

Marc Berninger

Ausgestaltung und Enforcement in der Finanzberichterstattung

Eine rechtliche und empirische
Analyse zur Marktakzeptanz



Nomos

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

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

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

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

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

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

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