

Carolin Stahl

Information Overload am Kapitalmarkt

Eine verhaltensorientierte Untersuchung der Notwendigkeit
und der Möglichkeiten zur Deregulierung
der Informationspflichten des WpHG



Nomos

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	17
Einleitung	23
I. Problemstellung	25
II. Gang und Ziel der Untersuchung	25
III. Thematische Eingrenzung	27
§ 1 Das Informationsmodell des Sekundärmarktes de lege lata	29
I. Die Genese	30
1. Der Ursprung der Offenlegungsphilosophie	30
2. Die Entwicklung auf europäischer Ebene	30
3. Die Entwicklung auf nationaler Ebene	35
4. Die Finanzmarktkrise 2008 ff.	36
5. Zwischenergebnis	37
II. Der Zweck	38
1. Die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts	38
a. Die ökonomische Analyse	39
b. Zwischenergebnis	43
2. Der informationsbasierte Anlegerschutz	43
3. Zwischenergebnis	46
III. Die Adressaten – the intended audience	47
1. „Der Anleger“ – ein mystisches Wesen?	48
a. Das Anlegerleitbild – oder alle Mäuse sind grau	49
aa. Das ökonomische Verhaltensmodell – Lassen Sie uns annehmen...	50
bb. „Der Anleger“ des WpHG	52
cc. Anleger + Verbraucher = Kunde	53
b. Die Anleger – oder reality bites	55
2. Weitere Adressaten	56
3. Zwischenergebnis	56
IV. Die Mittel-Zweck-Kongruenz	58
1. Die Wirkung	58
2. Der Nutzen	59
a. Der Nutzen für Privatanleger – oder if you can't run with the big dogs, stay on the porch!	60

b. Der Nutzen für institutionelle Anleger, the big dogs	63
3. Die Kosten	64
4. Der Kosten-Nutzen-Saldo	66
5. Zwischenergebnis	66
VI. Information Overload	68
1. Definition	68
2. Choice overload	69
3. Information overload am Kapitalmarkt	70
4. Die Folgen	71
a. Die Ergebnisse der Konsumentenverhaltensforschung	72
b. Information overload der Anleger	73
5. Zwischenergebnis	74
VII. Ergebnis	76
§ 2 Das Intermediärmodell	80
I. Der Zweck	80
II. Die Adressaten	81
III. Informationsasymmetrie – oder Vertrauen ist gut, Kontrolle ist besser	82
IV. Das Informationsmodell des Intermediärmodells	84
1. Der Zweck	84
2. Die Wirkung: Information + Information = noch mehr Information	86
V. Die Mittel-Zweck-Kongruenz	87
1. Die Anlageberatung	87
a. Die bankgebundenen Anlageberater – eine Herde schwarzer Schafe?	88
aa. Informationspflichten	90
bb. Der status quo	92
(1) Systemimmanente Interessenskonflikte	93
(2) Vergütungsunabhängige Güte oder güteunabhängige Vergütung	97
(3) Wirkung – und wieder: information overload	100
cc. Zwischenergebnis	102
dd. Die Folgen	103
ee. Die Maßnahmen des Gesetzgebers	104
(1) Zur Bewältigung der systemimmanenten Interessenskonflikte	105
(α) Die Zuwendungen Dritter gem. § 31 d WpHG	105
(β) Das Protokoll gem. § 34 Abs. 2 a S. 1 WpHG	107
(2) Zur Verbesserung der Güte	109

(α) Das Gebot der Geeignetheit gem. § 31 Ab. 4 a WpHG	109
(β) Sachkunde und Zuverlässigkeit gem. § 34 d WpHG	109
(3) Zur Bewältigung des information overload	110
(α) Das Informationsblatt gem. § 31 Abs. 3 a WpHG	111
(β) Zwischenergebnis	112
b. Zwischenergebnis	115
c. Die Lösung: Honorarberater – oder sehen so weiße Schafe aus?	116
2. Die Finanzanalyse	118
a. Die Informationspflichten	120
b. Der status quo	122
aa. Systemimmanente Interessenskonflikte	122
(1) Unabhängige Finanzanalysten und buy-side Finanzanalysten	124
(2) Sell-side Finanzanalysten	124
bb. Die Güte – Kompetenz oder Kristallkugel?	127
cc. Zwischenergebnis	130
dd. Und wieder: information overload	130
c. Zwischenergebnis	133
d. Art. 15 MarktmissbrauchsVO-E	133
3. Das Rating	134
a. Der status quo	139
aa. Systemimmanente Interessenkonflikte	140
bb. Güte, Kühe, Mühe	142
cc. Zwischenergebnis	145
b. Die Maßnahmen des Gesetzgebers	146
aa. Informationspflichten	148
bb. Und wieder: information overload	151
c. Zwischenergebnis	152
4. Die Presse	153
a. Pressefreiheit und Selbstkontrolle	154
b. Interessenskonflikte	155
c. Rechtsverstöße und Effektivität der Selbstkontrolle	157
d. Die Güte	159
e. Und wieder: information overload	160
f. Zwischenergebnis	161
VI. Ergebnis – Whom to trust?	162
VII. Die Konsequenz – das do-it-yourself-Prinzip	163

§ 3	Entscheidungsverhalten	165
I.	Der wissenschaftliche Mord am homo oeconomicus	166
II.	Die Realität menschlicher Psychologie – Psychology matters!	170
	1. Bounded rationality – das Prinzip der begrenzten Rationalität	170
	a. Satisficing	172
	b. Die Konsequenz	173
	2. Der heuristics and biases approach	174
	a. Die Repräsentativitätsheuristik	175
	aa. Das Ingenieure und Anwälte Experiment	175
	bb. Das Linda Experiment	176
	cc. Die Wirkung der Repräsentativitätsheuristik – der dilution effect	177
	b. Die Verfügbarkeitsheuristik	179
	aa. Das Buchstaben Experiment	179
	bb. Die Wirkung der Verfügbarkeitsheuristik – der availability effect	179
	3. Präferenzinvarianz versus Referenzabhängigkeit	180
	a. Die Prospect Theory – oder was macht Aussichten schön?	181
	aa. Das asian disease - Experiment	182
	bb. Verlustaversion (loss aversion) und der framing effect	183
	cc. Zwischenergebnis	184
	b. Willkürliche Kohärenz (arbitrary coherence)	185
	aa. Das Glücksrad Experiment	185
	bb. Das Überschlag Experiment	186
	cc. Das Preisfindungsexperiment	186
	dd. Der anchoring effect	187
	4. Affective rationality	188
	a. Die Affektheuristik	189
	b. Die Wirkung der Affektheuristik	190
	5. Ecological rationality	190
III.	Ergebnis	192
IV.	Die Konsequenz	193
§ 4	Informationsverhalten	197
I.	Informationsaufnahme und -verarbeitung	197
II.	Die duale Informationsverarbeitung – fly me to the moon	199
	1. Der Autopilot – System 1	199
	2. Der Pilot – System 2	202
	3. Die Zusammenarbeit von Pilot und Autopilot	204

4.	Das Gesetz der geringsten kognitiven Anstrengung (the law of least effort)	205
5.	Die Folgen	207
	a. Das bat and ball Experiment	208
	b. Das Monty-Hall Problem – oder Ziege gefällig?	209
6.	Das Versagen der executive control – oder Houston, wir haben ein Problem!	212
7.	Cognitive load – die Anforderungen an die Informationsverarbeitung	213
III.	Ergebnis	214
§ 5	Zugänglichkeitsdeterminanten: Informationsquantität und -qualität	216
I.	Informationsquantität	216
1.	Informationsselektion	216
	a. Selektive Wahrnehmung	217
	b. Selektive Aufmerksamkeit	218
	c. Zwischenergebnis	219
3.	Die Anordnung	219
	a. Der Bestätigungsfehler (confirmation bias)	220
	aa. Der order effect – die Wirkung der Reihenfolge der Informationen	221
	bb. Der dilution effect – die Wirkung zusätzlicher Information	222
	b. Zwischenergebnis	223
II.	Informationsqualität	224
1.	Das visuelle Format	224
	a. Salienz	225
	b. Vividness	226
	c. Die Macht des Formats	228
	d. Die Konsequenz	230
	aa. Mikro- und makrotypographische Aspekte	230
	bb. Anordnung und Gliederung des Textes	231
	cc. Die Verwendung von Bildsprache und deren Platzierung	232
	dd. Standardisierung des Formats	236
2.	Zwischenergebnis	237
3.	Das sprachliche Format	238
	a. Framing effect – die Wirkung der Sprache	238
	b. Frequency format – die Wirkung der Zahlensprache	239
	c. Die Konsequenz	240
III.	Ergebnis	241

§ 6	Das Informationsmodell des Sekundärmarktes de lege ferenda	244
I.	Zu streichende Informationspflichten	244
1.	Jährliches Dokument	246
2.	Directors' Dealings	247
a.	Zweck	250
b.	Zweck-Mittel-Kongruenz	251
aa.	Indikatorwirkung – oder die hohe Kunst der Kaffeesatzleserei	251
bb.	Steigerung der Markttransparenz oder information overload	253
cc.	Förderung der Marktintegrität	254
dd.	Ausgleich des Informationsgefälles, die Anlegergleichbehandlung	256
c.	Zwischenergebnis	256
d.	Alternative Konzeption	258
e.	Ergebnis	260
3.	Wesentliche Beteiligung	261
a.	Zweck	263
b.	Zweck-Mittel-Kongruenz	263
c.	Zwischenergebnis	266
4.	Zwischenmitteilung der Geschäftsführung	267
II.	Zu ändernde Informationspflichten	269
1.	Jahresfinanzbericht	270
a.	Zweck	271
b.	Zweck-Mittel-Kongruenz	271
aa.	Der status quo	272
bb.	Zwischenergebnis	273
cc.	Manipulationsmöglichkeiten	273
dd.	Zwischenergebnis	275
c.	Standardisierter Kurzfinanzbericht	275
aa.	Rechtsvergleichende Perspektive	276
bb.	Mehrschichtige Informationspflichten des Kapitalmarktrechts	277
cc.	Inhalt	280
(1)	Rechnungslegungsinformationen	281
(2)	Spezifisch für Privatanleger aufbereitete Informationen	283
(3)	Sonstige Informationen	285
dd.	Reihenfolge und Umfang	286
ee.	Standardformat	287

ff. Sprache	288
gg. Vernetzung mit Jahresfinanzbericht – XBRL	289
hh. Kosten-Nutzen-Analyse	290
d. Zwischenergebnis	291
e. Trennungsgebot und Kennzeichnungspflicht	291
2. Halbjahresfinanzbericht	292
3. Quartalsfinanzbericht	293
4. Ad-hoc-Mitteilungen	296
a. Zweck	296
b. Zweck-Mittel-Kongruenz	298
aa. § 15 Abs. 1 und 2 WpHG, § 4 WpAIV	298
bb. § 15 Abs. 3 WpHG	301
c. Zwischenergebnis	302
d. Konkretisierung	303
aa. Art. 12 MarktmissbrauchsVO-E	303
bb. Alternative Konzeption	306
e. Ergebnis	309
5. Veränderung des Stimmrechtsanteils	310
a. Zweck	311
aa. § 21 WpHG	311
bb. §§ 22, 25 WpHG	313
b. Wirkung – und wieder: information overload	314
c. Konkretisierung durch das Risikobegrenzungs-gesetz	315
d. Mittel-Zweck-Kongruenz	317
aa. §§ 22, 25 WpHG	317
(1) Differenzkontrakte (Contracts for Difference)	318
(2) Zurechnung gem. § 22 WpHG	319
bb. Zwischenergebnis	321
cc. §§ 25 n. F., 25 a WpHG	321
(1) § Rechtsvergleichende Perspektive	323
(2) § 25 WpHG n. F.	325
(3) § 25 a WpHG	325
(α) Und wieder: information overload	328
(β) Kosten-Nutzen-Analyse	329
c. Zwischenergebnis	331
d. TransparenzRiL-Änderungs-E	332
e. §§ 17 ff. WpAIV	334
f. § 26 a WpHG	335
g. Zwischenergebnis	337
h. Alternative Konzeption	338

aa. Eine Informationspflicht, eine Zurechnungsnorm, eine Mitteilung und eine Veröffentlichung	338
bb. Konkretisierung des Inhalts	339
cc. Sanktionierung	341
dd. Eingangsschwellenwert	342
ee. Berechnungsgrundlage	343
ff. Format und Inhalt der Veröffentlichung	343
i. Ergebnis	344
III. Ergebnis	345
IV. System und Prinzip	347
Anhang	351
Literaturverzeichnis	353
Stichwortverzeichnis	369