

Marc Berninger

**Ausgestaltung und
Enforcement in der
Finanzberichterstattung**

Eine rechtliche und empirische
Analyse zur Marktakzeptanz



Nomos

Nomos Universitätsschriften

Betriebswirtschaftslehre

Band 9

Marc Berninger

Ausgestaltung und Enforcement in der Finanzberichterstattung

Eine rechtliche und empirische
Analyse zur Marktakzeptanz



Nomos



Onlineversion
Nomos eLibrary

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

Zugl.: Darmstadt, Technische Universität Darmstadt, Dissertation

ISBN 978-3-8487-6668-0 (Print)

ISBN 978-3-7489-0779-4 (ePDF)

1. Auflage 2020

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2020. Gesamtverantwortung für Druck und Herstellung bei der Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

Inhaltsübersicht

Kapitel 1 Einleitung	35
Kapitel 2 Quartalsweise Berichtspflichten – Reduktion gesetzlicher Anforderungen	39
A. Vorbemerkungen	39
B. Gesetzliche Anforderungen an die quartalsweise Berichterstattung	43
C. Veränderungen in der Ausgestaltung und Rezeption der quartalsweisen Berichterstattung	74
D. Fazit	194
Kapitel 3 Berichtspflichten über Eigengeschäfte von Führungskräften – Verschärfung gesetzlicher Anforderungen	197
A. Vorbemerkungen	197
B. Gesetzliche Anforderungen an die Veröffentlichung von Directors‘ Dealings	199
C. Stand der (finanzwirtschaftlichen) empirischen Forschung	227
D. Verarbeitung von Directors‘ Dealings durch den Kapitalmarkt	236
E. Handelsstrategien von Führungskräften bei Directors‘ Dealings	266
F. Fazit	307
Kapitel 4 Externes Enforcement der Rechnungslegung – Ansätze zur Selbstregulierung innerhalb des Kapitalmarktes	309
A. Vorbemerkungen	309
B. Rechtliche Entwicklung	310
C. Verarbeitung der Fehlerbekanntmachungen durch den Kapitalmarkt	412
D. Unternehmensentwicklung nach festgestellten Rechnungslegungsfehlern	453
E. Fazit	483
Kapitel 5 Zusammenfassung und Gesamtfazit	487
Literaturverzeichnis	491

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	19
Tabellenverzeichnis	21
Abkürzungsverzeichnis	29
A. Im (Fließ-)Text genutzte Abkürzungen	29
B. Abgekürzt zitierte Zeitschriften	32
Kapitel 1 Einleitung	35
Kapitel 2 Quartalsweise Berichtspflichten – Reduktion gesetzlicher Anforderungen	39
A. Vorbemerkungen	39
B. Gesetzliche Anforderungen an die quartalsweise Berichterstattung	43
I. Entwicklung der unterjährigen Berichtspflicht in Deutschland	43
1. Terminologie	44
2. Historische Entwicklung	45
a) (Privatrechtliche) Vorläuferregelungen bis zum Jahr 2007	46
aa) Entwicklungsprägend (auch) bei Publizitätspflichten: Das Europarecht	47
bb) Der Beginn der quartalsweisen Berichterstattung in Deutschland	49
(1) Erste Pflicht in Teilbereichen des „Freiverkehrs“ – ab 1998: „Quartalsbericht“	50
(2) Erste Pflichten im „organisierten Markt“ – ab 2003: „Quartalsfinanzbericht“.	52
b) Erste gesetzliche Regelung – Einführung des § 37x WpHG im Jahr 2007: „Zwischenmitteilung“	54
aa) Verhältnis zum „Quartalsfinanzbericht“	55
bb) (Mindest-)Inhalte der „Zwischenmitteilung“	56

Inhaltsverzeichnis

c)	Entfall der gesetzlichen Regelung – Neufassung des § 37x WpHG durch Transparenz-RL-Änderungs-RL im Jahr 2015	58
II.	Status quo der Börsenordnungen im Jahr 2019	62
1.	„Prime Standard“ der FWB	63
a)	Verhältnis der „Quartalsmitteilung“ zur ehemaligen „Zwischenmitteilung“	65
b)	Verhältnis der „Quartalsmitteilung“ zum „Quartalsfinanzbericht“	67
2.	„General Standard“ der FWB	68
3.	„Entry Standard“ bzw. „Scale“ der FWB	70
III.	Zusammenfassung und Rückblick	71
IV.	Fazit und Ausblick	72
C.	Veränderungen in der Ausgestaltung und Rezeption der quartalsweisen Berichterstattung	74
I.	Veränderte Ausgestaltung der Berichterstattung infolge der reduzierten gesetzlichen (Mindest-)Anforderungen	76
1.	Methodische Vorbemerkungen	76
2.	Veröffentlichungsform	78
3.	Umfang	79
a)	Seitenzahl	80
b)	Wörterzahl	82
c)	Gestaltungselemente	84
aa)	Tabellen	85
bb)	Diagramme und Schaubilder	86
cc)	Sonstige Abbildungen	87
4.	Veröffentlichungszeitpunkt	89
5.	Veröffentlichungsbestandteile	91
a)	Bilanz	92
b)	GuV/Gesamtergebnisrechnung	93
c)	Kapitalflussrechnung	93
d)	Lagebericht	94
aa)	Wirtschaftsbericht	98
bb)	Chancen- und Risikobericht	100
cc)	Prognosebericht	102
e)	Bericht nach Segmenten	103
f)	Prüfung der Berichterstattung	105
aa)	Prüferische Durchsicht durch den Abschlussprüfer	106
bb)	Prüfung durch den Prüfungsausschuss des Aufsichtsrats	109

6. Inhaltliche Veränderungen im Textteil	112
a) Textähnlichkeiten	113
aa) Methodik	114
bb) Ergebnisse	116
b) Lesbarkeit	117
aa) Theoretische Hintergründe	119
bb) Methodik	120
(1) Gunning-Fog-Index	121
(2) Flesch-Reading-Ease-Index	123
cc) Ergebnisse	123
7. Zusammenfassende Betrachtung der Veränderungen in der Ausgestaltung	125
8. Exkurs: Freiwillige Weiterführung der quartalsweisen Berichterstattung im General Standard	128
a) Stand der Forschung	130
aa) Theorien und empirische Evidenz, die für eine Vorteilhaftigkeit quartalsweiser Berichterstattung sprechen	130
bb) Theorien und empirische Evidenz, die für eine Nachteiligkeit quartalsweiser Berichterstattung sprechen	132
cc) Konsequenzen für die freiwillige Fortführung der quartalsweisen Berichterstattung	133
b) Datensatz und Untersuchungsmethodik	133
c) Ergebnisse zur freiw. fortgeführten Berichterstattung	136
aa) Anteile freiwilliger quartalsweiser Publikationen	136
bb) Unternehmenscharakteristika bei Fortführung bzw. Beendigung der quartalsweisen Berichterstattung	137
cc) Veränderung des Umfangs der quartalsweisen Berichterstattung	139
d) Fazit	140
II. Unternehmensspezifische Veränderungen des Veröffentlichungsformats	142
1. Stand der Forschung	142
2. Datengrundlage und Methodik	144
a) Datensatz	144
b) Methodik	144
aa) Logistisches Regressionsmodell und Parameterschätzung	145

Inhaltsverzeichnis

bb) Hypothesentests	146
cc) Beurteilung der Modellgüte	148
c) Berücksichtigte Einflussfaktoren	149
aa) Unternehmens(finanz)kennzahlen	149
(1) Unternehmensgröße	150
(2) Jahresüberschuss	151
(3) Kreditrating	152
(4) Frauenanteil im Aufsichtsrat	153
(5) Europaweite Tätigkeit	156
(6) Größe des Abschlussprüfers	159
bb) Kapitalmarktkennzahlen	159
(1) Analystenabdeckung	160
(2) Streubesitz	161
(3) Veröffentlichungs-Lag	162
cc) Branchenzugehörigkeit	163
3. Ergebnisse	164
4. Zwischenfazit	166
III. Veränderte Verarbeitung der Berichterstattung durch die Adressaten	167
1. Stand der Forschung	169
2. Datengrundlage und Methodik	173
a) Ermittlung der „Ergebnisüberraschung“	173
aa) Analystenschätzungen und unternehmenseigene Managementprognosen	174
bb) Ermittlung anhand von Schätzmodellen	175
(1) Martingal-Modelle	176
(2) Foster-Modell	176
b) Methodik der Ereignisstudie	178
aa) Kurzzeit-Ereignisstudien	179
(1) Bestimmung „abnormaler“ Renditen	179
(2) Hypothesentests	181
bb) Langzeit-Ereignisstudien	183
c) Erstellung (bzw. Erweiterung) des Datensatzes	184
3. Ergebnisse	185
a) Deskriptive Auswertung des Datensatzes	185
b) Kurzfristige Kapitalmarktreaktion auf die Veröffentlichung der quartalsweisen Berichterstattung	187
c) Kurzfristige Kapitalmarktreaktionen unter Berücksichtigung von Veröffentlichungstyp und Höhe der Ergebnisüberraschung	189

d) Langfristige Kapitalmarktperformance unter Berücksichtigung des Veröffentlichungstypus	192
4. Zwischenfazit	193
D. Fazit	194
Kapitel 3 Berichtspflichten über Eigengeschäfte von Führungskräften – Verschärfung gesetzlicher Anforderungen	197
A. Vorbemerkungen	197
B. Gesetzliche Anforderungen an die Veröffentlichung von Directors‘ Dealings	199
I. (Kapitalmarkt-)Theoretische Modelle zur Regulierung des „Insiderhandels“	200
II. Terminologie und Abgrenzung zwischen „meldepflichtigen“ und „verbotenen“ Geschäften	202
III. Historische Entwicklung	205
1. Vorläuferregelungen im Ausland	205
a) Vereinigte Staaten von Amerika	205
b) Großbritannien	206
2. (Privatrechtliche) Vorläuferregelungen in Deutschland	207
a) Nationale und europäische Normentwürfe seit den 1970er-Jahren	208
b) Erste (vertragliche) Regelungen im Freiverkehr	210
IV. Gesetzliche Meldepflichten in Deutschland	212
1. 2002 – 2016: Nationale Regelung – Wertpapierhandelsgesetz	213
a) Veränderungen im Anwendungsbereich	214
b) Veränderungen in der Ausgestaltung der Meldepflicht	216
c) (Bedeutende) weitere Veränderungen	218
2. Seit 2016: Unionsrechtliche Regelung – Marktmissbrauchsverordnung	218
a) Veränderungen in Anwendungsbereich und Ausgestaltung der Meldepflicht	219
b) Zentrale Neuerung: (Zeitlich beschränkte) Handelsverbote	221
3. Zusammenfassung	224
C. Stand der (finanzwirtschaftlichen) empirischen Forschung	227
I. Insiderhandel	227
1. Beobachtungsstudien	227
2. Experimentelle Studien	229

Inhaltsverzeichnis

II. Meldepflichtige Eigengeschäfte	231
1. (Primär) länderorientierte Ereignisstudien	231
2. Weitere Untersuchungen	234
III. Zusammenfassung	236
D. Verarbeitung von Directors' Dealings durch den Kapitalmarkt	236
I. Datensatz und Methodik	237
II. Entwicklung der Kapitalmarktreaktionen	241
1. Univariate Analyse möglicher Einflussgrößen	242
a) Jahr der Transaktionsdurchführung	243
aa) Transaktionszeitpunkt	243
bb) Veröffentlichungszeitpunkt	246
b) Indexzugehörigkeit des Unternehmens	251
c) Position der meldepflichtigen Person	253
d) Einfluss der Marktmissbrauchsverordnung	257
2. Multivariate Analyse möglicher Einflussgrößen	258
III. Zwischenfazit	265
E. Handelsstrategien von Führungskräften bei Directors' Dealings	266
I. Datensatz und Methodik	268
1. Matchingverfahren	269
2. Berechnung, Benchmarking und Normalisierung der Transaktionsrenditen	272
3. Kontrollvariablen	274
a) Persönliche Merkmale	275
aa) Position	275
bb) Geschlecht	276
(1) Stand der Forschung	277
(2) Methodisches Vorgehen zur Bestimmung des Geschlechts	278
(3) Deskriptive Ergebnisse	278
b) Unternehmensmerkmale	280
aa) Marktkapitalisierung	280
bb) Tobins Q	281
cc) Erlössituation	282
dd) Streubesitz	283
c) Transaktionsmerkmale	284
aa) Haltedauer	284
bb) Transaktionsvolumen	285
d) Kapitalmarktmerkmale	286
aa) Markttrend (Momentum)	286

bb) Volatilität	287
II. Ergebnisse	288
1. Transaktions-(Über-)Renditen in Abhängigkeit der Haltedauer	289
a) Unter Abstraktion von Transaktionskosten	290
b) Unter Berücksichtigung von Transaktionskosten	292
2. Verteilung der (Über-)Renditen über die Haltedauer	294
a) Einfluss der Haltedauer	295
b) Einfluss des Transaktionsvolumens	296
c) Einfluss der Marktkapitalisierung	298
d) Einfluss der Analystenabdeckung	299
3. Weitere Einflussfaktoren auf die Transaktions-(Über-)Renditen	300
III. Zusammenfassung	306
F. Fazit	307
Kapitel 4 Externes Enforcement der Rechnungslegung – Ansätze zur Selbstregulierung innerhalb des Kapitalmarktes	309
A. Vorbemerkungen	309
B. Rechtliche Entwicklung	310
I. Prüfungsstruktur bis zum Jahr 2004	310
1. „Externe“ Prüfung durch den Abschlussprüfer	311
a) Der Prüfungsprozess der Rechnungslegung durch den Abschlussprüfer	312
b) Der „Bestätigungsvermerk“ als extern-adressierter Outcome	314
aa) Zusammenhang: Bestätigungsvermerk → Enforcement-Verfahren	316
bb) Zusammenhang: Enforcement-Verfahren → Bestätigungsvermerk	316
(1) Unmittelbare Beteiligung am Enforcement-Verfahren	317
(2) Mittelbare Auswirkungen auf den Abschlussprüfer	318
2. „Interne“ Prüfung durch den Aufsichtsrat	319
a) Prüfung des Jahres-/Konzernabschlusses	320
b) Prüfung des Zwischenabschlusses	321
3. Informationsasymmetrien und Principal-Agent-Verhältnisse innerhalb der „klassischen“ Prüfungsstruktur	322

Inhaltsverzeichnis

II. Der Weg hin zur Einführung des „zweistufigen Enforcements“ in Deutschland im Jahr 2004	323
1. „Vor“-Ereignisse auf dem Weg zur Einführung des Enforcements	323
a) „Ökonomische“ Vor-Ereignisse	324
aa) Hohe Publizitätsanforderungen am „Neuen Markt“	324
bb) Internationalisierung der Kapitalmärkte in den 1990er-Jahren	326
b) „Rechtliche“ Vor-Ereignisse	327
aa) Sarbanes-Oxley Act	327
bb) „Überseering et al.“-Rechtsprechung des EuGH	328
c) Europäische IFRS-Pflicht	331
aa) Internationalisierung der Rechnungslegungsnormen auf nationaler Ebene	331
bb) Internationalisierung der Rechnungslegungsnormen auf europäischer Ebene	334
cc) Exkurs: Vorgegangene europäische Harmonisierungen bezüglich der Rechnungslegung	336
2. Europarechtliche Grundlagen des (deutschen) Enforcements	337
a) Europarechtliche Grundlagen	338
aa) Ausgangspunkt: IAS-VO	338
bb) Europaweite Koordinierung des Enforcements durch die ESMA	341
(1) „Leitlinien und Empfehlungen“ der ESMA und deren Bindungswirkung	344
(2) „Naming and Shaming“ der nationalen Aufsichtsbehörden	346
cc) Überblick über gesetzliche und untergesetzliche Grundlagen zum Enforcement auf Unionsebene	347
b) „Sanktions“-Mechanismus: „Naming and Shaming“	349
3. Exkurs: Externes Enforcement-System in Österreich	351
a) Rechtliche Entwicklung	351
b) Prüfungsgegenstand	353
c) Prüfungsverfahren	355
4. Einführung des „zweistufigen Enforcements“ in Deutschland durch das BilKoG	358

III. System des „zweistufigen“ Enforcements in Deutschland	358
1. Prüfungsinstitutionen	359
a) Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung – DPR	360
b) Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – BaFin	364
2. Prüfungsgegenstand	366
a) Erfasste Unternehmen	366
aa) Unternehmenssitz und Börsennotierung	366
bb) Handelssegment	368
cc) Emittierte Wertpapiere	370
b) Erfasste Rechnungslegungsdokumente	370
aa) Jahresabschluss/Konzernabschluss	373
bb) Halbjahresfinanzbericht	374
cc) (Keine) „quartalsweise Berichterstattung“	375
3. Prüfungsverfahren	375
a) Ablauf	376
aa) Auswahl der zu prüfenden Unternehmen	376
bb) Prüfungsumfang	378
b) Konkretisierung der gesetzlichen Terminologie „fehlerhafte Rechnungslegung“	379
4. Prüfungsergebnisse und Folgen	381
a) Beendigung des Verfahrens	381
b) Mitteilung keiner „wesentlichen“ Beanstandungen	384
aa) „Gütesiegel“ ex post	386
bb) „Gütesiegel“ für ex ante erhobene Vorwürfe	386
c) Mitteilung „wesentlicher Beanstandungen“	387
aa) Keine Bekanntmachung bei fehlendem „öffentlichen Interesse“	390
bb) Keine Bekanntmachung bei Schädigung berechtigter Interessen des Unternehmens	392
cc) Haftung für die fehlerhafte Durchführung von Enforcement-Verfahren	393
(1) Weitgehender Haftungsausschluss der DPR	394
(2) Amtshaftung der BaFin	395
d) Fehlerberichtigung nach festgestellter Beanstandung	396
e) Kosten des Enforcement-Verfahrens	397
aa) Unmittelbare Kosten	397
bb) Mittelbare Kosten	398
cc) Kapital(beschaffungs)kosten	400

Inhaltsverzeichnis

5. „Dritte Stufe“ des Enforcements – Rechtsschutz	401
a) Besonderheiten bei Widerspruch und Rechtsbeschwerde	401
b) Keine aufschiebende Wirkung	402
c) Alleinige Zuständigkeit: OLG Frankfurt am Main	404
6. Zusammenfassung: Das Enforcement-Verfahren im Kurzüberblick	404
IV. „Status-quo“ und aktuelle Herausforderungen	405
1. Exkurs: Sanktionierung mittels „Naming and Shaming“ in anderem aufsichtsrechtlichen Kontext: Bekanntmachung bankaufsichtsrechtlicher Maßnahmen nach § 60b KWG	406
a) Zugrundeliegendes Gesetzgebungsverfahren mit einem „Kuriosum“	406
b) Bankrechtliche Verstöße, die mittels „Naming and Shaming“ geahndet werden	408
c) Folgen und erste praktische Erfahrungen	410
2. Anknüpfung der empirischen Untersuchungen an das regulatorische Umfeld	411
C. Verarbeitung der Fehlerbekanntmachungen durch den Kapitalmarkt	412
I. Stand der (kapitalmarktorientierten) empirischen Forschung	412
1. Kapitalmarktreaktionen auf Rechnungslegungsfehler	413
2. Konsequenzen von Fehlerbekanntmachungen	415
3. (Mittelbare) Effekte durch die IFRS-Pflicht (in Deutschland)	416
II. Datensatz und Methodik der Untersuchung	418
1. Erstellung des Datensatzes	418
2. Ereignisstudienmethodik	420
a) Ermittlung der „erwarteten Rendite“	422
aa) Marktmodell	422
bb) Adjustiertes Marktmodell	423
cc) Mittelwertbereinigung	423
b) Ermittlung des abnormalen Handelsvolumens	424
c) Ermittlung der abnormalen Geld-Brief-Spanne	425
3. Berücksichtigte Einflussfaktoren	426
a) Prüfungscharakteristika	427
aa) Prüfungsdurchführende Institution	427
bb) Dauer des Prüfverfahrens	428

b) Fehlercharakteristika	429
aa) „Schwere“ der Rechnungslegungsfehler	429
bb) Typ des Abschlusses	430
cc) Gewinnauswirkung der Rechnungslegungsfehler	431
dd) Anhangsbezug der Rechnungslegungsfehler	432
ee) Ermessensbezug	433
c) Unternehmenscharakteristika	435
aa) Ausmaß von Bilanzpolitik	435
bb) Veränderungen in der Governance-Struktur	437
cc) Weitere Unternehmenskennzahlen	438
(1) Umsatzwachstum	438
(2) Zeitdauer der Börsennotierung	439
(3) Marktkapitalisierung	439
(4) Kapitalstruktur	440
(5) Streubesitz	440
III. Ergebnisse	440
1. Kurzfristige Kapitalmarktreaktionen auf Fehlerbekanntmachungen	441
a) Effekte auf die Aktienrendite	441
b) Effekte auf das Handelsvolumen der Aktie	444
c) Effekte auf die Geld-Brief-Spanne der Aktie	445
2. Multivariate Regressionsanalyse	446
IV. Zusammenfassung und Zwischenfazit	451
D. Unternehmensentwicklung nach festgestellten Rechnungslegungsfehlern	453
I. Stand der Forschung	455
1. Unternehmensentwicklung nach Rechnungslegungsfehlern	455
2. Insolvenzprognosemodelle	456
a) „Klassische“ Insolvenzprognosemodelle	457
b) Neue Ansätze auf Basis „künstlicher Intelligenz“	459
3. Einflussfaktoren auf die Delisting-Wahrscheinlichkeit	462
II. Datensatz und Methodik	464
1. Erstellung des Datensatzes	464
2. Methode des „Propensity Score Matchings“	465
a) Theoretische Hintergründe	466
b) Anwendung des Propensity Score Matchings	467
c) Ermittlung der Insolvenz- und Delistingwahrscheinlichkeit	470

Inhaltsverzeichnis

III. Ergebnisse	471
1. Wahrscheinlichkeiten für Insolvenzen	472
2. Wahrscheinlichkeiten für Börsenrückzüge	474
a) Vollständige Börsenrückzüge (Delistings i.e.S.)	475
b) Wechsel in den Freiverkehr (Downlistings)	478
IV. Zusammenfassung und Zwischenfazit	482
E. Fazit	483
Kapitel 5 Zusammenfassung und Gesamtfazit	487
Literaturverzeichnis	491
A. Literaturverzeichnis zu Kapitel 1 und 2	491
B. Literaturverzeichnis zu Kapitel 3	507
C. Literaturverzeichnis zu Kapitel 4	517
Danksagung	537

Abbildungsverzeichnis

Abbildungen in Kapitel 2

Abbildung 1: Anteil der Veröffentlichungsformen „Bericht“ und „Mitteilung“ in den Quartalen Q1 sowie Q3 des Jahres 2016.	79
Abbildung 2: Nötige Änderungsschritte zur Bestimmung der Levenshtein-Distanz zwischen den Worten „Quartalsfinanzbericht“ und „Quartalsmitteilung“.	115
Abbildung 3: Prozentualer Anteil der Stichprobenunternehmen aus dem General-Standard, die im jew. Quartal berichten.	137
Abbildung 4: Durchschnittliche Seitenzahl der quartalsweisen Berichterstattung im General Standard; gestrichelt gekennzeichnet: Entfall der gesetzlichen Zwischenmitteilungspflicht im November 2015.	140
Abbildung 5: Zeitlicher Ablauf einer (Kurzzeit-)Ereignisstudie mit den vorliegend genutzten Parametern der Schätz- und Ereignisperiode.	181
Abbildung 6: Kumulierte abnormale Renditen um den Veröffentlichungstag.	187

Abbildungen in Kapitel 3

Abbildung 1: Abnormale Renditen nach Kauftransaktionen (V) in den einzelnen Beobachtungsjahren.	248
Abbildung 2: Abnormale Renditen nach Verkaufstransaktionen (V) in den einzelnen Beobachtungsjahren.	250
Abbildung 3: Matching-Prozedur in schematischer Darstellung.	270
Abbildung 4: Summierte Erträge (rechte Skalierung) und Anzahl der Transaktionen (linke Skalierung), die im jeweiligen Jahr abgeschlossen wurden	271

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 5: Rendite des CDAX (dunkel) im Vergleich zu einem Portfolio aller untersuchten Transaktionen (hell) (ohne Berücksichtigung von Transaktionskosten).	288
Abbildung 6: Prozentualer Anteil positiver und negativer Überrenditen in den untersuchten Haltedauerintervallen	291
Abbildung 7: Einfluss der Haltedauer auf die Renditeverteilung während der Transaktion.	295
Abbildung 8: Renditeentwicklung kurzfristiger Transaktionen in Abhängigkeit des Transaktionsvolumens.	297
Abbildung 9: Renditeentwicklung kurz- und langfristiger Transaktionen in Abhängigkeit der Marktkapitalisierung.	298
Abbildung 10: Renditeentwicklung kurz- und langfristiger Transaktionen in Abhängigkeit der Analystenabdeckung.	300

Abbildungen in Kapitel 4

Abbildung 1: Grundsätze für die Auswahl der zu prüfenden Unternehmen.	377
Abbildung 2: Ablauf des Prüfungsprozesses.	379
Abbildung 3: Grafischer Vergleich der Insolvenzen je Gruppe in den jew. Beobachtungsfenstern.	473
Abbildung 4: Grafischer Vergleich der Delistings je Gruppe in den jew. Beobachtungsfenstern.	476
Abbildung 5: Grafischer Vergleich der Downlistings je Gruppe in den jew. Beobachtungsfenstern.	480

Tabellenverzeichnis

Tabellen in Kapitel 2

Tabelle 1:	Wesentliche Entwicklungsschritte der Zwischenberichtspflichten in der Europäischen Union und in Deutschland.	61
Tabelle 2:	Entwicklung der Pflichten zur quartalsweisen Berichterstattung innerhalb der einzelnen Marktsegmente an der FWB.	63
Tabelle 3:	Übernahme der gesetzlichen Regelungen (a.F.) der Mindestinhalte der „Zwischenmitteilung“ in die BörsO FWB (n.F.).	66
Tabelle 4:	Kernelemente der „historischen“ wie „aktuellen“ Regelungen im regulierten Markt und Prime Standard.	72
Tabelle 5:	Zusammensetzung der Gesamtstichprobe.	75
Tabelle 6:	Streuungsmaße der Seitenzahlen innerhalb der Stichprobe für die Veröffentlichungen zum 1. Quartal.	80
Tabelle 7:	Streuungsmaße der Seitenzahlen innerhalb der Stichprobe für die Veröffentlichungen zum 3. Quartal.	80
Tabelle 8:	Veränderung der Seitenzahl der Q1-Veröffentlichungen, differenziert nach Form der Veröffentlichung in Q1/2016.	81
Tabelle 9:	Veränderung der Seitenzahl der Q3-Veröffentlichungen, differenziert nach Form der Veröffentlichung in Q3/2016.	81
Tabelle 10:	Veränderung der Wörterzahl der Q1-Veröffentlichungen, differenziert nach Form der Veröffentlichung in Q1/2016.	83
Tabelle 11:	Veränderung der Wörterzahl der Q3-Veröffentlichungen, differenziert nach Form der Veröffentlichung in Q3/2016.	83

Tabellenverzeichnis

Tabelle 12: Anzahl und relative Veränderung der Tabellenzahl in den Q1-Veröffentlichungen, differenziert nach Form der Veröffentlichung in Q1/2016.	85
Tabelle 13: Anzahl und relative Veränderung der Tabellenzahl in den Q3-Veröffentlichungen, differenziert nach Form der Veröffentlichung in Q3/2016.	85
Tabelle 14: Anzahl und relative Veränderung der Anzahl von Diagrammen und weiteren Schaubildern in den Q1-Veröffentlichungen, differenziert nach Form der Veröffentlichung in Q1/2016.	86
Tabelle 15: Anzahl und relative Veränderung der Anzahl von Diagrammen und weiteren Schaubildern in den Q3-Veröffentlichungen, differenziert nach Form der Veröffentlichung in Q3/2016.	86
Tabelle 16: Anzahl und relative Veränderung der Anzahl von sonstigen Abbildungen in den Q1-Veröffentlichungen, differenziert nach Form der Veröffentlichung in Q1/2016.	88
Tabelle 17: Anzahl und relative Veränderung der Anzahl von sonstigen Abbildungen in den Q3-Veröffentlichungen, differenziert nach Form der Veröffentlichung in Q3/2016.	88
Tabelle 18: Veränderung des Veröffentlichungszeitpunkts zwischen Q1/2015 und Q1/2016 in Abhängigkeit des Veröffentlichungstyps.	90
Tabelle 19: Veränderung des Veröffentlichungszeitpunkts zwischen Q3/2015 und Q3/2016 in Abhängigkeit des Veröffentlichungstyps.	90
Tabelle 20: Lineare Regressionen der Veränderung der Seitenzahl auf die Veränderung des Veröffentlichungszeitpunktes.	91
Tabelle 21: Anzahl sowie relativer Anteil der Quartalsmitteilungen, die in Q1 sowie Q3/2016 eine Zwischenbilanz enthalten.	92
Tabelle 22: Anzahl sowie relativer Anteil der Quartalsmitteilungen, die in Q1 sowie Q3/2016 eine Zwischen-Gewinn-und-Verlustrechnung bzw. Zwischen-Gesamtergebnisrechnung enthalten.	93

Tabelle 23: Anzahl sowie relativer Anteil der Quartalsmitteilungen, die in Q1 sowie Q3/2016 eine Zwischen-Gewinn-und-Verlustrechnung bzw. Zwischen-Gesamtergebnisrechnung enthalten.	94
Tabelle 24: Anzahl sowie relativer Anteil der Quartalsmitteilungen, die in Q1 sowie Q3/2016 einen (als solchen explizit ausgewiesenen) Zwischenlagebericht enthalten.	95
Tabelle 25: Bestandteile Q1/2016 (nur Quartalsmitteilungen)	98
Tabelle 26: Bestandteile Q3/2016 (nur Quartalsmitteilungen)	98
Tabelle 27: Anzahl sowie relativer Anteil der Quartalsmitteilungen, die in Q1 sowie Q3/2016 einen Bericht nach Geschäftssegmenten enthalten.	104
Tabelle 28: Anzahl sowie relativer Anteil der Veröffentlichungen, die in Q1/2016 eine Bescheinigung einer prüferischen Durchsicht durch einen Abschlussprüfer enthalten.	107
Tabelle 29: Anzahl sowie relativer Anteil der Veröffentlichungen, die in Q3/2016 eine Bescheinigung einer prüferischen Durchsicht durch einen Abschlussprüfer enthalten.	108
Tabelle 30: Anzahl sowie relativer Anteil der Veröffentlichungen, die in Q1/2016 einen Hinweis enthalten, dass die Veröffentlichung durch Vorstand mit dem Prüfungsausschuss des Aufsichtsrats vor Publikation erörtert wurde.	111
Tabelle 31: Anzahl sowie relativer Anteil der Veröffentlichungen, die in Q3/2016 einen Hinweis enthalten, dass die Veröffentlichung durch Vorstand mit dem Prüfungsausschuss des Aufsichtsrats vor Publikation erörtert wurde.	112
Tabelle 32: Levenshtein- und gewichtete Levenshtein-Distanz zwischen den Veröffentlichungen aus Q1/2015 und Q1/2016, aufgeschlüsselt jeweils nach dem Typ der Veröffentlichung in Q1/2016.	117
Tabelle 33: Zuordnung der Werte des Fog-Index zu Bildungsniveau (basierend auf dem US-amerikanischen Bildungssystem), bzw. verallgemeinert dem Schwierigkeitsgrad des Textes.	122

Tabellenverzeichnis

Tabelle 34: Lesbarkeit der Q1/2016 sowie Q3/2016-Veröffentlichungen, ermittelt anhand der „vierten Wiener Sachtextformel“.	124
Tabelle 35: Lesbarkeit der Q1/2016 sowie Q3/2016-Veröffentlichungen, ermittelt anhand des nach Amstad modifizierten Flesh-Reading-Ease.	125
Tabelle 36: Regressionsanalyse zur Umfangsveränderung der quartalsweisen Berichterstattung zwischen Q1, bzw. Q3 2015 und 2016.	127
Tabelle 37: Zusammensetzung der Stichprobe aus dem General Standard.	134
Tabelle 38: Branchenzugehörigkeit der untersuchten Unternehmen.	135
Tabelle 39: Deskriptive Statistiken zu ausgewählten Finanz- und Kapitalmarktkennzahlen der untersuchten Unternehmen.	135
Tabelle 40: Unterschiede der untersuchten Kennzahlen bei Unternehmen mit im Kalenderjahr 2016 fortgeführter, bzw. eingestellter quartalsweiser Berichterstattung.	138
Tabelle 41: Deskriptive Statistiken der in den multivariaten Regressionsmodellen untersuchten Variablen.	149
Tabelle 42: Clusterung der in den multivariaten Modellen untersuchten Branchen	163
Tabelle 43: Ergebnisse der multivariaten logistischen Regressionsmodelle zur Wahl des Veröffentlichungsformats in Q1/16.	164
Tabelle 44: Zusammensetzung der Gesamtstichprobe.	185
Tabelle 45: Deskriptive Statistiken der in den einzelnen Modellen ermittelten Ergebnisüberraschung.	186
Tabelle 46: Kumulierte abnormale Renditen um den Veröffentlichungstag.	188
Tabelle 47: Quantilgrenzen und Anzahl der Beobachtungen in den jew. Quantilen.	189

Tabelle 48: Kumulierte abnormale Renditen um den Veröffentlichungstag in den einzelnen Quantilen der Ergebnisüberraschung (ermittelt anhand des e. Martingal-Modells); untergliedert nach Veröffentlichungstyp im jeweiligen Quartal sowie die Differenz zwischen beiden Gruppen.	190
Tabelle 49: Kumulierte abnormale Renditen um den Veröffentlichungstag in den einzelnen Quantilen der Ergebnisüberraschung (ermittelt anhand des Foster-Modells); untergliedert nach Veröffentlichungstyp im jeweiligen Quartal sowie die Differenz zwischen beiden Gruppen.	191
Tabelle 50: Langfristige Kapitalmarktperformance nach Veröffentlichung der quartalsweisen Berichterstattungen in den Quartalen Q1/16 – Q3/17	193

Tabellen in Kapitel 3

Tabelle 1: Kernelemente der „historischen“ wie „aktuellen“ Regulierung meldepflichtiger Eigengeschäfte in Deutschland.	225
Tabelle 2: Datensatzbereinigung vor Ereignisstudie.	238
Tabelle 3: Anzahl der untersuchten Kauf- und Verkaufsgeschäfte auf Jahresebene.	240
Tabelle 4: Kumulierte abnormale Renditen um die Durchführung (T) von Directors‘ Dealings (Käufe), untergliedert nach Beobachtungsjahr	244
Tabelle 5: Kumulierte abnormale Renditen um die Durchführung (T) von Directors‘ Dealings (Verkäufe), untergliedert nach Beobachtungsjahr	245
Tabelle 6: Kumulierte abnormale Renditen um die Veröffentlichung von Directors‘ Dealings (Käufe), untergliedert nach Beobachtungsjahr	247
Tabelle 7: Kumulierte abnormale Renditen um die Veröffentlichung von Directors‘ Dealings (Verkäufe), untergliedert nach Beobachtungsjahr	249

Tabellenverzeichnis

Tabelle 8: Kumulierte abnormale Renditen um die Veröffentlichung von Directors' Dealings (Käufe), untergliedert nach Indexzugehörigkeit	251
Tabelle 9: Kumulierte abnormale Renditen um die Veröffentlichung von Directors' Dealings (Verkäufe), untergliedert nach Indexzugehörigkeit	252
Tabelle 10: Anzahl der Beobachtungen für die einzelnen Personengruppen.	254
Tabelle 11: Kumulierte abnormale Renditen um die Veröffentlichung von Directors' Dealings (Käufe), untergliedert nach Position der meldepflichtigen Person.	255
Tabelle 12: Kumulierte abnormale Renditen um die Veröffentlichung von Directors' Dealings (Verkäufe), untergliedert nach Position der meldepflichtigen Person.	256
Tabelle 13: Unterschiede in den Kapitalmarktreaktionen auf gemeldete Kauftransaktionen im Jahr 2016 vor und nach Geltungsbeginn der MAR.	257
Tabelle 14: Unterschiede in den Kapitalmarktreaktionen auf gemeldete Verkaufstransaktionen im Jahr 2016 vor und nach Geltungsbeginn der MAR.	258
Tabelle 15: Multivariate Regressionsanalyse zu Einflussfaktoren auf die abnormale Rendite nach Veröffentlichung von Directors' Dealings (Kauftransaktionen)	260
Tabelle 16: Multivariate Regressionsanalyse zu Einflussfaktoren auf die abnormale Rendite nach Veröffentlichung von Directors' Dealings (Verkaufstransaktionen)	263
Tabelle 17: Datensatzbereinigung vor Matching.	269
Tabelle 18: Verteilungsmaße der identifizierten Transaktionen je Unternehmen und Person.	271
Tabelle 19: Deskriptive Statistiken der in den multivariaten Regressionsmodellen untersuchten Variablen	274
Tabelle 20: Geschlechtsspezifische Unterschiede verschiedener Transaktionsmerkmale.	279

Tabelle 21: Verteilungsmaße der Anzahl identifizierten Transaktionen je individueller Person, untergliedert nach Geschlecht.	280
Tabelle 22: Transaktions- und Marktrenditen in Abhängigkeit typischer Haltedauern.	290
Tabelle 23: Transaktions- und Marktrenditen in Abhängigkeit typischer Haltedauern unter Berücksichtigung von Transaktionskosten.	293
Tabelle 24: Regressionsanalyse zum Einfluss persönlicher, Unternehmens- und Umfeldmerkmale auf die Transaktionsrenditen.	301

Tabellen in Kapitel 4

Tabelle 1: Wesentliche unions(unter)rechtliche Grundlagen des Enforcements.	348
Tabelle 2: Fehlerbekanntmachungsermächtigung im deutschen und österreichischen Recht im Vergleich.	357
Tabelle 3: Dem Enforcement unterliegende Rechnungslegungsdokumente sowie jew. zugrundeliegende Rechnungslegungsnormen.	371
Tabelle 4: Wesentliche Anspruchsgrundlagen im Falle fehlerhaft durchgeführter Enforcement-Verfahren.	396
Tabelle 5: Übersicht zentraler empirischer Studien zu Kapitalmarktreaktionen auf Rechnungslegungsfehler.	413
Tabelle 6: Datensatzbereinigung.	420
Tabelle 7: Deskriptive Statistiken der in den multivariaten Regressionsmodellen untersuchten Variablen.	426
Tabelle 8: Aktienkursreaktionen bei der Veröffentlichung von Fehlerbekanntmachungen	441
Tabelle 9: Aktienkursreaktionen nach häufigsten Fehlerkategorien.	443
Tabelle 10: Veränderungen des relativen Handelsvolumens bei Veröffentlichung von Fehlerbekanntmachungen.	444
Tabelle 11: Veränderungen der Geld-Brief-Spanne bei Veröffentlichung von Fehlerbekanntmachungen.	445

Tabellenverzeichnis

Tabelle 12: Ergebnisse der multivariaten Regressionen.	448
Tabelle 13: Datensatzbereinigung.	465
Tabelle 14: Übersicht in der Literatur im Enforcement-Zusammenhang verwendeter Matching-Variablen.	468
Tabelle 15: Deskriptive Statistiken der zum Matching genutzten Variablen.	469
Tabelle 16: Mittelwerte der Matching-Variablen nach Durchführung des Propensity Score Matching.	470
Tabelle 17: Vergleich der Insolvenzwahrscheinlichkeit zwischen DPR-(Beobachtungs-) und Kontrollgruppe.	472
Tabelle 18: Vergleich der Delistingwahrscheinlichkeit zwischen DPR-(Beobachtungs-) und Kontrollgruppe.	475
Tabelle 19: Vergleich der Downlistingwahrscheinlichkeit zwischen DPR-(Beobachtungs-) und Kontrollgruppe.	479