information für ihn nicht erhältlich war.⁶⁴

5.3 Würdigung

Die *truth-on-the-market*-Doktrin (*tom*) ist eine Ausprägung der *fom*-Theorie. Sie stellt aber noch höhere Ansprüche an die Markteffizienz, da es nicht nur ausreicht, dass Falschmeldungen des Unternehmens den Kurs beeinflussen (*fom*), sondern der Markt muss zusätzlich auch vollständig und richtig auf jegliche öffentlich verfügbare Information reagieren.⁶⁵

Mit Hinweis auf den Schutzzweck der *Acts* von 1933 und 1934 wird die Anwendung der *tom*-Theorie teilweise abgelehnt. So habe zum Schutze des *unsophisticated investors*⁶⁶ nach den *Acts* das Unternehmen die Pflicht Informationen zu veröffentlichen. „*It puts the burden of telling the whole truth on the seller*“.⁶⁷ Dies begründet sich auch damit, dass die *Acts* als Reaktion auf die Krise des Marktsystems

⁵⁹ Vgl. *Fine v. American Solar King Corp.*, S. 299.

⁶⁰ Vgl. Carden 1998, S. 889.

⁶¹ Vgl. *In re Apple Computer*, S. 1115.

⁶² Vgl. *In re Apple Computer*, S. 1114f.

⁶³ Vgl. *Roots Partnership v. Lands' End*; Wielgos („*professional investors .. surely deduced what was afoot*“).

⁶⁴ Vgl. dazu Carden 1998, S. 889.

⁶⁵ Vgl. Carden 1998, S. 889; Langevoort 1992 S. 905.

⁶⁶ Vgl. *Lurvey* 1995, S. 585, mit Verweis auf *Pinter v. Dahl*, 486 U.S. 622, 638 (1998).

⁶⁷ Vgl. *Lurvey* 1995.

nach 1929 entstand. Danach kann sich der Investor zu seinem Schutz nicht alleine auf den Marktpreis verlassen, sondern ist auf eine umfassende, für ihn verständliche Berichterstattung durch das Unternehmen angewiesen. Dagegen beruht die *fom*-Theorie auf der Annahme, dass sich der *unsophisticated investor* alleine auf den Marktpreis verlassen kann, da dieser alle öffentlich verfügbaren Informationen widerspiegeln würde. Dies ist somit ein allgemeiner Widerspruch zwischen dem historischen Schutzzweck der *Acts* und der *fom*-Theorie bzw. damit auch der *tom*-Doktrin.

Literaturverzeichnis

Basi, Bart A. et al. [1976]: A Comparison of the Accuracy of Corporate and Security Analysts' Forecasts of Earnings, in: *Acct. Rev.* (1976), S. 244ff.

Booze, Jonathan L. [1999]: A Comparative Analysis of the Application of the Bespeaks Caution Doctrine to Forward-Looking Statements, in: *Kansas L. Rev.* (1999), S. 495ff.

Brill, Jeffrey A. [1998]: The Status of the Duty to Update, in: *Cornell J. L. & Pub. Pol'y*, S. 605ff.

Campbell, Andrew M. [1996]: "Bespeaks Caution" Doctrine under Federal Securities Laws, in: *A.L.R. Fed* (1996).

Cardan, Nathaniel [1998]: Implications of the PSLRA of 1995 for Judicial Presumptions of Market Efficiency, in: *U. Chi. L. Rev.* (1998), S. 879ff.

Hiler, Bruce A. [1987]: The SEC and the Courts' Approach to Disclosure of Earnings Projections, Asset Appraisals, and Other Soft Information: Old Problems, Changing Views, in: *Md. L. Rev.* (1987), S. 1114ff.

Kripke, Homer [1970]: The SEC, the Accountants, Some Myths and Some Realities, in: *N.Y.U.L.Rev.* (1970), S. 1151ff.

Langevoort, Donald C. [1992]: Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited, in: *U. Pa. L. Rev.* (1992), S. 851ff.

Langevoort, Donald C. [1994]: Disclosures that "Bespeak Caution", in: *Bus. Law.* (1994), S. 481ff.

Lurvey, Jonathan B. [1995]: Who is bespeaking to whom? Plaintiff Sophistication, market information, and forward-looking statements, in: *Duke.L.J.* (1995), S. 578ff.

Maurelli, Gian [1998]: Tenth Circuit Survey: Securities, in: *Denv. U.L.R.* (1998), S. 1079.

Newman, Jr. et al. [1995]: Basic Truths: The Implications of the Fraud-on-the-Market Theory for Evaluating the "Misleading" and "Materiality" Elements of Securities Fraud Claims, in: *J. Corp. L.* (1995), S. 571ff.

O'Hare, Jennifer [1997]: Note, Good Faith and the Bespeaks Caution Doctrine: It's not just a state of mind, in: *U. Pitt. L. Rev.* (1997), S. 619ff.

O'Hare, Jennifer [1998]: The Resurrection of the Dodo: The Unfortunate Re-emergence of the Puffery Defense in Private Securities Fraud Actions, in: *Ohio St. L. J.* (1998), S. 1697ff.

Olson, John F. et al. [1996]: Pleading Reform, Plaintiff Qualification and Discovery Stays Under the Reform Act, in: *Bus. Law.* (1996), S. 1101ff.

o.V. [1993]: Liability for Forward-Looking Statements: The Securities and Exchange Commission's Ambiguous Stance, in: Colum. Bus. L. Rev. (1993), S. 221.

Palmiter, Alan R. [1999]: Toward Disclosure Choice in Securities Offerings, in: Colum. Bus L. Rev. (1999), S. 1ff.

Porter, Gregory [2000]: What Did You Know And When Did You Knew It: Public Company Disclosure And The Mythical Duties To Correct And Update, in: Fordham L.Rev. (2000), S. 2199ff.

Prentice, Robert A. et al. [1999]: Corporate Web Site Disclosure and Rule 10b-5: An Empirical Evaluation, in: Am. Bus. L.J. (1999), S. 531ff.

Roussel, R. Gregory [1998]: Securities Fraud or Mere Puffery: Refinement of the Corporate Puffery Defense, in: Vanderbilt L. Rev. (1998), S. 1049ff.

Urteile

In re Apple Computer Sec. Litig., 886 F.2d 1109 (9th Cir. 1989).

Basic v. Levinson 485 U.S. 224, 99 L. Ed. 2d 194, 108 S. Ct. 978 (1988).

Cohen v. Prudential-Bache Securities, Inc., 714 F. Supp. 653 (S.D.N.Y. 1989).

In Cooke v. Manufactured Homes, Inc., 998 F.2d 1256 (4th Cir. 1993).

In re Donald J. Trump Casino Sec. Lit., 7 F.3d 357 (3rd Cir. 1993).

Eisenstadt v. Centel Corp., 113 F.3d 738 (7th Cir. 1997).

Fine v. American Solar King Corp., 919 F.2d 290 (5th Cir. 1990).

Flynn v. Bass Bros. Enters., 744 F.2d 978, 988 (3d Cir. 1984).

Grossman v. Novell, Inc., 120 F.3d 1112 (10th Cir. 1997).

Hillson PartnersLtd Partnership v. Adage, Inc., 42 F.3d 204 (4th Cir. 1994).

Isquith v. Middle South Utilities, Inc., 847 F.2d 186 (5th Cir. 1988).

Kline v. First Wester Gov't Sec., Inc., 24 F.3d 480 (3rd Cir. 1993).

In re Marion Merrell Dow Inc. Sec. Lit, Lexis 14197 (U.S. Dist. 1993).

Newman v. L. F. Rothschild, 651 F.Supp. 160 (S.D.N.Y. 1986).

Parnes vs. Gateway 2000, Inc., 122 F.3d 539 (8th Cir. 1997)

Pinter v. Dahl, 486 U.S. 622, 100 L. Ed. 2d 658, 108 S. Ct. 2063 (1998)

Porter v. Shearson Lehman Bros. 802 F. Supp 41 (S. D. Tex. 1992).

Raab v. General Physics Corp., 4 F.3d 286 (4th Cir. 1993).

Roots Partnership v. Lands' End, Inc., 965 F.2d 1411 (7th Cir. 1992).

Rubinstein v. Collins, 20 F.3d 160 (5th Cir. 1994).

Sable v. Southmark/Envicon Capital Corp., 819 F. Supp. 324 (S.D.N.Y. 1993).

San Leandro Emergency Medical Group Profit Sharing Plan v. Philip Morris Cos., Inc., 75 F.3d 801 (2nd Cir. 1996).

Shaw v. Digital Equipment Corp., 82 F.3d 1194 (1st Cir. 1996).

Sinay v. Lamson & Sessions Co., 948 F.2d 1037 (6th Cir. 1991).

Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg, 501 U.S. 1083, 115 L. Ed. 2d 929, 111 S. Ct. 2749 (1991).

Whirlpool Fin. Corp. v. GN Holdings, 67 F.3d 605 (7th Cir. 1989).

Bespeaks Caution Urteile								
Urteil	Lexis	Datum	Gericht	Kläger-Beklagter	Fall	Entscheidung	Aussage	Verweise
Ursprungsurteil								
552 F.2d 797	Lexis 14183	23.03.1977	Court of Appeals for the 8th Circuit	Polin v. Conduction Corporation	Das Unternehmen aktivierte Entwicklungskosten für Flugsimulatoren. Zur Abschreibung wurde die zukünftige Verkaufszahlen geschätzt. Die so berechneten Entwicklungskosten pro Stück wurden bei Verkauf eines Flugsimulators dann aufwandswirksam. Diese Vorgehensweise wurde von 1965 bis Juni 1966 beibehalten. Diese Vorgehensweise wurde verteidigt mit dem Hinweis, dass die Ergebnisse "were expected to show improvement" und dass das Unternehmen "saw a possibility of a break-even soon" (S. 806) Im Jahr 1967 wurde zum 31.12.66 dann eine hohe außerplanmäßige Abschreibung vorgenommen, da die Verkaufszahlen hinter den Erwartungen zurückblieben. Die Anklage erhob u.a. den Vorwurf, dass die Abschreibung schon zum Juli 1966 hätte vorgenommen werden sollen.	Klage wurde abgewiesen. Begründung ua: "The terms thus employed bespeaks caution in outlook and fall far short of the assurances required for a finding of falsity and fraud." (S. 806) Daneben wurde aber auch untersucht inwieweit die Aussagen "in good faith" und "on a reasonable basis" gemacht wurden. So wird ein Gutachter zitiert: "I would think that there was significantly more information available in March of 1967 than there was in July of 1966."	- Ursprungsurteil der bespeaks caution Doktrin. - Keine Aussage, ob bespeaks caution alleine ausreichend ist und wie bespeaks caution auszusehen hat. - Abweichung von den Voraussetzungen des Safe Harbor, dieser setzt keine Kennzeichnung von Prognosen durch bespeaks caution voraus, da Schätzungen Unsicherheiten inhärent wären.	
1st Circuit								
929 F.2d 875	Lexis 5640	08.04.1991	Court of Appeals for the 1st Circuit	Romani v. Shearson Lehman Hutton	Prospekt, der für Engagements an einer partnership im Bereich der Pferdezucht warb, stützte Prognosen auf die Entwicklung in der Vergangenheit. Tatsächlich aber starb die Pferdezucht nach langen Boomjahren am Anfang einer Rezession. Klage auf Betrug durch Unterlassung dieser materieller Aussage (10b-5)	Klage wurde abgewiesen. Begründung: Prospekt wies auf verschiedene Probleme in der Branche hin und warnte vor dem hohen Risiko der Branche, so dass es "impossible to predict with any certainty the future economic trend of the Standardbred industry as a whole"(S. 876). Die Warnung erfolgte "in a meaningful way"	- bespeaks caution auch auf omission of facts anwendbar. - bespeaks caution muss "in a meaningful way" erfolgen - zeigt, dass fraud wohl schwer nachweisbar ist wenn Schätzungen auf Vergangenheitsdaten beruhen (reasonable basis, good faith)	Luce v. Edelstein
2nd Circuit								
754 F.2d 1059	19185	24.02.1984	Court of Appeals for the 2nd Circuit	Goldman v. Belden	Bis Mitte 1983 veröffentlichte Sykes Datatronics optimistische Prognosen bezüglich einer neuen Produktlinie (shareholder letter im annual report, quarter report, remarks at shareholders meeting) ohne Warnhinweise bezüglich der Abhängigkeit von einem Großkunden und verschiedenen Problemen, von denen das Management wusste. Prognosen traten nicht ein, Klage nach 10b-5.	Da Prognose nicht von "bespeaks caution" begleitet wurde, wurde Klage stattgegeben	Wäre "bespeaks caution" erfolgt, wäre Klage evtl. abgewiesen werden -> selbst bei Prognosen, die bei Shareholdermeeting mündlich gemacht wurden, muss "bespeaks caution" erfolgen. Selbst diesen Prognosen ist die Unzuverlässigkeit von Zukunftsinformationen damit anscheinend nicht inhärent.	
802 F.2d 49	31424	24. Sep 86	Court of Appeals for the 2nd Circuit	Luce v. Edelstein	Partnership, die Gebäude renovieren und weiterverkaufen wollte, generierte weniger Gewinne als projiziert.	Klage wurde abgewiesen, da folgende Einschränkungen der Prognose gemacht wurden: "necessarily speculative in nature" and that "no assurance (could) be given that these ["*20] projections (would) be realized." "actual results may vary from the predictions and these variations may be material."	-Extreme Auslegung der bespeaks caution Doktrin: Allgemeiner Hinweis auf die Ungewissheit von Prognosen ausreichend, auch wenn mit scienter misleading projections gemacht wurden	Polin, Goldman v. Belden
936 F.2d 759		13. Jun 05	Court of Appeals for the 2nd Circuit	I. Meyer Pincus & Assocs. V. Oppenheimer & Co	Bei Auflage eines geschlossenen Fonds wurde im Verkaufsprospekt angegeben, dass Anteile mit einem Aufschlag oder Zuschlag zum tatsächlichen Wert notieren können. Daraus schloss der Kläger, dass Ab- und Zuschlag gleich wahrscheinlich wären. Tatsächlich kommen aber Abschlüsse häufiger vor.	Klage wurde abgewiesen, da Einschränkungen gemacht wurden: "Shares of closed-end investment companies frequently trade at a discount from net asset value, but in some cases trade at a premium." "Since the market prices of the shares are determined by factors including trading volume of such shares, general market and economic conditions and other factors beyond the control of the Company, the Company cannot predict whether either the Capital Shares or Income Shares will trade at, below or above net asset value prior to liquidation." Entscheidende Frage sei "whether defendants' representations, taken together and in context, would have [misled] a reasonable investor about the nature of the investment (Verweis auf McMahan, 900 F.2d at 579). Da Einschränkungen an wesentlichen Punkten des Prospekts auftauchten, lag im Gesamtkontext kein misleading vor.	-Ausweitung der bespeaks caution doktrin auf Fälle der section 11 des 1933 Act - bespeaks caution als Ausdruck einer Gesamtbetrachtung aller Aussagen, die innerhalb von Veröffentlichungen von Seiten des Unternehmens kommen. - Kriterium ist, ob reasonable investor getäuscht wurde, daher z.B. entscheidend an welcher Stelle des Prospekts "bespeaks caution" gemacht wird. Aber keine weitergehende Konkretisierung (Nach fom und KM-Effizienz wäre reasonable investor aber schon geschützt, wenn professionelle Investoren die "bespeaks caution" erkennen)	Luce mit Verweis auf Polin

Bespeaks Caution Urteile								
Urteil	Lexis	Datum	Gericht	Kläger-Beklagter	Fall	Entscheidung	Aussage	Verweise
3rd Circuit								
7 F.3d 357		1993	Court of Appeals for the 3rd Circuit	In re Donald J. Trump Casino Sec. Litig. (Kaufman v. Trump's Castle Funding)	Im Prospekt einer Anleihenemission wurden verschiedene Risikofaktoren aufgezählt. Nach Meinung des Klägers entscheidende Risikofaktoren wurden aber nicht genannt.	Kritik: In dem Prospekt wurden zwar eine Vielzahl von Risikofaktoren genannt, bestimmte relevante Informationen, die dem Management bekannt waren, wurden aber nicht veröffentlicht --> Gefahr, dass bespeaks caution die Verheimlichung relevanter Informationen erlaubt, sofern cautionary language eingesetzt wird	- Eines der detailliertesten Urteile zu bespeaks caution - Definition bespeaks caution: "bespeaks caution" is essentially shorthand for the well-established principle that a statement or omission must be considered in context, so that accompanying statements may render it immaterial as a matter of law. - Definition von material (nach TSC) For an omission to be deemed material, "there must be a substantial likelihood that [its disclosure] would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the 'total mix' of information made available." - courts must assess the communication on a case-by-case basis (See Flynn v. Bass Bros. Enters., 744 F.2d 978, 988 (3d Cir. 1984)) "when an offering document's forecasts, opinions or projections are accompanied by meaningful cautionary statements, the forward-looking statements will not form the basis for a securities fraud claim if those statements did not affect the "total mix" of information. Cautionary language, if sufficient, renders the alleged omissions or misrepresentations immaterial as a matter of law. Of course, a vague or blanket (boilerplate) disclaimer which merely warns the reader that the investment has risk will ordinarily be inadequate to prevent misinformation. To suffice, the cautionary statements must be substantive and tailored to the specific future projections estimates or opinions in the prospectus which the plaintiffs challenge. equally applicable to allegations of both affirmative misrepresentations and omissions concerning soft information. Entscheidung: "given this extensive yet specific cautionary language, a reasonable factfinder could not conclude that the inclusion [alleged omission] would influence a reasonable investor's investment decision."	See Sinay v. Lamson & Sessions Co., 948 F.2d 1037, 1040 (6th Cir. 1991); I. Meyer Pincus & Assocs. v. Oppenheimer & Co., 936 F.2d 759, 763 (2d Cir. 1991); Romani v. Shearson Lehman Hutton, 929 F.2d 875, 879 (1st Cir. 1991); Polin v. Conductron Corp., 552 F.2d 797, 806 n.28 (8th Cir.), cert. denied, 434 U.S. 857, 98 S. Ct. 178, 54 L. Ed. 2d 129 (1977); cf. Huddleston v. Herman & MacLean, 640 F.2d 534, 543-44 (5th Cir. 1981) (holding that a general warning was insufficient to render a known misrepresentation immaterial as a matter of law), modified, 459 U.S. 375, 103 S. Ct. 683, 74 L. Ed. 2d 548 (1983); see also In re Convergent Technologies Sec. Litig., 948 F.2d 507, 515-16 (9th Cir. 1991) (applying but not explicitly referencing the bespeaks caution doctrine)
4th Circuit								
42 F.3d 204			Court of Appeals	Partners Ltd. Partnership v. Adage, Inc.				
103 F.3d 351			Court of Appeals	Gasner v. Board of Supervisors				
5th Circuit								
							- 1. Diskussion, ob die Art und Weise wie Informationen veröffentlicht werden (betont, schön geredet) bedeutend ist: - 2. Diskussion der Safe Harbor Vorschrift der SEC 3. Diskussion der Pflicht zur Veröffentlichung von Zukunftsinfos. 4. Diskussion der duty to update. - 5. Aussage: total mix entscheidend, dem dem reasonable investor beim Treffen von reasonable investment decision zur Verfügung steht, bespeaks caution stellt hierbei nur ein Element dar Zu 1. : the [rules of the] SEC is [are] intended to ensure that the factors entering into prudent investment decisions are depicted in a standardized, comprehensible, and accurate manner. _ susceptible to common understanding. _ "adequacy of disclosure is a function of position, emphasis, and the reasonable anticipation that certain future events will occur." _ refused to "accept the premise that prior disclosure in one communication will automatically excuse omissions in another." Zu 2. The safe harbor rules . . . do not offer protection: forward-looking statements. "made or reaffirmed without a reasonable basis" or which were "disclosed other than in good faith". . . B. Hiler, The SEC and the Courts' Approach to Disclosure of Earnings Projections., 46 Md.L.Rev. 1114, 1123 (1987). This standard for determining when a statement is false. . . makes sense because "the only truly factual elements involved in a projection are the implicit representations that the statements are made in good faith and with a reasonable basis."	See, e.g., Luce v. Edelstein, 802 F.2d 49, 56 (2d Cir.1986); Eisenberg v. Gagnon, 766 F.2d 770, 775 (3d Cir.), cert. denied, 474 U.S. 946, 106 S. Ct. 342, 88 L. Ed. 2d 290, 106 S. Ct. 343 (1985); Goldman v. Belden, 754 F.2d 1059, 1068-69 (2d Cir.1985); First Virginia Bankshares v. Benson, 559 F.2d 1307, 1314 (5th Cir.1977); Polin v. Conductron Corp., 552 F.2d 797, 804-07 (8th Cir.), cert. denied, 434 U.S. 857, 98 S. Ct. 178, 54 L. Ed. 2d 129 (1977); Marx, 507 F.2d at 490; G & M, Inc. v. Newbern, 488 F.2d 742, 745-56 (9th Cir.1973); Alfaro v. E.F. Hutton & Co., 606 F. Supp. 1100, 1104 (E.D.Penn.1985)

Bespeaks Caution Urteile								
Urteil	Lexis	Datum	Gericht	Kläger-Beklagter	Fall	Entscheidung	Aussage	Verweise
847 F.2d 186	8915	07.06.1988	Court of Appeals for the 5th Circuit	Isquith v. Middle South Utilities Inc.	Anklage, da Zukunft zu optimistisch dargestellt wurde, insbesondere bezügl. Fertigstellungsdatum und Kosten eines Kraftwerks.	Zurückverweisung an District zur Prüfung, ob die Gesamtheit von über 40 eingereichten Forms in der Gesamtheit dem reasonable investor eine reasonable investment decision erlauben	Zu 2: Under certain circumstances the disclosure of underlying assumptions may be material to an understanding of the company's financial condition. Most often, whether liability is imposed depends on whether the predictive statement was "false" when it was made. The answer to this inquiry, however, does not turn on whether the prediction in fact proved to be wrong; instead, falsity is determined by examining the nature of the prediction--with the emphasis on whether the prediction suggested reliability, bespoke caution, was made in good faith, or had a sound factual or historical basis. Definition misleading whether the information disclosed would have been misleading, on those points about which the information's adequacy is questioned, to a reasonable potential investor who read the information as a whole. We agree with the court that this standard is correct. See Durning v. First Boston Corp., 815 F.2d 1265, 1268 (9th Cir.), cert. denied, 484 U.S. 944, 108 S. Ct. 330, 98 L. Ed. 2d 358 (1987); Admiralty Fund v. Hugh Johnson & Co., 677 F.2d 1301, 1306 (9th Cir.1982); cf. Associated Builders, 505 F.2d at 98	Literatur zu 3. See Walker v. Action Indus., 802 F.2d 703, 707-09 (4th Cir.1986), cert. denied, 479 U.S. 1065, 107 S. Ct. 952, 93 L. Ed. 2d 1000 (1987) (reporting the Third, Sixth, Seventh, and Ninth Circuits' approaches to disclosing financial projections and "other soft information such as asset appraisals," and deciding on an approach for the Fourth Circuit when financial projections are involved); see also J. Kerr, A Walk Through the Circuits: The Duty to Disclose Soft Information, 46 Md.L.Rev. 1071, 1076-109 (1987) (reporting on the approaches of the Second, Third, Fourth, Sixth, Seventh, and Ninth Circuits); B. Hiler, The SEC and the Courts' Approach to Disclosure of Earnings Projections, Asset Appraisals, and Other Soft Information: Old Problems, Changing Views, 46 Md.L.Rev. 1114, 1157-166 (1987)
989 F.2d 1435	10882	12.05.1993	Court of Appeals for the 5th Circuit	Krim v. BancTexas Group	Anklage nach section 11 und 10b-5, da ohne Faktenbasis das Unternehmen verkündete, dass es "hopeful" sei, dass die Restrukturierung die Finanzprobleme lösen würde. Ankläger behauptete, dass dem Unternehmen negative Tatsachen bekannt waren, während Unternehmen behauptete, dass die negativen Tatsachen erst später bekannt wurden.	Abweisung, "projections of future performance not worded as guarantees are generally not actionable under the federal securities laws. (mit Verweis auf Friedman v. Mohasco Corp., 929 F.2d 77 (2d Cir.1991); ...Außerdem: there is no evidence that BTX promised any particular value for its stock or that its management issued the prospectus with certain knowledge that the company was doomed. (Abgrenzung zu Virginia Bankshare). Diskussion der Vss. für Safe Harbor. Feststellung, dass nur firmenspezifische Informationen veröffentlicht werden müssen	- Auch Klageabweisung, wenn Disclosure ohne reasonable basis gemacht wurde, solange kein garantähnliches Versprechen gegeben wird? (wird allerdings nicht explizit ausgeführt in Urteilsbegründung)	Abgrenzung zu Virginia Bankshares v. Sandberg. Verweis auf In Re Donald Trump bezüglich bespeaks caution. Weitere: Romani v. Shearson Lehman Hutton, 929 F.2d 875, 879-80 (1st Cir.1991) (statement containing cautionary language that included specific problems facing industry "bespoke caution" and was thus not actionable); Moorhead v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 949 F.2d 243, 245-46 (8th Cir.1991) (same); Sinay v. Lamson & Sessions Co., 948 F.2d 1037, 1040-41 (6th Cir.1991) (stating that "economic projections are not actionable if they bespeaks caution."). Compare Mayer v. Mylod, 988 F.2d 635, 638-40 (6th Cir.1993) (concluding that a court must look at cautionary statements on a case-by-case basis--Sinay panel erred in applying a per se approach) Huddleston, 640 F.2d at 543-44 (boilerplate cautionary
20 F.3d 160	9730	05.05.1994	Court of Appeals for the 5th Circuit	Rubinstein v. Collins	Erdgasquelle wurde entdeckt. Positive Informationen hierzu veröffentlicht. Positive Analystenkommentare bestätigt. Probleme wurden erst mit Verzögerung veröffentlicht und lange Zeit schön geredet. Kläger klagt auf 10b-5.	the omitted fact or the prediction without a reasonable basis "is one [that] a reasonable investor would consider significant in [making] the decision to invest, such that it alters the total mix of information available about the proposed investment." n29 Inclusion of cautionary language along with disclosure of any firm-specific adverse facts or assumptions--is, of course, relevant to the materiality inquiry, for such inclusion or disclosure is part of the "total mix of information." n31 Nevertheless, cautionary language as such is not per se dispositive of this inquiry. - Kläger muss nachweisen, dass ohne reasonable basis gemacht. Zurückverweisung an district	- bespeaks caution nur ein Faktor: Verwirft Entscheidung im Fall Sinay. Schließt sich Krim, Trump an - Unterscheidung zwischen negligent and scienter When necessary, courts have readily conceded that predictions may be regarded as "facts" within the meaning of the antifraud provisions of the securities laws.... Most often, whether liability is imposed depends on whether the predictive statement was "false" when made. The answer to this inquiry, however, does not turn on whether the prediction in fact proved to be wrong; instead, falsity is determined by examining the nature of the prediction--with emphasis on whether the prediction suggested reliability, bespoke caution, was made in good faith, or had a sound factual or historical basis. (Mit Verweis auf Isquith)	Urteile zu duty to update: Backman v. Polaroid Corp., 910 F.2d 10, 17 (1st Cir.1990) (stating same); In re Phillips Petroleum Secur. Litigation, 881 F.2d 1236, 1245 (3rd Cir.1989) (same); Hanon v. Dataproducts Corp., 976 F.2d 497, 503-04 (9th Cir.1992) (same); Rudolph v. Arthur Andersen & Co., 800 F.2d 1040, 1043 (11th Cir.1986), cert. denied, 480 U.S. 946, 107 S. Ct. 1604, 94 L. Ed. 2d 790 (1987) (same). Cf. Isquith, 847 F.2d at 205 n. 13 (discussing SEC position that issuers must correct predictive statements that no longer have a reasonable basis); First Virginia Bankshares v. Benson, 559 F.2d 1307, 1314 (5th Cir.1977), cert. denied, 435 U.S. 952, 98 S. Ct. 1580, 55 L. Ed. 2d 802 (1978) (holding that duty to disclose the whole truth arises when a defendant undertakes to disclose material information).

Bespeaks Caution Urteile								
Urteil	Lexis	Datum	Gericht	Kläger-Beklagter	Fall	Entscheidung	Aussage	Verweise
6h Circuit								
948 F.2d 1037	26483	07.11.1991	Court of Appeals	Sinay v. Lamson & Sessions Co.	Disclosure: performance was gratifying though experiencing a normal season decline and similar statements. Interview: does not quarrel with analyst estimates. Klage nach 10b-5, da sich Situation nachfolgend verschlechterte. Sammelklage mit Verweis auf fom-Theorie , reliance auf den Marktpreis	Klage wurde abgewiesen, da kein bad faith nachgewiesen werden konnte, da auf Vgh.Daten beruhend und da cautionary language benutzt wurde. Zwar wird Feststellung getroffen: Economic projections are not actionable if they bespeaks caution. Polin v. Conduccion Corp., 552 F.2d 797, 806 n. 28 (8th Cir.), aber später wird ergänzt: While analyzing the nature of the statement, the court must emphasize whether the "prediction suggested reliability, bespoke caution, was made in good faith, or had a sound factual or historical basis." Id.	Nach Barondes Muster für Anwendung der bespeaks caution, da: 1. 10b-5 Fall mit diesen Bereich gefallen wäre. 3. spezielle Risikofaktoren wurden dargestellt. 4. Eingesetzte Sprache war sehr cautious. - Dagegen im Urteil Rubinstein und von Seligman kritisiert, da alleiniges Abstellen auf "bespeaks caution" und nicht auf total mix	
988 F.4415		11.03.1993	Court of Appeals	Mayer v. Mylod	Vielzahl optimistischer Aussagen zur Situation der Bank und des Kredit-Portfolios. Einzige Einschränkung: statement represent opinion of issuer. Keine Angabe von Fakten auf denen die Einschätzung beruhen	Material statements which contain the speaker's opinion are actionable under Section 10(b) of the Securities Exchange Act if the speaker does not believe the opinion and the opinion is not factually well-grounded. See, e.g., Hanon v. Dataproducts Corp., 976 F.2d 497 (9th Cir. 1992); Cf. Virginia Bankshares, 115 L. Ed. 2d 929, 111 S. Ct. 2749 (1991)	- Diskussion von Sinay (predictions that bespeaks caution are not actionable) und Virginia Bankshares (not every mixture with the true will neutralize the deceptive) mit Entscheidung für Bankshares: bespeaks caution als Darstellung der reasonable basis: bespeaks caution muss clearly address the inaccurate aspects of the estimate (Barondes) - Barondes: evtl. hängt Grad von "clearly address" davon ab, ob Fehlinformation intentionally gegeben wird.	Virginia Bankshares
7th Circuit								
65 F.3d 1392	26129	15.09.1995	Court of Appeals for the 7th Circuit	Harden v. Raffensperger	Bei der Emission von Bonds war im Prospekt von "plans to restore" die Rede, bei deren fehl schlagen, dass Eigenkapital weiter abnehmen wird. Es existierten aber noch keine Pläne. Der Angeklagte verteidigte sich mit dem Hinweis mit "plans" gemeint zu haben "future efforts". Außerdem berief er sich auf "bespeaks caution" Stellen im Prospekt.	Ablehnung der Anwendung der bespeaks caution doktrin bei "hard facts". Hard facts lägen hier vor, da zum Zeitpunkt der Emission klar war, dass zu diesem Zeitpunkt kein Plan existiert.	- Auch 7th Circuit erklärt bespeaks caution grds. Für anwendbar, beschränkt diese aber auf "soft information". - "the doctrine, when properly construed, merely represents the pragmatic application of two fundamental concepts [*1405] in the law of securities fraud: materiality and reliance." zitiert nach In re Worlds of Wonder	See, e.g., Saltzberg v. TM Sterling/Austin Assocs., 45 F.3d 399, 400 (11th Cir. 1995) (per curiam); In re World of Wonder Sec. Litig., 35 F.3d at 1414 (collecting cases); Rubinstein, 20 F.3d at 166-68; In re Trump, 7 F.3d at 371-73; Moorhead v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 949 F.2d 243, 245-46 (8th Cir. 1991); Sinay v. Lamson & Sessions Co., 948 F.2d 1037, 1040-41 (6th Cir. 1991), modified by Mayer v. Mylod, 988 F.2d 635, 638-40 (6th Cir. 1993) (holding that Sinay erred in adopting a per se approach); I. Meyer Pincus & Assocs., P.C. v. Oppenheimer & Co., 936 F.2d 759, 763 (2d Cir. 1991); Romani v. Shearson Lehman Hutton, 929 F.2d 875, 879 (1st Cir. 1991); see also Hillson Partners Ltd. Partnership v. Adage, Inc., 42 F.3d 204, 218-19 (4th Cir. 1994).
8th Circuit								

Bespeaks Caution Urteile								
Urteil	Lexis	Datum	Gericht	Kläger-Beklagter	Fall	Entscheidung	Aussage	Verweise
949 F.2d 243	26528	08.11.1991	Court of Appeals for the 8th Circuit	Moorhead v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc.	Bei der Ausgabe von Bonds zur Finanzierung von Seniorenheimen war dem Prospekt ein Gutachten beigefügt. Dieses Gutachten bescheinigte gute Zukunftsaussichten begleitet von Hinweisen, dass bei Eintreten ungünstiger Ereignisse auch Verluste drohen können	plaintiffs could not base a federal securities fraud claim on any misrepresentation or omission in the feasibility study which was addressed by the repeated, specific warnings of significant risk factors and the disclosures of underlying factual assumptions [246] also contained therein. Diese spezifischen Warnungen seien hier gegeben, weshalb die Klage abgewiesen wurde	- Soweit im Urteil beschrieben, bestanden die specific warnings nur im allgemeinen Nennen von Risikofaktoren, genaue Angabe von Annahmen auf denen das Gutachten beruht, wurden nicht gemacht - Dieses allgemeine Nennen von Risikofaktoren ist nach Auffassung des Gerichtes ausreichend, das Vorliegen von recklessness oder scienter wurde nicht untersucht	In re Convergent Technologies Securities Litigation, 948 F.2d 507 No. 90-15156, slip op. at 11957-60 (9th Cir. Aug. 27, 1991), aff'g 721 F. Supp. 1133 (N.D. Cal. 1988); Luce v. Edelstein, 802 F.2d 49, 56 (2d Cir. 1986) Poin v. Conductor Corp., 552 F.2d 797, 806 n.28 (8th Cir.), cert. denied, 434 U.S. 857, 54 L. Ed. 2d 129, 98 S.Ct. 178 (1977); Feinman v. Schulman Berlin & Davis, 677 F. Supp. 168, 170 (S.D.N.Y. 1988); cf. Huddleston v. Herman & MacLean, 640 F.2d 534, 544 (5th Cir. 1981) (boilerplate warning of risk held ineffective), aff'd in relevant part and rev'd in part on other grounds, 459 U.S. 375, 74 L. Ed. 2d 548, 103 S. Ct. 683, (1983).
9th Circuit								
948 F.2d 507	28493	06.12.1991	Court of Appeals for the 9th Circuit	In re Convergent Technologies Sec. Lit.	Anklage nach 10b-5 und 11(33). Probleme mit neuem Produkt seien zu spät an die Öffentlichkeit getragen worden.	Abweisen der Klage, da zum einen die Öffentlichkeit aus anderen Quellen von den Risiken wusste (truth on the market) und zum anderen die Risikofaktoren ausführlich dargestellt wurden. Eine frühzeitigere Darstellung der schlechten Entwicklung sei nicht notwendig gewesen, da es nicht "required" sei, Prognosen zu veröffentlichen	- Anwendung truth on the market - Identifikation von Risikofaktoren wohl ausreichend, den Prognosen zu Grunde liegende Annahmen müssen nicht veröffentlicht werden. - Umfang von Informationspflichten über Zukunftsinformationen hier unscharf: Keine Klare Abgrenzung von Prognosen: so sind Trends zu veröffentlichen, die sich wahrscheinlich in Zukunft aus heute bekannten Informationen ergeben! Vgl. auch In re Verifone Sec. Lit., wo es als nicht verpflichtend angesehen wurde, Informationen über einmalige Erträge zu veröffentlichen -Zitat zur Frage, dass auch entscheidend ist WIE etwas präsentiert wird und nicht nur WAS präsentiert wird "Some statements, although literally accurate, can become, through their context and manner of presentation, devices which mislead investors. For that reason, the disclosure required by the securities laws is measured not by literal truth, but by the ability of the material to accurately inform rather than mislead prospective buyers." McMahan & Co. v. Wherehouse Entertainment, Inc., 900 F.2d 576, 579 (2d Cir. 1990).	In re Apple (truth on the market)
35 F.3d 1407	25471	15.09.1994	Court of Appeals for the 9th Circuit	In re World of Wonder Sec. Litig. (Miller v. Pezzani)	Anklage nach Bondemission: Illiquidität wäre absehbar gewesen, Unternehmen hätte berichten müssen, dass internal control system schwerwiegende Probleme hat (stattdessen "there can be no assurance" that existing internal controls would continue to be adequate), und dass bei Preisnachlass auch früheren Käufen der Rabatt gewährt werden muss.	Abweisen der Klage, da 1. die entsprechenden Risikofaktoren aufgezeigt wurden. 2. Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung die Annahmen auf reasonable basis ruhten. 3. teilweise (Rabattsystem) dem Markt als gewöhnliche Geschäftspraxis bekannt waren	- Untersucht neben bespeaks caution auch die reasonableness der Annahmen - Anwendung truth on the market. Hintergrund der bespeaks caution - Doktrin: Rather, the doctrine, when properly construed, merely represents the pragmatic application of two fundamental concepts in the law of securities fraud: materiality and reliance. Zit. Nach Rubinstein: an evolution driven by the increase in [13] and the unique nature of fraud actions based on predictive statements. In essence, predictive statements are just what the name implies: predictions. As such, any optimistic projections contained in such statements are necessarily contingent. Thus, the "bespeaks caution" doctrine has developed to address situations in which optimistic projections are coupled with cautionary language - in particular, relevant specific facts or assumptions - affecting the reasonableness of reliance on and the materiality of those projections. To put it another way, the "bespeaks caution" doctrine reflects the unremarkable proposition that statements must be analyzed in context. Grund für bespeaks caution "to minimize the chance that a plaintiff with a largely groundless claim will bring a suit and conduct extensive discovery in the hopes of obtaining an increased settlement." Reichweite von bespeaks caution see Kline v. First W. Gov't [1415] Sec., Inc., 24 F.3d 480, 489 (3d Cir. 1994) ("application of the 'bespeaks caution' doctrine . . . requires that the language bespeaking caution relate directly to that to which plaintiff claim to have been misled"). As a result, notwithstanding the plaintiffs' shrill arguments to the contrary, the court's context-specific approach entirely comports with Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg, 501 U.S. 1083, 115 L. Ed. 2d 929, 111 S. Ct. 2749 (1991), in which the Supreme Court noted that "while a misleading statement will not always lose its deceptive edge simply by joinder with others that are true, the true statements may discredit the other one so obviously that the risk of real deception [116] drops to nil. . . . [Therefore,] publishing accurate facts . . . can render a misleading proposition too unimportant to ground liability," id. at 1097; see Rubinstein, 20 F.3d at 167-68 & nn.26-27; Trump Casino, 7 F.3d at 372-73 & nn.14-16 ("we believe that our approach comports with the Supreme Court's reasoning in Virginia Bankshares"); Mayer v. Mylod, 988 F.2d 635, 639 (6th Cir. 1993) ("Virginia	
10th Circuit								

Bespeaks Caution Urteile								
Urteil	Lexis	Datum	Gericht	Kläger-Beklagter	Fall	Entscheidung	Aussage	Verweise
120 F.3d 1112		1997	Court of Appeals for the 10th Circuit	Grossman v. Novell, Inc.	Bei der Übernahme von WordPerfect durch Novell zeigte sich Novell optimistisch, dass der Merger keine negativen Ergebniswirkungen haben wird, tatsächlich mussten hohe Abschreibungen vorgenommen werden. Novell hatte aber angemerkt, dass bei der Integration Schwierigkeiten auftreten könnten, die Unerfahrenheit von Novell im Geschäftsbereich von WordPerfect und die allgemein bestehenden Schwierigkeiten von Software Unternehmen	Abweisen der Klage, da disclosure "highly specific" and "very factual" war /	- Anwendung der bespeaks caution Doktrin auf einen Fraud on the market Fall	
11th Circuit								
45 F.3d 399		1995	Court of Appeals	Saltzberg v. TM Sterling/Austin Assocs.				
Weitere Urteile								
		1995	N.D.Ill.	Whirlpool Fin. Corp. V. GN Holdings Inc. (zit. Nach Roussel n10)			it is unreasonable to rely on projections as a forecast if sufficiently cautionary language accompanies the projections	
		1993		In re Marion Merrel Dow Inc. Sec. Litig (zit. Nach Roussel n10)			cautionary language not specific enough	
		1992		In re Jenny Craig Sec Lit (zit. Nach Roussel n10)			cautionary statements were "too weak" and "too general"	
730 F.Supp.		1990	SDNY	Friedman v. Arizona World Nurseries Ltd. Partnership			Anwendung der bespeaks caution nur auf soft informations	
819 F. Supp.		1993	SDNY	Sable v. Southmark/Envicon Capital corp.			bespeaks caution doctrine rests on materiality and reliance	
802 F. Supp.		1992	S.D.Tex.	Porter v. Shearson Lehman Bros			bespeaks caution doctrine rests on reliance	
24 F.3d 480			3rd Circuit	Kline v. First Western Gov't Sec, Inc.,			whether bespeaks caution is based on reliance or materiality makes no difference	

Corporate Puffery Defense Urteile								
Urteil	Lexis	Datum	Gericht	Kläger-Beklagter	Fall	Entscheidung	Aussage	Verweise
4 F.3d 286		1993	4th Circuit	Raab v. General Physics Corp.	Unternehmen sagte im annual report ein Wachstum von 10-30% für die nächsten Jahre für eine Unternehmenssparte voraus und eine Fortsetzung des Wachstums und des Erfolges des ganzen Unternehmens in der Zukunft. Klage, nachdem im zweiten Quartal die Ergebnisse unter den Erwartungen lagen.	Ablehnung der Klage, da Aussagen puffing statements gewesen wären und daher immaterial as a matter of law.	"Defining the puffery doctrine" Marktbetrügereien können nur vorliegen, wenn auch "reasonable investor" (professional investor?) getäuscht werden. Bei Puffing Statements passiert dies nicht.	Howard v. Haddad; Lewis v. Chrysler
		08.08.1997	8th Circuit	Parnes v. Gateway 2000 Inc				
120 F.3d 1112		1997	10th Circuit	Grossman v. Novell				
114 F.3d 1410		1997	3rd Circuit	In re Burlington Coat Factory Sec. Lit.				
113 F.3d 738		1997	7th Circuit	Eisenstadt v. Centel Corp			Extension der puffery defense: "Centel put a rosy face on an inherently uncertain process; investors would have expected no less". --> Ohne ein gewisses Maß von optimistischem puffery würden investoren annehmen, dass Situation schlechter als tatsächlich ist.	
82 F.3d 1194		1996	1st Circuit	Shaw v. Digital Equip. Corp.			Beispiele für reine puffing statements. Aber Forderung den total mix of informations zu betrachten.	
75 F.3d 801		1996	2nd Circuit	San Leandro Emergency Med Group Profit Sharing Plan v. Philip Morris Cos.				
	24626	1995	6th Circuit	In re Royal Appliance Sec. Litig.				
26 F.3d 471		1994	4th Circuit	Malone v. Microdyne Corp				
16 F.3d 1271		1993	D.C. Circuit	Kowal v. MCI Communications Corp.				
989 F.2d 1435	10882	12.05.1993	Court of Appeals for the 5th Circuit	Krim v. BancTexas Group	Anklage nach section 11 und 10b-5, da ohne Faktenbasis das Unternehmen verkündete, dass es "hopeful" sei, dass die Restrukturierung die Finanzprobleme lösen würde. Ankläger behauptete, dass dem Unternehmen negative Tatsachen bekannt waren, während Unternehmen behauptete, dass die negativen Tatsachen erst später bekannt wurden.	Abweisung, "projections of future performance not worded as guarantees are generally not actionable under the federal securities laws. (mit Verweis auf Friedman v. Mohasco Corp., 929 F.2d 77 (2d Cir.1991); _ Außerdem: there is no evidence that BTX promised any particular value for its stock or that its management issued the prospectus with certain knowledge that the company was doomed. (Abgrenzung zu Virginia Bankshare). Diskussion der Vss. für Safe Harbor. Feststellung, dass nur firmenspezifische Informationen veröffentlicht werden müssen	- Auch Klageabweisung, wenn Disclosure ohne reasonable basis gemacht wurde, solange kein garantieähnliches Versprechen gegeben wird? (wird allerdings nicht explizit ausgeführt in Urteilsbegründung)	Abgrenzung zu Virginia Bankshares v. Sandberg.

Corporate Puffery Defense Urteile									
Urteil	Lexis	Datum	Gericht	Kläger-Beklagter	Fall	Entscheidung	Aussage	Verweise	
948 F.2d 507	28493	06.12.1991	Court of Appeals for the 9th Circuit	In re Convergent Technologies Sec. Lit.	Anklage nach 10b-5 und 11/(33). Probleme mit neuem Produkt seien zu spät an die Öffentlichkeit getragen worden.	Abweisen der Klage, da zum einen die Öffentlichkeit aus anderen Quellen von den Risiken wusste (truth on the market) und zum anderen die Risikofaktoren ausführlich dargestellt wurden. Eine frühzeitigere Darstellung der schlechten Entwicklung sei nicht notwendig gewesen, da es nicht "required" sei, Prognosen zu veröffentlichen	Identifikation von Risikofaktoren wohl ausreichend, den Prognosen zu Grunde liegende Annahmen müssen nicht veröffentlicht werden. - Umfang von Informationspflichten über Zukunftsinformationen hier unscharf: Keine Klare Abgrenzung von Prognosen: so sind Trends zu veröffentlichen, die sich wahrscheinlich in Zukunft aus heute bekannten Informationen ergeben! Vgl. auch In re Verifone Sec. Lit., wo es als nicht verpflichtend angesehen wurde, Informationen über einmalige Erträge zu veröffentlichen	In re Apple (truth on the market)	
962 F.2d 328		1992	4th Circuit	Howard v. Haddad					
949 F.2d 644			3rd Circuit	Lewis v. Chrysler Corp.					
	5568		4th Circuit	Herman v. Legent Corp.	press release: legent was firmly on its plan for earnings growth of 20%	Ablehnung, da press release "simply lacked the necessary level of specificity", daher konnte Meldung nicht als Garantie (!) angesehen werden und deshalb könnte kein Betrug vorliegen	Puffing bei sehr unspezifischen Aussagen, evtl. auch puffing, solange Meldung nicht als Garantie angesehen werden kann.		
42 F.3d 204			4th Circuit	Hillson Partners Ltd. Partnership v. Adage	first quarter report stated: "significant sales gains should be seen as the year progresses", 1992 will produce excellent results for Adage" "on target toward achieving the most profitable year in history"	Meldung wäre zu vage gewesen und daher immaterial as a matter of law			
Keine Puffery, da Angaben zu spezifisch									
998 F.2d 1256		1993	4th Circuit	In Cooke v. Manufactured Homes	Prognose zukünftigen Wachstums wurde begleitet von Ankündigung eines Aktienrückkaufs	Aufgrund der Untermauerung der positiven Aussage mit spezifischer Vorgehensweise würde keine puffery vorliegen	Werden Zukunftsaussagen mit spezifischen Fakten, Prozentzahlen, etc. Unterlegt, so liegt keine reine puffery mehr vor --> reliability and materiality ist in diesen Fällen höher		
713 F. Supp. 653		1989	SDNY	Cohen v. PrudentialBache Sec.	positive Zukunftsprognose verbunden mit spezifischen Prozentzahlen	Aufgrund der Verwendung von spezifischen Prozentzahlen läge keine Puffery vor			
662 F. Supp. 957		1987	SDNY	Newman v. L.F. Rothschild	positive Zukunftsprognose verbunden mit spezifischen Prozentzahlen	Aufgrund der Verwendung von spezifischen Prozentzahlen läge keine Puffery vor			

Truth-on-the-market Urteile										
Urteil	Lexis	Datum	Gericht	Kläger-Beklagter	Fall	Entscheidung	Aussage	Verweise	Weitere Anmerkungen	Weitere Anmerkungen
228 F.3d 154		2000	2nd Circuit	Ganino v. Citizens Util. Co.			Anwendung von truth-on-the-market zur Abwehr von Klagen ist schwierig, da dies "intensely fact-specific" sei			
998 F.2d 1256		1993	4th Circuit	Cooke v. Manufactured Homes, Inc.			misrepresentation spielt keine Rolle, wenn dem Markt die wahre Information bekannt ist.			
919 F.2d 290		1990	5th Circuit	Fine v. American Solar King Corp.			Reliance ist nicht gegeben, wenn der Markt auf misrepresentation nicht reagiert.			
886 F.2d 1109		1989	9th Circuit	In re Apple Sec. Litig.			reliance ist nicht gegeben, wenn Markt die Wahrheit kennt.			
3 F.3d 208		1993	7th Circuit	Associated Randall Bank v. Griffin, Kubik, Stephens, & Thompson, Inc.			stellt fest, dass truth-on-the-market ein Anhängsel der "fraud-on-the-market" theory ist.			
102 F.3d 1478		1996	9th Circuit	Provenz v. Miller			statement kann nicht misleading sein, wenn Markt Information schon kennt.			
35 F.3d 1407	25471	15.09.1994	Court of Appeals for the 9th Circuit	In re World of Wonder Sec. Litig. (Miller v. Pezzani)	Anklage nach Bondemission: Illiquidität wäre absehbar gewesen, Unternehmen hätte berichten müssen, dass internal control system schwerwiegende Probleme hat (stattdessen "there can be no assurance" that existing internal controls would continue to be adequate), und dass bei Preisnachlass auch früheren Käufen der Rabatt gewährt werden muss.	Abweisen der Klage, da 1. die entsprechenden Risikofaktoren aufgezeigt wurden. 2. Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung die Annahmen auf reasonable basis ruhten. 3. teilweise (Rabattsystem) dem Markt als gewöhnliche Geschäftspraxis bekannt waren	- Untersucht neben bespeaks caution auch die reasonableness der Annahmen - Anwendung truth on the market. -		the Basic test of materiality to the plaintiffs' claims that the Debenuto Prospectus omitted material information: "For nondisclosure to be actionable there must be a <i>substantial</i> likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having <i>significantly</i> altered the 'total mix' of information made available." WOW, 814 F. Supp. at 859 (quoting <i>Basic, Inc. v. Levinson</i> , 485 U.S. 224, 231-32, 99 L. Ed. 2d 194, 108 S. Ct. 978 (1988))	Truth on the market: And, second, the plaintiffs concede that price protection is a common practice in the toy industry. The undisputed evidence also indicates that stock balancing is commonplace in the industry. As a result, WOW had no duty to disclose its observance of those practices. See Hanon, 976 F.2d at 505 (no duty to disclose a "known condition"); Convergent Technologies, 948 F.2d at 513 (no duty to disclose a risk "the market clearly understood"); Schneider v. Vennard (In re Apple Computer Sec. Litig.), 886 F.2d 1109, 1119 [*1418] (9th Cir. 1989) (no duty to disclose the fact that buyers could cancel orders at will because "it was well understood within the investment community that computer orders are 'soft'"); cert. denied, 496 U.S. 943, 110 L. Ed. 2d 676, 110 S. Ct. 3229 (1990); Vaughn v. Teledyne, Inc., 628 F.2d 1214, 1220 (9th Cir. 1980) [**27] ("it is not a violation of any securities laws to fail to disclose a result that is obvious").
948 F.2d 507	28493	06.12.1991	Court of Appeals for the 9th Circuit	In re Convergent Technologies Sec. Lit.	Anklage nach 10b-5 und 11(33). Probleme mit neuem Produkt seien zu spät an die Öffentlichkeit getragen worden.	Abweisen der Klage, da zum einen die Öffentlichkeit aus anderen Quellen von den Risiken wusste (truth on the market) und zum anderen die Risikofaktoren ausführlich dargestellt wurden. Eine frühzeitigere Darstellung der schlechten Entwicklung sei nicht notwendig gewesen, da es nicht "required" sei, Prognosen zu veröffentlichen	Identifikation von Risikofaktoren wohl ausreichend, den Prognosen zu Grunde liegende Annahmen müssen nicht veröffentlicht werden. - Umfang von Informationspflichten über Zukunftsinformationen hier unscharf: Keine Klare Abgrenzung von Prognosen: so sind Trends zu veröffentlichen, die sich wahrscheinlich in Zukunft aus heute bekannten Informationen ergeben! Vgl. auch In re Verifone Sec. Lit., wo es als nicht verpflichtend angesehen wurde,	In re Apple (truth on the market)	Zitat zur Frage, dass auch entscheidend ist WIE etwas präsentiert wird und nicht nur WAS präsentiert wird "Some statements, although literally accurate, can become, through their context and manner of presentation, devices which mislead investors. For that reason, the disclosure required by the securities laws is measured not by literal truth, but by the ability of the material to accurately inform rather than mislead prospective buyers." <i>McMahan & Co. v. Wherehouse Entertainment, Inc.</i> , 900 F.2d 576, 579 (2d Cir. 1990).	Übernimmt truth on the market vom Apple-Urteil: We concluded: "In a fraud on the market case, the defendant's failure to disclose material information may be excused where that information has been made credibly available to the market by other sources." Hier: Öffentlichkeit weiss von Problemen bei Modellwechseln: In all, the district court considered more than 60 analyst reports and articles in the trade and financial press discussing Convergent's prospects for 1983. There can be no doubt that the market was aware AWS/IWS demand would not increase at the same rate it had in the past.

SONDERFORSCHUNGSBereich 504 WORKING PAPER SERIES

Nr.	Author	Title
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
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

SONDERFORSCHUNGSBereich 504 WORKING PAPER SERIES

Nr.	Author	Title
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
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

SONDERFORSCHUNGSBereich 504 WORKING PAPER SERIES

Nr.	Author	Title
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
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

Nr.	Author	Title
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 Metrizible 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
03-25	Volker Stocké	Informationsverfügbarkeit und Response-Effects: Die Prognose von Einflüssen unterschiedlich kategorisierter Antwortskalen durch Antwortsicherheiten und Antwortlatenzen
03-24	Volker Stocké	Entstehungsbedingungen von Antwortverzerrungen durch soziale Erwünschtheit. Ein Vergleich der Prognosen der Rational-Choice Theorie und des Modells der Frame-Selektion

SONDERFORSCHUNGSBereich 504 WORKING PAPER SERIES

Nr.	Author	Title
03-23	Daniel Schunk	Modeling the Use of Nonrenewable Resources Using a Genetic Algorithm
03-22	Brian Deal Daniel Schunk II	Spatial Dynamic Modeling and Urban Land Use Transformation: An Ecological Simulation Approach to Assessing the Costs of Urban Sprawl
03-21	Thomas Gschwend Franz Urban Pappi	Stimmensplitting und Koalitionswahl
03-20	Thomas Langer Martin Weber	Does Binding or Feedback Influence Myopic Loss Aversion - An Experimental Analysis
03-19	Peter Albrecht Carsten Weber III	Asset/Liability Management of German Life Insurance Companies: A Value-at-Risk Approach in the Presence of Interest Rate Guarantees
03-18	Markus Glaser	Online Broker Investors: Demographic Information, Investment Strategy, Portfolio Positions, and Trading Activity
03-17	Markus Glaser Martin Weber	September 11 and Stock Return Expectations of Individual Investors
03-16	Siegfried K. Berninghaus Bodo Vogt	Network Formation and Coordination Games
03-15	Johannes Keller Herbert Bless	When negative expectancies turn into negative performance: The role of ease of retrieval.
03-14	Markus Glaser Markus Nöth Martin Weber	Behavioral Finance
03-13	Hendrik Hakenes	Banks as Delegated Risk Managers
03-12	Elena Carletti	The Structure of Bank Relationships, Endogenous Monitoring and Loan Rates
03-11	Isabel Schnabel	The Great Banks' Depression - Deposit Withdrawals in the German Crisis of 1931

SONDERFORSCHUNGSBereich 504 WORKING PAPER SERIES

Nr.	Author	Title
03-10	Alain Chateauneuf Jürgen Eichberger Simon Grant	Choice under Uncertainty with the Best and Worst in Mind: Neo-additive Capacities.
03-09	Peter Albrecht Carsten Weber	Combined Accumulation- and Decumulation-Plans with Risk-Controlled Capital Protection
03-08	Hans-Martin von Gaudecker Carsten Weber II	Surprises in a Growing Market Niche - An Evaluation of the German Private Annuities Market
03-07	Markus Glaser Martin Weber	Overconfidence and Trading Volume
03-06	Markus Glaser Thomas Langer Martin Weber	On the trend recognition and forecasting ability of professional traders
03-05	Geschäftsstelle	Jahresbericht 2002
03-04	Oliver Kirchkamp Rosemarie Nagel	No imitation - on local and group interaction, learning and reciprocity in prisoners break
03-03	Michele Bernasconi Oliver Kirchkamp Paolo Paruolo	Expectations and perceived causality in fiscal policy: an experimental analysis using real world data
03-02	Peter Albrecht	Risk Based Capital Allocation
03-01	Peter Albrecht	Risk Measures
02-51	Peter Albrecht Ivica Dus Raimond Maurer Ulla Ruckpaul	Cost Average-Effekt: Fakt oder Mythos?
02-50	Thomas Langer Niels Nauhauser	Zur Bedeutung von Cost-Average-Effekten bei Einzahlungsplänen und Portefeuilleumschichtungen
02-49	Alexander Klos Thomas Langer Martin Weber	Über kurz oder lang - Welche Rolle spielt der Anlagehorizont bei Investitionsentscheidungen?
02-48	Isabel Schnabel	The German Twin Crisis of 1931