

Henselmann, Klaus; Klein, Martin; Maier, Christian

Working Paper

Der Wertpapierprospekt: empirische Befunde zur Qualität der Risikoangaben bei Neuemissionen

Working Papers in Accounting Valuation Auditing, No. 2009-1

Provided in Cooperation with:

Friedrich-Alexander University Erlangen-Nuremberg, Chair of Accounting and Auditing

Suggested Citation: Henselmann, Klaus; Klein, Martin; Maier, Christian (2009) : Der Wertpapierprospekt: empirische Befunde zur Qualität der Risikoangaben bei Neuemissionen, Working Papers in Accounting Valuation Auditing, No. 2009-1, Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg, Lehrstuhl für Rechnungswesen und Prüfungswesen, Nürnberg

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/30196>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.



Working Papers in Accounting Valuation Auditing Nr. 2009-1

Klaus Henselmann / Martin Klein / Christian Maier

Der Wertpapierprospekt
Empirische Befunde zur Qualität
der Risikoangaben bei Neuemissionen

**Friedrich-Alexander-Universität
Erlangen-Nürnberg**



Lehrstuhl für
Rechnungswesen
und Prüfungswesen

Der Wertpapierprospekt
Empirische Befunde zur Qualität der Risikoangaben
bei Neuemissionen

Working Papers in Accounting Valuation Auditing Nr. 2009-1
www.pw.wiso.uni-erlangen.de

Klaus Henselmann* / Martin Klein / Christian Maier*****

Autoren: * Prof. Dr. Klaus Henselmann, ** Dipl.-Kfm. Martin Klein, beide Lehrstuhl für Rechnungswesen und Prüfungswesen, Rechts- und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät, Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg, Lange Gasse 20, D-90403 Nürnberg, Tel. +49 911 5302 437, Fax + 49 911 5302 401, klaus.henselmann@wiso.uni-erlangen.de, martin.klein@wiso.uni-erlangen.de, *** Dipl.-Kfm. Christian Maier, Mitarbeiter bei Rödl & Partner, christian.maier@roedl.de

Schlagwörter: Risikoberichterstattung, Publizitätsgüte, WpPG, Wertpapierprospekt, Börsengang, IPO, qualitative Inhaltsanalyse, Publizitätsverhalten, Semiotik, MaxQDA

Title: Share Issue Prospectus - Empirical analysis of the risk disclosure quality in the prospectus of IPOs

Abstract: The paper analyzes the risk disclosure quality in the prospectus of IPOs in Germany between 2006 and 2008. Quality of risk information is measured as precision and comprehensibility. The relationship between risk disclosure quality and earnings power is tested.

Keywords: risk reporting, disclosure quality, WpPG, prospectus, initial public offering, IPO, qualitative content analysis, semiotics, MaxQDA

JEL Classification: G18, G38, K22, M41, M42

Gliederung

1	Problemstellung und Zielsetzung	3
2	Der Wertpapierprospekt	3
2.1	Anwendungsbereich und Prospektpflicht	3
2.2	Formale Vorschriften	4
2.2.1	Prospektinhalt	4
2.2.2	Angaben zu den Risikofaktoren	6
2.2.3	Zukunftsgerichtete Aussagen	8
3	Empirische Untersuchung zur Qualität der Risikoangaben im Wertpapierprospekt	9
3.1	Aktueller Forschungsstand	9
3.2	Untersuchungsansatz zur Qualitätsmessung von Risikoangaben	13
3.2.1	Anforderungen an Wertpapierprospekte	13
3.2.2	Qualitätsmerkmal Präzision	14
3.2.3	Qualitätsmerkmal Verständlichkeit	17
3.2.4	Untersuchung des Zusammenhanges zwischen Qualität der Risikoangaben und Ertragsstärke der Unternehmen sowie Umfang der Risikoangaben	19
3.3	Datenerhebung	22
3.3.1	Stichprobenauswahl	22
3.3.2	Erhebung und Auswertung der Daten	23
3.3.2.1	Erhebung und Auswertung der Präzision	23
3.3.2.2	Erhebung und Auswertung der Verständlichkeit	24
3.3.2.3	Erhebung und Auswertung von Zusammenhängen	24
3.4	Ergebnisse der Untersuchung	25
3.4.1	Ergebnisse zur Untersuchung der Präzision	25
3.4.2	Ergebnisse zur Untersuchung der Verständlichkeit	27
3.4.3	Ergebnisse zur Untersuchung von Ertragsstärke der Unternehmen und Umfang der Risikoangaben	28
3.4.4	Ergebnisse zu den Zusammenhängen	31
3.5	Interpretation und Diskussion der Ergebnisse	32
4	Fazit	34
	Literaturverzeichnis	35
	Verzeichnis der verwendeten Gesetze, Verordnungen und Entscheidungen	39
	Verzeichnis der Internetquellen	39
	Verzeichnis der sonstigen Quellen	40

1 Problemstellung und Zielsetzung

Auf dem Aktienmarkt sind Informationen von zentraler Bedeutung. Sie können das Verhalten von Marktteilnehmern in hohem Maße beeinflussen. Die Offenlegung von Risiken spielt für die Anlageentscheidung von Investoren eine wesentliche Rolle. Die überwiegende Mehrheit der Unternehmen ist gesetzlich verpflichtet einen Wertpapierprospekt zu erstellen um die Anleger zu schützen. Dieser soll dem Anleger unter anderem die Möglichkeit geben das Anlagerisiko einzuschätzen.¹

Wissenschaftliche Arbeiten beschäftigten sich bisher vorwiegend mit der Qualität und der Aussagekraft von Risikoangaben in den jährlichen Finanzberichterstattungen. Eine empirische Untersuchung zur Qualität der Risikoangaben in Wertpapierprospekten fehlt hingegen. Ziel des Arbeitspapiers ist daher, die Qualität und Aussagekraft solcher Angaben anhand der Kriterien Präzision, Verständlichkeit und Umfang der Risikoangaben zu untersuchen.

Hierfür werden 19 Wertpapierprospekte aller deutschen Industrieunternehmen ausgewertet, die im Zeitraum von Januar 2006 bis Dezember 2008 erstmals am regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB) gelistet wurden. Die Untersuchung der Präzision und des Umfangs der Risikoangaben findet dabei durch eine qualitative, computergestützte Inhaltsanalyse statt. Die Verständlichkeit wird anhand von Indizes bestimmt. Anschließend werden unter Zuhilfenahme eines zweiseitigen Signifikanztests mögliche Zusammenhänge zwischen den untersuchten Variablen Präzision, Verständlichkeit und Umfang der Risikoangaben aufgezeigt und kritisch beurteilt. Dabei wird auch untersucht, ob ertragsstärkere Unternehmen detailliertere Angaben zum Risiko machen als ertragsschwache Unternehmen.

2 Der Wertpapierprospekt

2.1 Anwendungsbereich und Prospektpflicht

Nach § 1 Abs. 1 S. 1 WpPG ist das Gesetz anzuwenden auf die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung von Prospekten für Wertpapiere, die öffentlich angeboten oder zum Handel an einem organisierten Markt gemäß § 2 Nr. 16 WpPG zugelassen werden und für die keine expliziten Ausnahmen der §§ 2-4 WpPG greifen. Am 1. Juli 2005 ist das Wertpapierprospektgesetz (WpPG)² im Rahmen des Prospektrichtlinien-

¹ Vgl. Richtlinie 2003/71/EG, S. 65.

² BGBl. I 2005, S. 1698.

Umsetzungsgesetzes³ in Kraft getreten. Damit hat der deutsche Gesetzgeber die zum 31. Dezember 2003 gültige EU-Prospektrichtlinie (Prosp-RL)⁴ in nationales Recht umgesetzt. Das neue WpPG bildet zusammen mit der unmittelbar anwendbaren Prospektverordnung (ProspV)⁵ den rechtlichen Rahmen für öffentliche Angebote und die Börsenzulassung in Deutschland.⁶ Die bisherigen deutschen Regelungen in der Verkaufsprospektverordnung (VerkProspV) wurden komplett, die im Verkaufsprospektgesetz (VerkProspG) und in der Börsenzulassungsverordnung (BörsZulV) teilweise aufgehoben.⁷ Durch die Umsetzung der Prosp-RL und der ProspV ist es europaweit zu einer Angleichung der Vorschriften für den Wertpapierprospekt gekommen. Dies führt dazu, dass bei der Auslegung der Vorschriften neben den deutschen Grundsätzen auch europäische Rechtsquellen herangezogen werden müssen.⁸ Ziel der Regelung ist u. a. den Anlegern vollständige Informationen bereitzustellen, um so das Vertrauen in die Wertpapiermärkte in Europa zu stärken.⁹

2.2 Formale Vorschriften

2.2.1 Prospektinhalt

Nach § 5 Abs. 1 WpPG muss der Prospekt sämtliche Angaben über den Emittenten und die öffentlich angebotenen oder zum Handel an einem organisierten Markt zuzulassenden Wertpapiere enthalten, die für Investoren wesentlich sind. Als wesentlich werden dabei Angaben angesehen, die es dem Investor ermöglichen, sich ein zutreffendes Urteil über die Vermögenswerte und Verbindlichkeiten, die Finanzlage, die Gewinne und Verluste, die Zukunftsaussichten des Emittenten und jedes Garantiegebers, sowie die mit dem Wertpapier verbundenen Rechte zu machen.

Der Kenntnis- und Verständnishorizont der Investoren ist dabei der durchschnittliche Anleger, der eine Bilanz lesen und verstehen kann, aber nicht über ein überdurchschnitt-

³ BGBl. I 2005, S. 1698.

⁴ Richtlinie 2003/71/EG.

⁵ Verordnung (EG) Nr. 809/2004 (Berichtigung der ursprünglichen Fassung Abl. (EG) Nr. L 215/3 vom 29.4.2004, nach starker Kritik an der deutschen Übersetzung).

⁶ Vgl. Holzborn, Timo/ Israel, Alexander: ZIP 2005, S. 1668.

⁷ Vgl. Kullmann, Walburga/ Sester, Peter: WM 2005, S. 1068.

⁸ In dieser Arbeit werden zur Interpretation und Auslegung des WpPG auch Literatur und Kommentierungen zur Prosp-RL herangezogen, da diese fast eins zu eins in deutsches Recht umgesetzt wurde.

⁹ Vgl. Buck-Heeb, Petra: Kapitalmarktrecht, Rn. 625; Kunold, Uta/ Schlitt, Michael: BB 2004, S. 501 (502); BT-Dr. 15/5373, S. 81; BT-Dr. 15/4999, S. 25.

liches Fachwissen verfügt.¹⁰ Außerdem hat der Emittent die Aufmachung des Prospektes so zu gestalten, dass die Auswertung und das Verständnis erleichtert wird (§§ 5 Abs. 1 S. 1 und 3 WpPG).¹¹

Unter dem Format des Prospektes kann die Grobgliederung des Prospektinhaltes verstanden werden.¹² Bei der Erstellung des Prospektes hat der prospektpflichtige Emittent die Wahl zwischen einem einteiligen oder einem dreiteiligen Prospekt (§ 12 Abs. 1 WpPG). Rein inhaltlich existieren allerdings keinerlei Anforderungsunterschiede. In beiden Fällen können drei Teile unterschieden werden, die beim einteiligen Prospekt in einem Dokument zusammengefasst werden und beim dreiteiligen einzelne Dokumente darstellen. Einen Teil mit Angaben zum Emittenten, einen mit Angaben zum Wertpapier und eine Zusammenfassung.¹³ Die Mindestinhalte dieser Teile sind in § 7 WpPG geregelt und verweisen dabei vollständig auf die ProspV.

¹⁰ Dieser Beurteilungsmaßstab wird von der Rechtsprechung verwendet, vgl. Schanz, Kay-Michael: Börseneinführung, § 13, Rn. 19; Grunewald, Barbara/ Schlitt, Michael: Einführung Kapitalmarktrecht, § 12 II 2 (d). Der Beurteilungsmaßstab wird aber auch kritisch gesehen, da bezweifelt wird, dass ein durchschnittlicher Anleger eine Bilanz versteht, vgl. Groß, Wolfgang: Kapitalmarktrecht-Kommentar, §§ 44, 45 BörsG, Rn. 41.

¹¹ Vergleichbar mit der „Plain English Rule“ der SEC, wonach Form, Aufbau, Sprache, Stil und Satzbau das Verständnis und die Auswertung erleichtern sollen, vgl. Schanz, Kay-Michael/ Schalast, Christoph: Wertpapierprospekte, S. 14; weiterführende Informationen zur Prospektverständlichkeit, vgl. Schindele, Matthäus: Prospektverständlichkeit.

¹² Vgl. Kullmann, Walburga/ Sester, Peter: ZBB 2005, S. 209 (211).

¹³ Vgl. Kullmann, Walburga/ Sester, Peter: WM 2005, S. 1068 (1071); Schlitt, Michael/ Schäfer, Susanne: AG 2005, S. 498 (501); Buck-Heeb, Petra: Kapitalmarktrecht, Rn. 632.

Mindestangaben für das Registrierformular für Aktien (Anhang I ProspV)	
1. Verantwortliche Personen	14. Verwaltungs-, Geschäftsführungs- und Aufsichtsorgane sowie oberes Management
2. Abschlussprüfer	15. Bezüge und Vergünstigungen
3. Ausgewählte Finanzinformationen	16. Praktiken der Geschäftsführung
4. Risikofaktoren	17. Beschäftigte
5. Angaben über den Emittenten	18. Hauptaktionäre
6. Geschäftsüberblick	19. Geschäfte mit verbundenen Parteien
7. Organisationsstruktur	20. Finanzinformationen über die Vermögens-, Finanz-, und Ertragslage des Emittenten
8. Sachanlagen	21. Zusätzliche Angaben
9. Angaben zur Geschäfts- und Finanzlage	22. Wesentliche Verträge
10. Eigenkapitalausstattung	23. Angaben von Seiten Dritter, Erklärungen von Seiten Sachverständiger und Interessenerklärungen
11. Forschung und Entwicklung	24. Einsehbare Dokumente
12. Trendinformationen	25. Angaben über Beteiligungen
13. Gewinnprognose oder -schätzung	
Mindestangaben für die Wertpapierbeschreibung für Aktien (Anhang III ProspV)	
1. Verantwortliche Personen	6. Zulassung zum Handel und Handelsregeln
2. Risikofaktoren	7. Wertpapierinhaber mit Verkaufsposition
3. Wichtige Angaben	8. Kosten der Emission / des Angebotes
4. Angaben über die anzubietenden bzw. zum Handel zuzulassenden Wertpapiere	9. Verwässerung
5. Bedingungen und Voraussetzungen für das Angebot	10. Zusätzliche Angaben

Abb. 1: Überblick über die Mindestangaben im Registrierformular und der Wertpapierbeschreibung für Aktienemissionen

Aufgrund der empirisch zu untersuchenden Problematik wird im Folgenden nur auf die Angabepflicht über Risikofaktoren (Kapitel 2.2.2) und prognoserelevante Bestandteile (Kapitel 2.2.3) eingegangen.

2.2.2 Angaben zu den Risikofaktoren

Neben der Zusammenfassung muss jeder Prospekt einen gesonderten Gliederungspunkt mit Angaben zu den Risikofaktoren enthalten. Dies gilt unabhängig davon, ob der Prospekt aus einem oder drei Teilen besteht. Wird ein dreiteiliger Prospekt veröffentlicht, so sind im Registrierungsformular (Anhang I Nr. 4 ProspV) sowie in der Wertpapierbeschreibung (Anhang III Nr. 2 ProspV) Angaben zu den Risikofaktoren zu machen.

Unter den Risikofaktoren wird nach Art. 2 Nr. 3 ProspV eine Liste von Risiken verstanden, die für die jeweilige Situation des Emittenten und/oder der Wertpapiere spezifisch ist und die Anlageentscheidung des Investors wesentlich beeinflusst. Als Leitlinie für den Aufbau und die Gliederung des Abschnittes können weiterhin die außer Kraft gesetzten Going Public-Grundsätze¹⁴ der FWB verwendet werden. Danach soll eine Fokussierung auf die für den Emittenten spezifischen Risikofaktoren erfolgen. Ein Übermaß von Angaben zu allgemeinen Risiken, wie etwa dem Risiko von Kursenkungen, würde die Lesbarkeit des Prospektes verschlechtern.¹⁵ Dieses Ziel bringt auch Anhang I Nr. 4 ProspV zum Ausdruck, indem Angaben zu spezifischen Risiken des Emittenten oder seiner Branche gefordert werden. Dies wird durch Angaben zum Marktrisiko, die von wesentlicher Bedeutung für die angebotenen oder zuzulassenden Wertpapiere sind, ergänzt (Anhang III Nr. 2 ProspV).

Wie die Abgrenzung zwischen allgemeinen und spezifischen Risiken zu erfolgen hat und über welche Risiken genau berichtet werden muss, ist in der Verordnung nicht geregelt. Daraus resultiert ein Ermessensspielraum für die Emittenten bei der Angabe der Risikofaktoren. Da die Risiken je nach Unternehmen variieren, gilt dies auch für die angegebenen Risikofaktoren im Wertpapierprospekt. Die Prospektverantwortlichen müssen die Abgrenzung zwischen allgemeinen und spezifischen Risiken selbst vornehmen. In diesem Zusammenhang sollte der Emittent eine Analyse der Geschäfts- und Wettbewerbssituation durchführen, um die wesentlichen Risikogebiete und Einflussgrößen festzustellen. Beispielhaft könnten der zunehmende Wettbewerbsdruck, eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen oder Erkenntnisse aus der Due Diligence (rechtlich, steuerlich oder finanziell) einen Risikofaktor darstellen.

Nach erfolgter Identifizierung ist im Prospekt über die spezifischen Risiken umfassend und aussagekräftig zu berichten. Dabei müssen die potenziellen Risiken verständlich und möglichst präzise erläutert werden. Eine sprachliche Abschwächung der Risiken, durch Verwendung von Satzkonstrukten wie „zwar – aber“ muss unterbleiben.¹⁶

Bei der Darstellung der Risikoangaben sollte auf deren Reihenfolge geachtet werden.¹⁷ In den meisten Fällen wird zwar ein Passus aufgenommen, der darauf hinweist, dass die Reihenfolge keine Aussage über die Werthaltigkeit und Eintrittswahrscheinlichkeit dar-

¹⁴ Going Public-Grundsätze der Deutschen Börse AG vom 01.08.2004 (Going Public-Grundsätze), wurden durch die Prosp-RL abgeschafft; vgl. zu den Going Public-Grundsätzen Schlitt, Michael/Smith, Philip/ Werlen, Thomas: AG 2002, S. 478; Meyer, Andreas: WM 2002, S. 1864.

¹⁵ Vgl. Schlitt, Michael/ Smith, Philip/ Werlen, Thomas: AG 2002, S. 478 (482); Meyer, Andreas: WM 2002, S. 1864 (1869).

¹⁶ Vgl. Alfes, Holger/ Wieneke, Laurenz: EU-ProspV Anhang I, Rn. 17 f.

¹⁷ Vgl. Deutsche Börse AG: Going Public-Grundsätze, Ziffer 4.1.2.

stellt, doch scheint es gegenüber dem Leser sachgerecht, die wesentlichen Risiken zuerst aufzuzeigen. Bei der Beurteilung der Wesentlichkeit ist die Eintrittswahrscheinlichkeit sowie die wirtschaftliche Auswirkung durch den Eintritt maßgebend.¹⁸ Um die Übersichtlichkeit zu verbessern, können die Risikoangaben nach Sachgebieten kategorisiert werden (z.B. Marktrisiken, unternehmensbezogene Risiken, rechtliche Risiken und Risiken im Zusammenhang mit der Transaktion).¹⁹ Da auch in der Zusammenfassung Angaben über die Risikofaktoren erfolgen müssen, werden in der Regel die einzelnen Risikofaktoren mit einer prägnanten Überschrift versehen, die dann in Form einer Auflistung in die Zusammenfassung eingehen.²⁰

Die Angabe der Risikofaktoren im Prospekt, insbesondere als eigenständiger Gliederungspunkt, macht deutlich, dass es sich beim Wertpapierprospekt nicht nur um ein Marketinginstrument, sondern zugleich um ein Haftungsdokument handelt. Bei unterlassenen oder unrichtigen Prospektangaben können der Emittent und die begleitenden Kreditinstitute in Haftung genommen werden. Wird jedoch auf konkrete Risiken des Emittenten, die durch die Emission und die Geschäftstätigkeit bestehen, angemessen hingewiesen, so sind diese von der Haftung ausgenommen.²¹

2.2.3 Zukunftsgerichtete Aussagen

Neben historischen Angaben müssen Emittenten zusätzlich zukunftsgerichtete Angaben machen. Diese sind für Investoren von besonderem Interesse, da die Investitionsentscheidung maßgeblich von der zukünftigen Entwicklung des Unternehmens abhängt.²² Der Emittent sollte jedoch behutsam mit der Veröffentlichung von zukunftsgerichteten Angaben und Aussagen umgehen, da diese ebenso der Haftung unterliegen.²³ Zukunftsgerichtete Aussagen müssen die Unternehmen über jüngste Trends und Entwicklungen in den Bereichen Produktion, Umsatz, Vorräte, Kosten und dem Ausgabepreis machen, die seit dem letzten Jahresabschluss bis zum Zeitpunkt der Erstellung des Prospektes eingetreten sind (Ziffer 12.1 Anhang I ProspV). Zudem muss über bekannte Trends, Unsicherheiten, Nachfrage, Verpflichtungen oder Vorfälle, die zu einer wesentlichen Beeinflussung des Emittenten im laufenden Geschäftsjahr führen könnten, berichtet

¹⁸ Vgl. Alfes, Holger/ Wieneke, Laurenz: EU-ProspV Anhang I, Rn. 21.

¹⁹ Vgl. Meyer, Andreas in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 30, Rn. 47; Schlitt, Michael/ Smith, Philip/ Werlen, Thomas: AG 2002, S. 478 (483); Meyer, Andreas: WM 2002, S. 1864 (1869 f.).

²⁰ Vgl. Meyer, Andreas in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 30, Rn. 47.

²¹ Vgl. Alfes, Holger/ Wieneke, Laurenz: EU-ProspV Anhang I, Rn. 16.

²² Vgl. Siebel, Ulf/ Gebauer, Stefan: WM 2001, S. 173 (174, 192 ff.); Veil, Rüdiger: AG 2006, S. 690.

²³ Vgl. Meyer, Andreas in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 30, Rn. 51.

werden (Ziffer 12.2 Anhang I ProspV). Die gegebenen Hinweise müssen hinreichend mit Tatsachen begründet werden und kaufmännisch vertretbar sein. Zudem muss das Risiko eines möglichen Nichteintretens der zukünftigen Entwicklung dem Investor gegenüber deutlich gemacht werden.²⁴ Aussagen, die sich auf die Zukunft beziehen, sollten in Anlehnung an US-amerikanische Regelungen klar als solche erkennbar sein. Zudem können für Fragen der Darstellung die alten Going-Public-Grundsätze der Deutschen Börse AG als Leitlinie herangezogen werden.²⁵

3 Empirische Untersuchung zur Qualität der Risikoangaben im Wertpapierprospekt

3.1 Aktueller Forschungsstand

Im Bereich der betriebswirtschaftlichen Forschung gibt es zahlreiche Untersuchungen, die sich mit den qualitativen Angaben in Jahresabschlüssen befassen.²⁶ Zur Untersuchung von qualitativen Angaben im jährlichen Geschäftsbericht können unterschiedliche Ansätze verwendet werden.

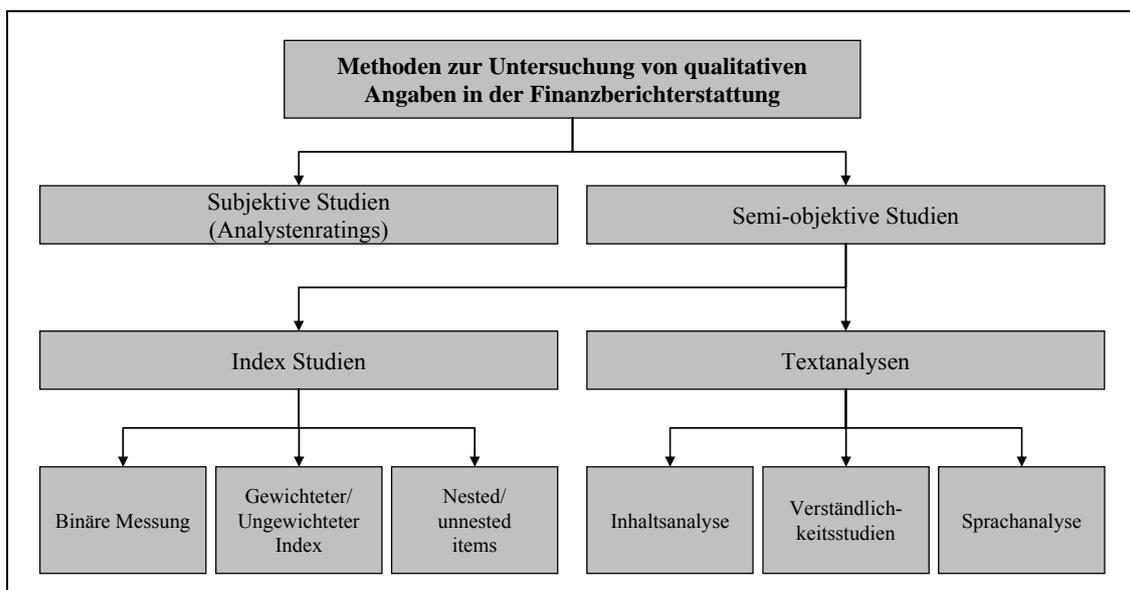


Abb. 2: Methoden zur Untersuchung von qualitativen Angaben in der Finanzberichterstattung

²⁴ Vgl. Assmann, Heinz-Dieter in: Assmann/Lenz/Ritz, § 13 VerkProspG, Rn. 13; Meyer, Andreas in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 30, Rn. 51.

²⁵ Vgl. Meyer, Andreas in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 30, Rn. 51.

²⁶ Vgl. hierzu und zum Folgenden, sowie für weiterführende Literatur zu Studien: Beattie, Vivien/ McInnes, Bill/ Fearnley, Stella: AF 2004, S. 205; Healy, Paul/ Palepu, Krishna: JAE 2001, S. 405; Core, John: JAE 2001, S. 441; Stanton, Patricia/ Stanton, John: AAAJ 2002, S. 478; Bötzel, Stefan: WPg 1993, S. 201.

Ein möglicher Ansatz sind subjektive Studien. In den meisten dieser Fälle wird die Qualität der Angaben auf Grundlage von Analystenbewertungen durchgeführt. Studien aus diesem Bereich stammen bspw. von LANG/LUNDHOLM²⁷, HOPE²⁸ sowie BARRON/KILE/O'KEEFE²⁹. Die subjektive Methode wird allerdings stark kritisiert, da unklar ist, ob der Analyst die Bewertung seriös durchgeführt hat, die Auswahl der Unternehmen undurchsichtig ist und nicht ausgeschlossen werden kann, dass der Analyst durch Vorurteile bei der Bewertung beeinflusst ist.³⁰

Ein weiterer Ansatz sind semi-objektive Studien. Die Bezeichnung semi-objektiv wird verwendet, da diese Studien objektiver als subjektive Studien, aber nicht frei von subjektiven Einflüssen sind. Es wird unterschieden zwischen Indexstudien und Textanalysen. Die Mehrheit der vorzufindenden Studien bilden Indexstudien. Da es schwierig ist die Qualität von Angaben direkt zu bestimmen, wird ein Mengenindex stellvertretend zur Qualitätsmessung verwendet. Dabei wird anhand einer Checkliste das Datenmaterial analysiert und dabei Werte für das Vorhandensein oder Nicht-Vorhandensein bestimmter Angaben vergeben. Zusätzlich kann eine Gewichtung der einzelnen Elemente erfolgen. Die Gewichtung erfolgt meist durch die Befragung einer fachspezifischen Zielgruppe. Elemente, die der Zielgruppe besonders wichtig sind, werden dabei stärker gewichtet. Die Studien, die es aus diesem Bereich gibt, setzen meist auf dem Jenkins Report³¹ auf. Letzterer nennt 5 Kategorien (Financial and Nonfinancial Data, the Management's Analysis of Financial and Nonfinancial Data, Forward-looking Information, Information on Managers and Stakeholders und Company Background) über die berichtet werden sollte. Anhand dieser Vorgaben werden dann Indexmodelle entwickelt. Bekannte Studien auf diesem Gebiet stammen von BOTOSAN³², ROBB/SINGLE/ZARZEKSKI³³ und VANSTRAELEN/ZARZENSKI/ROBB³⁴ sowie für den deutschsprachigen Raum von D'ARCY/GRABENSBERGER³⁵, DASKE/GEBHARDT³⁶, GLAUM/STREET³⁷, FOCKEN/ PLAW-

²⁷ Vgl. Lang, Mark/ Lungholm, Russell: JAR 1993, S. 246.

²⁸ Vgl. Hope, Ole-Kristian: JAR 2003, S. 235.

²⁹ Vgl. Barron, Ori/ Kile, Charles/ O'Keefe, Terrence: CAR 1999, S. 75.

³⁰ Vgl. Healy, Paul/ Palepu, Krishna: JAE 2001, S. 405 (426 f.).

³¹ Vgl. AICPA (Hrsg.): Jenkins Report.

³² Vgl. Botosan, Christine: AR 1997, S. 323.

³³ Vgl. Robb, Sean/ Single, Louise/ Zarzeski, Marilyn: IAAT 2001, S. 71.

³⁴ Vgl. Vanstreaelen, Ann/ Zarzeski, Marilyn/ Robb, Sean: IFMA 2003, S. 249.

³⁵ Vgl. D'Arcy, Anne/ Grabensberger, Sonja: WPg 2001, S. 24.

³⁶ Vgl. Daske, Holger/ Gebhardt, Günther: ABACUS 2006, S. 461.

³⁷ Vgl. Glaum, Martin/ Street, Donna: JFMA 2003, S. 64.

KY³⁸ und MÖLLER/LENZ³⁹. Eine Übersicht über internationale Indexstudien liefern MARSTON/SHRIVES⁴⁰ und STREET/GRAY⁴¹. Für eine Übersicht deutscher Indexstudien siehe BÖTZEL⁴².

Semi-objektive Studien können des Weiteren auch durch Textanalysen durchgeführt werden. Dazu gehört die Inhaltsanalyse (Content Analysis) als eine Form der Textanalyse. Durch die Inhaltsanalyse wird versucht, bestimmte thematische Teile des Textes zu analysieren und spezifische Aussagen herauszufiltern. Eine weitere Form der Textanalyse sind Sprachanalysen (semiotische Studien), die an die Literaturwissenschaft anknüpfen und teilweise als Teil der Content Analysis verstanden werden.⁴³ Diese versuchen durch Analyse der Syntax, Semantik und Pragmatik eine Aussage über den Inhalt und die Verständlichkeit zu erlangen. Dabei wird im Rahmen der Untersuchung der Syntax untersucht, inwieweit die Präzision der Aussagen Einfluss auf die vermittelte Information hat. Die semantische Analyse untersucht den Einfluss der Wortwahl auf die vermittelte Information. Im Rahmen der pragmatischen Analyse wird beispielsweise untersucht, welche Rückschlüsse durch freiwillige Informationen möglich sind.⁴⁴ Verständlichkeitsstudien befassen sich mit der Lesbarkeit und dem Grad der „Verwirrung“ von Texten.⁴⁵ Im Bereich der Verständlichkeitsstudien wird in vielen Fällen der FLESCH-Index⁴⁶ ermittelt um eine Aussage über den Schwierigkeitsgrad der Texte zu treffen. Einen Überblick über Content Analysis Studien findet sich in JONES/SHOEMAKER⁴⁷. Außerdem kann die Studie der FASB⁴⁸ zur freiwilligen Berichterstattung in Jahresabschlüssen, sowie die Studie von RUTHERFORD⁴⁹ beispielhaft für die Content Analysis genannt werden. Im Bereich der semiotischen Studien ist auf SYD-

³⁸ Vgl. Focken, Elke/ Plawsky, André: KoR 2004, S. 298.

³⁹ Vgl. Möller, Manuela/ Lenz, Hansrudi: zfbf 2006, S. 889.

⁴⁰ Vgl. Marston, Claire/ Shrives, Philip: BAR 1991, S. 195.

⁴¹ Vgl. Street, Donna/ Gray, Sidney: Observance of International Accounting Standards, S. 11.

⁴² Vgl. Bötzel, Stefan: WPg 1993, S. 201.

⁴³ Vgl. Mayring, Philipp: Qualitative Inhaltsanalyse, S. 24 ff.; Beattie, Vivien/ McInnes, Bill/ Fearnley, Stella: AF 2004, S. 205 (208 ff.).

⁴⁴ Vgl. Küting, Karlheinz: DStR 1999, S. 728 (730 ff.).

⁴⁵ Vgl. Jones, Micheal/ Shoemaker, Paul: JAL 1994, S. 142; Mayring, Philipp, Qualitative Inhaltsanalyse, S. 24 ff.

⁴⁶ Index, der auf einer Kombination von Satztlängen und Silbenanzahl basiert, vgl. Flesch, Rudolf: JAP 1948, S. 221.

⁴⁷ Vgl. Jones, Micheal/ Shoemaker, Paul: JAL 1994, S. 142.

⁴⁸ Vgl. FASB (Hrsg.): Improving business reporting.

⁴⁹ Vgl. Rutherford, Brian: Half the story.

SERFF/WEETMAN⁵⁰ zu verweisen. In Deutschland analysierte WERNER⁵¹ Lageberichte auf Grundlage der Semiotik.

Die beschriebenen Methoden lassen sich in vielen Fällen nicht trennscharf voneinander abgrenzen und gehen fließend ineinander über. Eine semiotische Analyse kann beispielsweise in ein Indexmodell übergehen. Da die Messung von Qualität komplex ist, wurden Modelle entwickelt, die vielschichtiger als die zuvor erläuterten sind. Dazu gehören beispielsweise die Modelle von BEATTIE/MCINNES/FEARNLEY⁵² und BERETTA/BOZZOLAN⁵³.

BEATTIE/MCINNES/FEARNLEY reagieren durch einen multidimensionalen Ansatz und eine vollumfängliche Untersuchung des Abschlusses auf die Kritik an älteren Studien, die sich nur mit einer Dimension auseinandergesetzt haben. Sie kategorisieren dabei auf vier Ebenen. Zunächst erfolgt eine Einordnung der Angaben auf Grundlage des Jenkins Report. Daran schließt sich eine zeitliche Einordnung an, gefolgt von einer finanziellen oder nicht-finanziellen Einordnung. Abschließend wird zwischen quantitativen oder qualitativen Aussagen unterschieden.⁵⁴ Die Grundidee dieses Modells ist, die Qualität der Anhangsangaben nicht nur anhand des Umfangs, sondern auch anhand der Verteilung der Angaben im Bericht zu beurteilen.⁵⁵ BERETTA/BOZZOLAN haben die Grundidee von BEATTIE/MCINNES/FEARNLEY in ihrem Modell aufgegriffen und es weiter modifiziert. Sie messen Qualität durch „Quantity“ und „Richness“. Wobei sie „Richness“ in „Width“ and „Depth“ unterteilen. „Width“ misst dabei über welche Risikogebiete berichtet wird und wie deren Verteilung in der Berichterstattung ist. „Depth“ analysiert wie die Angaben gemacht wurden, beispielsweise in welcher zeitlichen Dimension oder ob sie qualitativ oder quantitativ sind. Dahinter steht die Überlegung, dass es nicht nur darauf ankommt, wie viel veröffentlicht wird, sondern auch was und wie dies geschieht.

Ein Hybrid zwischen quantitativer und qualitativer Analyse stellt das Saarbrücker Modell von KÜTING dar. In diesem Modell werden quantitative und qualitative Instrumente der Bilanzanalyse zusammengeführt um eine präzisere Aussage zu erreichen. Im quantitativen Teil wird ein Scoring-Modell verwendet, das durch Kennzahlen eine Einordnung der Ertragsstärke des Unternehmens ermöglicht. Im qualitativen Teil wird die Anwendung des bilanzpolitischen Instrumentariums untersucht. Dabei wird analysiert inwie-

⁵⁰ Vgl. Sydserff, Robin/ Weetman, Pauline: AAAJ 1998, S. 459.

⁵¹ Vgl. Werner, Ute: zfbf 1990, S. 1014.

⁵² Vgl. Beattie, Vivien/ McInnes, Bill/ Fearnley, Stella: AF 2004, S. 205.

⁵³ Vgl. Beretta, Sergio/ Bozzolan, Saverio: JAAF 2008, S. 333.

⁵⁴ Vgl. Beattie, Vivien/ McInnes, Bill/ Fearnley, Stella: AF 2004, S. 205 (217).

⁵⁵ Vgl. Beretta, Sergio/ Bozzolan, Saverio: JAAF 2008, S. 333 (339 f.).

weit Abweichungen von einem Normbilanzierer erfolgen, wie oft diese vorkommen und ob eine Bilanzierungsstrategie (konservativ oder progressiv) erkennbar ist. Das Modell ermöglicht eine Aussage über die Qualität der Geschäftsberichte deutscher Unternehmen und wird jährlich am Institut für Wirtschaftsprüfung in Saarbrücken zur Beurteilung deutscher, börsennotierter Unternehmen angewendet.⁵⁶

Im Bereich der üblichen Risikoberichterstattung gibt es somit eine Reihe empirischer Untersuchungen.⁵⁷ Publikationen zu Angaben der Risikofaktoren im Wertpapierprospekt sucht man allerdings vergeblich obwohl sich hier ähnliche Probleme stellen und vergleichbare Methoden anwendbar sind. Diese Forschungslücke wird in dieser Arbeit aufgegriffen, indem im Folgenden eine empirische Untersuchung der Risikoangaben im Wertpapierprospekt durchgeführt wird.

3.2 Untersuchungsansatz zur Qualitätsmessung von Risikoangaben

3.2.1 Anforderungen an Wertpapierprospekte

Um die Qualität der Risikoangaben⁵⁸ im Wertpapierprospekt untersuchen zu können, muss vorab definiert werden, anhand welcher Kriterien die Qualität untersucht beziehungsweise gemessen werden kann.

Eine direkte Messung der Qualität ist nicht möglich, da Qualität ein multidimensionales Konzept ist, bei dem die unterschiedlichsten Dimensionen in die Bewertung eingehen können.⁵⁹ Deshalb kann Qualität nur stellvertretend durch andere Kriterien gemessen werden.⁶⁰ Welche Kriterien Qualität bestimmen, hängt stark vom zu untersuchenden Zielobjekt ab, da für unterschiedliche Texte unterschiedliche Anforderungen gelten können.

Aus den gesetzlichen Vorschriften zum Wertpapierprospekt lässt sich ableiten, dass der Prospekt leicht analysierbar und verständlich gestaltet sein soll (§ 5 Abs. 1 WpPG). Die Going Public-Grundsätze der FWB, die früher der Leitfaden zur Erstellung des Wertpa-

⁵⁶ Vgl. Küting, Karlheinz/ Weber, Claus-Peter: Bilanzanalyse, S. 403 ff.

⁵⁷ Zum Überblick über Studien im Bereich Risikoberichterstattung vgl. Woods, Margaret/ Kajüter, Peter/ Linsley, Philip (Hrsg.): International Risk Management, S. 199 ff.

⁵⁸ Unter „Risikoangaben“ sind im Folgenden die im Wertpapierprospekt unter dem Gliederungspunkt „Risikofaktoren“ gemachten Angaben zu verstehen.

⁵⁹ Vgl. Beretta, Sergio/ Bozzolan, Saverio: JAAF 2008, S. 333 (340).

⁶⁰ Vgl. Botosan, Christine: IJA 2004, S. 289 (290).

pierprospektes waren und heute noch immer als Orientierungshilfe dienen, fordern eine allgemeinverständliche Gestaltung des Prospektes.⁶¹

Aufgrund dieser „weichen“ Aussagen werden zusätzlich die Anforderungen der Standardsetter im Bereich der Jahresabschlüsse beziehungsweise Finanzberichterstattung betrachtet. Diese haben gegenüber den speziellen Vorschriften des WpPG den Vorteil, dass sie weitverbreitet und grundsätzlich von den Anwendern akzeptiert sind.⁶² Das HGB verlangt in § 243 HGB, dass die Jahresabschlüsse die Grundsätze der ordnungsmäßigen Buchführung (GoB) erfüllen und klar und übersichtlich sein müssen. Die GoB umfassen den Grundsatz der Klarheit und Übersichtlichkeit, Richtigkeit, Vollständigkeit, Vergleichbarkeit und Wirtschaftlichkeit.⁶³ Ähnliche Anforderungen werden an die deutsche Lageberichterstellung gestellt. Die Qualitätsmerkmale, die im Rahmen der empirischen Untersuchung hergezogen werden, leiten sich unmittelbar aus diesen Anforderungen an die Berichterstattung ab. Im Folgenden werden speziell die Qualitätsmerkmale Präzision und Verständlichkeit herausgegriffen und näher untersucht.

3.2.2 Qualitätsmerkmal Präzision

Präzision ist eine Variable, die die Qualität des Wertpapierprospektes beeinflusst, da grundsätzlich davon auszugehen ist, dass mit steigender Genauigkeit der Angaben der Nutzen für die Adressaten steigt.⁶⁴

Zur Untersuchung der Präzision wird die qualitative Inhaltsanalyse in Form der skalierenden Strukturierung verwendet. Bei der skalierenden Strukturierung werden Inhalte auf einer Skala bestimmten Präzisionsklassen zugeordnet.⁶⁵ Die Ergebnisse der Inhaltsanalyse werden anschließend in ein Scoring-Modell übernommen.

Die Inhaltsanalyse zur Untersuchung der Präzision erfolgt anhand eines achtstufigen Modells:

- (1) Im ersten Schritt wird die Analyseeinheit festgelegt. Dazu müssen die Auswertungseinheit, die Kodiereinheit und die Kontexteinheit festgelegt werden. Die Auswertungseinheit bestimmt, welche Textteile nacheinander ausgewertet werden. Die Kodiereinheit legt den minimalen und die Kontexteinheit den maximalen Textteil

⁶¹ Vgl. Deutsche Börse AG (Hrsg.): Going Public-Grundsätze, S. 8.

⁶² Vgl. Botosan, Christine: IJA 2004, S. 289 ff.

⁶³ Vgl. Baetge, Jörg/ Kirsch, Hans-Jürgen/ Thiele, Stefan: Bilanzen, S. 116 ff.

⁶⁴ Vgl. Beattie, Vivien/ McInnes, Bill/ Fearnley, Stella: AF 2004, S. 210.

⁶⁵ Vgl. Mayring, Philipp: Qualitative Inhaltsanalyse, S. 92.

fest, der unter eine Kategorie fallen kann.⁶⁶ Für alle drei Einheiten wird der „Satz“ gewählt, da jeweils alle Risikoangaben eines Unternehmens auch Satz für Satz untersucht werden.

- (2) Im zweiten Schritt wird die Einschätzungsdimension festgelegt. Die Einschätzungsdimension ist hier die Genauigkeit der Angaben, da durch sie die Präzision der Risikoangaben gemessen wird.
- (3) Dazu wird im dritten Schritt der Untersuchung ein Kategoriensystem festgelegt. Letzteres ordnet aufgrund des Grades der Genauigkeit Sätze in Präzisionsklassen ein.⁶⁷ Auf Grundlage der Klassen kann das Skalensystem festgelegt werden. Grundsätzlich führen genauere Angaben zu einem höheren Rang in der Rangfolge und somit zu einer höheren Qualität der Angaben. Da Risikoangaben aber vorwiegend zukünftige Entwicklungen erläutern, muss berücksichtigt werden, dass diese nur selten in Punktaussagen gefasst werden können. Zudem sollte eine Abwägung zwischen Sicherheit und Genauigkeit erfolgen, da mit steigender (sinkender) Genauigkeit die Sicherheit der Angabe sinkt (steigt).⁶⁸ Daraus folgt, dass in der Untersuchung nicht davon ausgegangen wird, dass in jedem Fall eine höhere Genauigkeit auch zu einer höheren Qualität der Angabe führt. Stattdessen wird angenommen, dass es einen optimalen Informationsgrad gibt. Für die Untersuchung wird daher unterstellt, dass nicht die Punktinformation, sondern die Intervallinformation im Rahmen der Risikoangaben die höchste Qualität aufweist, da diese Genauigkeit und Sicherheit am besten vereint. Punktwerte werden streng genommen nie exakt erreicht, allerdings bleibt das Ausmaß der erwarteten Schätzunsicherheit unklar. Hingegen lässt sich mit einem sehr engen Zielintervall sowohl die erwartete Größe als auch der (geringe) Unsicherheitsgrad deutlich zum Ausdruck bringen. Breitere Intervalle deuten hingegen eine höhere Schätzunsicherheit an.

⁶⁶ Vgl. Mayring, Philipp: Qualitative Inhaltsanalyse, S. 53.

⁶⁷ Dieses Konzept wird vermehrt in der Literatur verwendet, wenn auch die Anzahl der Klassen sowie die Bezeichnungen variieren. Vgl. Busse von Colbe, Walther: Prognosepublizität, S. 105; Rückle, Dieter: DB 1984, S. 57 (64); Wasser, Gerd: Bestimmungsfaktoren, S. 44; Krumbholz, Marcus: Qualität publizierter Lageberichte, S. 43; Küting, Karlheinz/ Weber, Claus-Peter: Bilanzanalyse, S. 411; Sorg, Peter: WPg 1988, S. 381 (384); Sorg, Peter: BB 1994, S. 1962 (1966).

⁶⁸ Vgl. Baetge, Jörg/ Fischer, Thomas/ Paskert, Dierk: Der Lagebericht, S. 42.

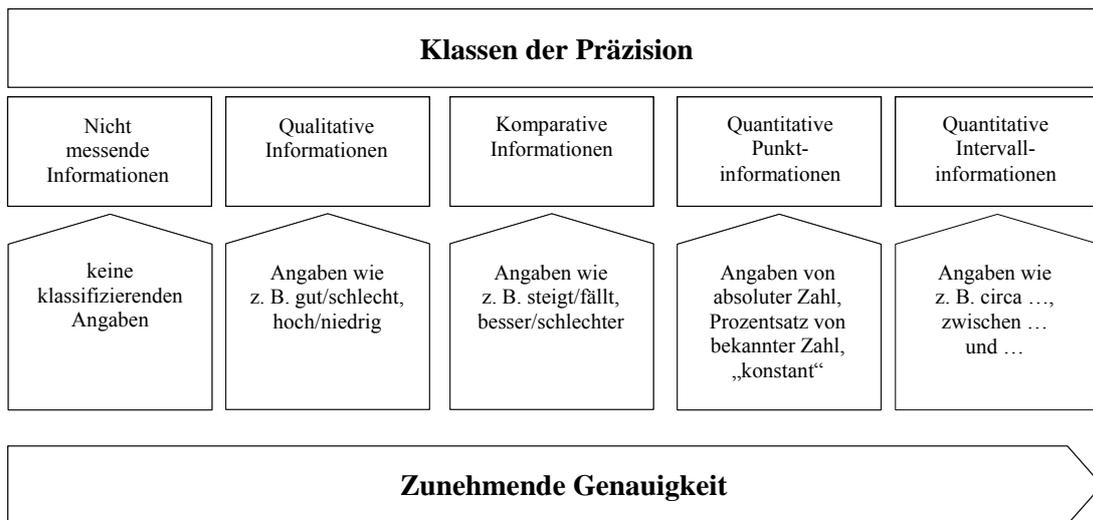


Abb. 3: Präzisionsklassen⁶⁹

- (4) Anschließend erfolgt im vierten Schritt die Definition von Kategorien, Ankerbeispielen und Kodierregeln.
- (5) Im fünften Schritt werden bei einem ersten Materialdurchgang die Fundstellen gekennzeichnet. Da im Rahmen dieser Untersuchung alle Sätze kodiert werden, erfolgt dies zeitgleich mit dem sechsten Schritt.
- (6) Der sechste Schritt stellt die eigentliche Kodierung dar, was in diesem Fall die Einordnung jedes Satzes in eine Präzisionsklasse ist.
- (7) Im siebten Schritt folgt, falls notwendig, eine Überarbeitung des Kategoriensystems, wenn bei der Kodierung ersichtlich wird, dass das Kategoriensystem beziehungsweise die Definition der Kategorien angepasst werden muss.
- (8) Nach Abschluss der Kodierung werden die durch die qualitative Inhaltsanalyse gewonnenen Häufigkeiten der jeweiligen Kategorien in einem achten Schritt weiterverarbeitet. Es werden die empirischen Befunde in ein Scoring-Modell zur Messung des Qualitätsmerkmals Präzision übernommen. Jeder Präzisionsklasse (Kategorie) (j) wird ein Punktwert (G_j) zugeordnet und anschließend mit der Häufigkeit (n_{ij}) der Präzisionsklasse multipliziert. Die Punktwerte der einzelnen Klassen orientieren sich am optimalen Informationsgrad, so dass eine Aussage mit einem höheren Informationsgrad mehr Punkte erhält als eine Aussage mit einem niedrigeren Informationsgrad.

⁶⁹ Vgl. Hütten, Christoph: Geschäftsbericht, S. 313.

	Präzisionsklasse (Kategorie) (j)	Punktwert G_j
5	Quantitative Intervall-Information	4 Punkte
4	Quantitative Punkt-Information	3 Punkte
3	Komparative Information	2 Punkte
2	Qualitative Information	1 Punkt
1	Nicht messende Information	0 Punkte

Abb. 4: Bewertung der Präzisionsklassen⁷⁰

Das Ergebnis des Scoring-Modells ist der Präzisionswert (P_i). Je höher dieser Wert ist, desto höher ist die Qualität für den Leser. Formal gilt für den Präzisionswert (P_i):

$$P_i = \sum_{j=1}^5 n_{ij} G_j$$

mit

G_j = Punktwert der Präzisionsklasse (j)

n_{ij} = Häufigkeit der Präzisionsklasse (j) im Wertpapierprospekt (i)

3.2.3 Qualitätsmerkmal Verständlichkeit

Das zweite Qualitätsmerkmal für die Qualität der Risikoangaben ist die Verständlichkeit. Im Rahmen der Verständlichkeit stellt sich zunächst die Frage, für wen die Informationen verständlich sein sollen. Unternehmen versuchen in den häufigsten Fällen durch einen Börsengang den zur Absicherung des Wachstums, der Innovationskraft und der Wettbewerbsposition nötigen Kapitalbedarf des Unternehmens zu decken.⁷¹ Dazu informieren sie, unter anderem mit Hilfe des Wertpapierprospektes, potenzielle Investoren. Potentielle Investoren unterscheiden sich aufgrund ihres Kenntnis- und Verständnishorizontes und haben somit unterschiedliche Anforderungen an die Verständlichkeit. Das WpPG geht grundsätzlich von einem durchschnittlichen Anleger aus, der eine Bilanz lesen und verstehen kann, aber nicht über ein überdurchschnittliches Fachwissen verfügt.⁷²

Zur Messung der Verständlichkeit werden in dieser Untersuchung Verständlichkeitsindizes verwendet. Einer der bekanntesten und weit verbreitesten Verständlichkeitsindizes

⁷⁰ In Anlehnung an KRUMBHOLZ, vgl. Krumbholz, Marcus: Qualität publizierter Lageberichte, S. 47.

⁷¹ Vgl. Rödl, Bernd/ Zinser, Thomas: Going public, S. 89 f.

⁷² Vgl. Schanz, Kay-Michael: Börseneinführung, § 13, Rn. 19.

ist der „FLESCH Reading Ease“.⁷³ Da sich die Formel auf die englische Sprache bezieht, ist sie jedoch nicht ohne weiteres auf deutsche Texte anwendbar.

Eine Anpassung an die deutsche Sprache kann durch Anpassung der Bewertung der Indexzahl oder durch Veränderung der Formel erfolgen. Der hierbei angewendete Index ist der AMSTAD Verständlichkeitsindex (AVI). AMSTAD hat die Gewichte des „FLESCH Reading Ease“ an die deutsche Sprache angepasst, da die Relation von Silben pro Wort und Wörter pro Satz im Deutschen vom Englischen abweichen. Der AMSTAD Verständlichkeitsindex (AVI) lautet formal:

$$AVI = 180 - sl - 58,5wl$$

mit

sl = durchschnittliche Satzlänge

wl = mittlere Wortlänge

Dabei wird die mittlere Wortlänge (wl) in Anzahl der durchschnittlichen Silben pro Wort gemessen und die durchschnittliche Satzlänge (sl) in Wörtern gemessen. Der Wert des Indexes liegt zwischen 0 und 100, wobei die Lesbarkeit mit steigendem Indexwert einfacher wird und der Wert von 50 einem durchschnittlich verständlichen Text entspricht.⁷⁴

Da die Ergebnisse des AVI aufgrund seiner Anlehnung an den englischen „FLESCH Reading Ease“ teilweise weniger aussagekräftig sind, soll ein weiterer Index zur Untersuchung der Verständlichkeit herangezogen werden.⁷⁵ Dazu eignet sich die Wiener Sachtextformel von BAMBERGER/VANECEK.⁷⁶ Der Index wurde in den achtziger Jahren entwickelt und beruht auf einer multiplen Regressionsgleichung. Dabei wurde auf Grundlage von 240 Büchern und Texten eine Formel entwickelt, die kurze, mittellange und lange Wörter, sowie durchschnittliche Satzlängen zueinander ins Verhältnis setzt. Die erste neue WIENER SACHTEXTFORMEL (WSI) lautet formal:

⁷³ Vgl. Untersuchung von JONES/SHOEMAKER, Jones, Micheal/ Shoemaker, Paul: JAL 1994, S. 142; sowie zur FLESCH Reading Ease, Flesch, Rudolf: JAP 1948, S. 221.

⁷⁴ Vgl. Amstad, Toni: Zeitung, S. 78 ff.

⁷⁵ Vgl. Bamberger, Richard/ Vanecek, Erich: Lesen, S. 56.

⁷⁶ Vgl. Bamberger, Richard/ Vanecek, Erich: Lesen, S. 83.

$$WSI = 0,1935MS + 0,1672SL + 0,1297IW - 0,0327ES - 0,875$$

mit

- MS = Anteil der Wörter mit drei und mehr Silben
 SL = Durchschnittliche Satzlänge in Wörtern
 IW = Anteil der langen Wörter (mehr als sechs Buchstaben)
 ES = Anteil der Einsilber (einsilbiges Wort)

Das Ergebnis der WSI spiegelt grundsätzlich die Anzahl der absolvierten Schuljahre wider, die für das Verständnis des Textes notwendig sind. Bei wissenschaftlichen Texten oder Texten der Rechtssprache sind die Schuljahre als Schwierigkeitsstufen anzusehen. Dabei steht 4 für sehr einfache und 15 für sehr schwierige Texte.⁷⁷

3.2.4 Untersuchung des Zusammenhanges zwischen Qualität der Risikoangaben und Ertragsstärke der Unternehmen sowie Umfang der Risikoangaben

Neben der Analyse der Qualitätsmerkmale Präzision und Verständlichkeit soll die Ertragsstärke der Unternehmen sowie der Umfang der berichteten Risiken untersucht werden. Zunächst werden Ertragsstärke und Umfang isoliert untersucht. Die Ergebnisse sind Grundlage für die Untersuchung möglicher Zusammenhänge zwischen Qualität von Risikoangaben und Ertragsstärke beziehungsweise Umfang der Risikoangaben.

Eine Analyse der Ertragsstärke der emittierenden Unternehmen ermöglicht die Einschätzung der finanziellen Lage des untersuchten Unternehmens. Methodisch wird zur Ermittlung der Ertragsstärke auf den quantitativen Teil des Saarbrücker Modells von KÜTING zurückgegriffen.⁷⁸ Das Modell verwendet zur Beurteilung der Ertragsstärke ein Scoring-Modell auf Basis von vier klassischen Kennzahlen aus der quantitativen Bilanzanalyse. Durch die Anwendung des Scoring-Modells können die Ertragsstärken der unterschiedlichen Unternehmen einfach miteinander verglichen werden. Die verwendeten Kennzahlen sind die Eigenkapitalquote (EQ), der Return on Investment (ROI), der Cashflow im Verhältnis zum Umsatz (CFU) und der Cashflow im Verhältnis zum Gesamtkapital (CFK). Jeder ermittelten Kennzahl wird in Abhängigkeit von ihrer Ausprägung

⁷⁷ Vgl. Bamberger, Richard/ Vanecek, Erich: Lesen, S. 97.

⁷⁸ Vgl. Küting, Karlheinz/ Weber, Claus-Peter: Bilanzanalyse, S. 403 ff.

gung ein Punktwert zugeordnet und anschließend jeweils die Punktwerte der Kennzahlen pro Unternehmen zu einer Gesamtpunktzahl addiert.⁷⁹

$$GP_i = P_{iEQ} + P_{iROI} + P_{iCFU} + P_{iCFK}$$

mit

- GP_i = Gesamtpunktzahl des Unternehmens i
 P_{iEQ} = Punktwert für die Eigenkapitalquote des Unternehmens i
 P_{iROI} = Punktwert für den Return on Investment des Unternehmens i
 P_{iCFU} = Punktwert für Cashflow zu Umsatz des Unternehmens i
 P_{iCFK} = Punktwert für Cashflow zu Gesamtkapital des Unternehmens i

Abschließend wird anhand der ermittelten Gesamtpunktzahl eine Einstufung in die Ertragsstärkeklassen vorgenommen.

Ausprägung Kennzahl				Punktwert
EK-Quote (EQ)	ROI	Cashflow/Umsatz	Cashflow/GK	
$EQ \leq 5$	$ROI \leq 1$	$CFU \leq 2$	$CFK \leq 1$	0
$5 < EQ \leq 12$	$1 < ROI \leq 3$	$2 < CFU \leq 5$	$1 < CFK \leq 3$	25
$12 < EQ \leq 19$	$3 < ROI \leq 5$	$5 < CFU \leq 8$	$3 < CFK \leq 5$	50
$19 < EQ \leq 26$	$5 < ROI \leq 7$	$8 < CFU \leq 11$	$5 < CFK \leq 7$	75
$26 < EQ \leq 33$	$7 < ROI \leq 9$	$11 < CFU \leq 14$	$7 < CFK \leq 9$	100
$33 < EQ \leq 40$	$9 < ROI \leq 11$	$14 < CFU \leq 17$	$9 < CFK \leq 11$	125
$40 < EQ \leq 47$	$11 < ROI \leq 13$	$17 < CFU \leq 20$	$11 < CFK \leq 13$	150
$47 < EQ \leq 55$	$13 < ROI \leq 15$	$20 < CFU \leq 23$	$13 < CFK \leq 15$	175
$55 < EQ \leq 70$	$15 < ROI \leq 17$	$23 < CFU \leq 26$	$15 < CFK \leq 17$	200
$70 < EQ \leq 85$	$17 < ROI \leq 19$	$26 < CFU \leq 29$	$17 < CFK \leq 19$	225
$EQ > 85$	$ROI > 19$	$CFU > 29$	$CFK > 19$	250

Abb. 5: Punktwerte für die Ertragsstärke⁸⁰

⁷⁹ Vgl. Küting, Karlheinz/ Weber, Claus-Peter: Bilanzanalyse, S. 403 ff.

⁸⁰ Vgl. Küting, Karlheinz/ Weber, Claus-Peter: Bilanzanalyse, S. 405.

Ausprägung der Gesamtpunktzahl	Ertragsstärkeklasse
$GP_i \leq 250$	außergewöhnlich ertragschwach
$250 < GP_i \leq 400$	unterdurchschnittlich ertragsstark
$400 < GP_i \leq 600$	durchschnittlich ertragsstark
$600 < GP_i \leq 800$	überdurchschnittlich ertragsstark
$800 < GP_i \leq 1.000$	außergewöhnlich ertragsstark

Abb. 6: Ertragsstärkeklassen⁸¹

Neben der Ertragsstärke wird ebenfalls der Umfang der Risikoangaben bestimmt. Dies hat zum Ziel herauszufinden, in welchem Ausmaß Unternehmen über Ihre Risiken berichten und ob es Unterschiede zwischen den Unternehmen gibt. Hierfür werden unterschiedliche statistische Daten über den Umfang der Risikoberichterstattung gesammelt. Diese sind

- (1) die Anzahl der Wörter im Abschnitt Risikofaktoren,
- (2) die Anzahl der Sätze im Abschnitt Risikofaktoren, und
- (3) die Anzahl der erläuterten Risikofaktoren.

Anhand der erhobenen Daten werden anschließend Kennzahlen zur Umfangsanalyse ermittelt. Diese sind

- (1) die durchschnittliche Satzlänge und
- (2) die durchschnittliche Anzahl der Sätze pro Risikofaktor.

Die so gewonnenen Daten werden anschließend zwischen den Unternehmen verglichen und interpretiert. Im Anschluss an die einzelnen Analysen wird untersucht, ob ein Zusammenhang zwischen den Ergebnissen dieses Abschnittes und den zuvor beschriebenen Qualitätsmerkmalen existiert. Beispielsweise wäre es möglich, dass Unternehmen mit einer höheren Ertragsstärke auch mehr oder präzisere, beziehungsweise verständlichere Risikoangaben machen. Hierzu werden die folgenden Hypothesen aufgestellt und anschließend überprüft:

- H1: Die Ertragsstärke hat einen positiven Einfluss auf die Präzision der Risikoangaben.*
- H2: Die Ertragsstärke hat einen positiven Einfluss auf die Verständlichkeit der Risikoangaben.*
- H3: Der Umfang hat einen positiven Einfluss auf die Präzision der Risikoangaben.*
- H4: Der Umfang hat einen positiven Einfluss auf die Verständlichkeit der Risikoangaben.*

⁸¹ Vgl. Küting, Karlheinz/ Weber, Claus-Peter: Bilanzanalyse, S. 405.

Zusätzlich zu diesen Zusammenhängen werden Zusammenhänge zwischen den Qualitätsmerkmalen und zwischen Ertragsstärke und Umfang ermittelt. Dabei werden die folgenden Hypothesen überprüft:

H5: Die Ertragsstärke hat einen positiven Einfluss auf den Umfang der Risikoangaben.

H6: Die Präzision hat einen positiven Einfluss auf die Verständlichkeit der Risikoangaben.

Zur Beurteilung der Ertragsstärke wird der Gesamtpunktwert GP_i herangezogen. Der GP_i ist ordinalskaliert, da den kardinalskalierten Kennzahlen Punktwerte anhand von Kategorien zugeordnet werden. Der Umfang wird durch die Anzahl der Wörter bestimmt und ist kardinalskaliert. Die Präzision wird durch den Präzisionswert P_i bestimmt. Dieser ist ordinalskaliert, da zwischen den Präzisionsklassen, die dem Präzisionswert zugrunde liegen, lediglich eine Rangfolge gebildet werden kann und die Abstände nicht interpretierbar sind. Die beiden Verständnisindizes AVI und WSI basieren auf multiplen Regressionsmodellen und sind daher kardinalskaliert.⁸²

Um die Interdependenz zwischen den Variablen zu quantifizieren wird die Korrelation berechnet. Da die Daten teilweise ordinalskaliert sind, wird der Rangkorrelationskoeffizient von SPEARMAN⁸³ verwendet.⁸⁴ Zur Beurteilung, ob das Ergebnis der Korrelation signifikant ist, wird eine zweiseitige Signifikanz berechnet. Ein signifikantes Ergebnis liegt vor, wenn das Signifikanzniveau (auch Irrtumswahrscheinlichkeit genannt) unter 1 % beziehungsweise 5 % liegt.

3.3 Datenerhebung

3.3.1 Stichprobenauswahl

Im Fokus der Untersuchung stehen 21 Neuemissionen des Industriesektors, die in den Jahren 2006 bis 2008 im regulierten Markt der FWB gelistet wurden. Aus dieser Stichprobe wurden die Tognum AG aufgrund ihres hohen Platzierungsvolumens sowie die ZhongDe Waste Technology AG aufgrund ihres englischen Prospekts eliminiert, so dass letztlich die Wertpapierprospekte folgender 19 Unternehmen in die empirische Erhebung einbezogen wurden:

⁸² Vgl. Bamberger, Richard/ Vanecek, Erich: Lesen, S. 81

⁸³ Zur Berechnung des Rangkorrelationskoeffizienten von SPEARMAN vgl. Bamberg, Günter/ Baur, Franz/ Krapp, Michael: Statistik, S. 38.

⁸⁴ Vgl. Fahrmeir, Ludwig/ Künstler, Rita/ Pigeot, Iris/ Tutz, Gerhard; Statistik, S. 144.

Nr.	Unternehmen	Transparenzstandard bei Erstnotierung	Gesetzliches Marktsegment	Erster Handelstag	Platzierungsvolumen (in Mio. Euro)
1	SMT Scharf AG	Prime Standard	Geregelter Markt	11.04.07	17,1
2	ItN Nanovation AG	Prime Standard	Geregelter Markt	28.07.06	27,6
3	KROMI Logistik AG	Prime Standard	Amtlicher Markt	08.03.07	30,0
4	primion Technology AG	Prime Standard	Amtlicher Markt	13.02.06	40,6
5	Viscom AG	Prime Standard	Amtlicher Markt	10.05.06	49,5
6	Schmack Biogas AG	Prime Standard	Amtlicher Markt	24.05.06	71,3
7	BDI - BioDiesel International AG	Prime Standard	Geregelter Markt	25.09.06	72,5
8	HanseYachts AG	General Standard	Geregelter Markt	09.03.07	75,9
9	aleo solar AG	Prime Standard	Amtlicher Markt	14.07.06	86,2
10	PETROTEC AG	Prime Standard	Amtlicher Markt	06.11.06	94,9
11	Francotyp-Postalia Holding AG	Prime Standard	Amtlicher Markt	30.11.06	159,1
12	centrotherm photovoltaics AG	Prime Standard	Amtlicher Markt	12.10.07	185,0
13	Homag Group AG	Prime Standard	Amtlicher Markt	13.07.07	195,2
14	CropEnergies AG	Prime Standard	Amtlicher Markt	29.09.06	200,0
15	EnviTec Biogas AG	Prime Standard	Amtlicher Markt	12.07.07	242,5
16	VERBIO Vereinigte BioEnergie AG	Prime Standard	Amtlicher Markt	16.10.06	263,9
17	Klöckner & Co SE	Prime Standard	Amtlicher Markt	28.06.06	264,0
18	Demag Cranes AG	Prime Standard	Amtlicher Markt	23.06.06	264,5
19	Wacker Construction Equipment AG	Prime Standard	Amtlicher Markt	15.05.07	404,8

Abb. 7: Börsengänge im regulierten Markt der FWB⁸⁵

3.3.2 Erhebung und Auswertung der Daten

3.3.2.1 Erhebung und Auswertung der Präzision

Zur Untersuchung der Präzision der Angaben erfolgt eine qualitative Inhaltsanalyse mit anschließender Berechnung des Präzisionswertes anhand eines Scoring-Modells. Für die qualitative Inhaltsanalyse, die Grundlage für die Datenerhebung ist, müssen zunächst

⁸⁵ Deutsche Börse AG (Hrsg.): Börsengänge.

die Risikoangaben aus den Wertpapierprospekten extrahiert und in das qualitative Datenanalyseprogramm MAXqda eingelesen werden. MAXqda dient zur systematischen Auswertung von qualitativen Texten. Im Rahmen der vorliegenden Untersuchung wird das Programm zur Datenstrukturierung verwendet. Hierfür werden entsprechende Präzisionsklassen sowie die Kategorie „Risikofaktor“ angelegt und für alle 19 Unternehmen eine qualitative Inhaltsanalyse unter Zuhilfenahme eines Kodierleitfadens durchgeführt. Dabei wird jeder einzelne Satz einer der fünf Präzisionsklassen zugeordnet. Kann ein Satz nicht eindeutig einer Präzisionsklasse zugewiesen werden, so erfolgt eine Einordnung anhand des höchsten vorhandenen Informationsgrades. Außerdem wird jeder einzelne Risikofaktor kodiert um die im Rahmen der Analyse des Umfangs benötigte Anzahl der Risikofaktoren zu erhalten. Nach abgeschlossener Kodierung werden die ermittelten Häufigkeiten der Merkmalsausprägungen aus MAXqda in MS Excel exportiert und die entsprechenden Präzisionswerte auf Basis des Scoring-Modells berechnet.

3.3.2.2 Erhebung und Auswertung der Verständlichkeit

Zur Berechnung des Verständlichkeitsindex AVI wird die durchschnittliche Wort- und Satzlänge benötigt. Für die WSI wird zusätzlich die Anzahl der mehrsilbigen Wörter, die Anzahl der einsilbigen Wörter, sowie die Anzahl der Wörter mit mehr als sechs Buchstaben benötigt. Zur Berechnung des AVI und der WSI wurde auf das online Text-tool iText⁸⁶ zurückgegriffen. iText ermöglicht die Analyse von Texten hinsichtlich ihrer Lesbarkeit.

3.3.2.3 Erhebung und Auswertung von Zusammenhängen

Zur Überprüfung der in Abschnitt 3.2.4 aufgestellten Hypothesen wird das Statistikprogramm SPSS verwendet. In dieses werden die im Rahmen der Untersuchungen erhobenen Daten eingelesen, die Variablen zugeordnet und anschließend ausgewertet. Die erste Analyse ist die Erstellung eines Streudiagramms um mögliche Zusammenhänge sichtbar zu machen. Anschließend wird der Rangkorrelationskoeffizient von SPEARMAN berechnet um die Interdependenz zwischen den Variablen zu quantifizieren. Zur Beurteilung, ob das Ergebnis der Korrelation signifikant ist, wird anschließend ein zweiseitiger Signifikanztest durchgeführt.

⁸⁶ iText ist eine frei verfügbares online Textanalyseprogramm zur Bestimmung der Lesbarkeit von Texten. Das Programm wurde von JENS JACOBSEN entwickelt und kann zu wissenschaftlichen Zwecken kostenlos verwendet werden. Vgl. <http://www.benutzerfreund.de/text>.

3.4 Ergebnisse der Untersuchung

3.4.1 Ergebnisse zur Untersuchung der Präzision

Im Rahmen der Untersuchung der Präzision der Risikoangaben wird mit Hilfe von MAXqda eine Einordnung der Angaben in Präzisionsklassen der qualitativen Inhaltsanalyse vorgenommen. Insgesamt wurden 4.067 Sätze kodiert. Bei der Betrachtung aller Unternehmen zeigen die Ergebnisse, dass mit 53,38 % der Kodierungen die überwiegende Anzahl der Angaben „nicht messende Informationen“ sind. An zweiter Stelle stehen mit 26,06 % die „komparativen Informationen“. Daran schließen sich die „qualitativen Informationen“ mit 13,65 % an. Nur 3,98 % der Informationen sind „Intervall-Informationen“ und 2,93 % „Punkt-Informationen“. Die Unternehmen machen somit in über der Hälfte ihrer Angaben keine messenden Aussagen über die Risiken. Darüber hinaus sind knapp 40 % der Angaben qualitativer beziehungsweise komparativer Form. Somit wird zwar teilweise über Risiken und deren Auswirkungen berichtet, jedoch ist es für den Leser nicht möglich eine direkte quantitative Beurteilung des Risikos vorzunehmen. Nur etwa 7 % der Angaben erfolgten in Punkt- oder Intervallform, die grundsätzlich eine genauere Einschätzung und Bewertung des Risikos ermöglichen.

Nr.	Name	Präzisionswert	Intervallinformation	Punktinformation	komparative Information	qualitative Information	nicht messende Information
16	VERBIO Vereinigte BioEnergie AG	334	5,31 %	4,19 %	21,23 %	17,04 %	52,23 %
12	centrotherm photovoltaics AG	299	2,33 %	0,87 %	31,78 %	11,66 %	53,35 %
19	Wacker Construction Equipment AG	294	4,52 %	2,54 %	20,62 %	16,10 %	56,21 %
9	aleo solar Aktiengesellschaft	235	2,56 %	1,71 %	36,75 %	11,54 %	47,33 %
18	Demag Cranes AG	229	4,21 %	3,07 %	23,37 %	14,94 %	54,41 %
13	Homag Group AG	218	8,89 %	2,22 %	23,11 %	8,44 %	57,33 %
15	EnviTec Biogas AG	205	1,97 %	1,48 %	37,44 %	13,79 %	45,32 %
7	BDI - BioDiesel International AG	203	2,24 %	3,59 %	30,04 %	11,21 %	52,91 %
17	Klöckner & Co SE	187	5,92 %	8,88 %	21,89 %	16,57 %	46,75 %
2	ItN Nanovation AG	180	2,31 %	2,69 %	18,46 %	15,00 %	61,54 %
10	PETROTEC AG	180	5,03 %	0,50 %	27,64 %	13,57 %	53,27 %
14	CropEnergies AG	175	1,17 %	2,92 %	37,43 %	14,04 %	44,44 %
3	KROMI Logistik AG	166	4,52 %	8,47 %	20,34 %	9,60 %	57,06 %
5	Viscom AG	154	4,85 %	2,42 %	27,88 %	10,91 %	53,94 %
6	Schmack Biogas AG	150	5,11 %	0,00 %	26,70 %	11,36 %	56,82 %
8	HanseYachts Aktiengesellschaft	147	4,03 %	4,70 %	25,50 %	17,45 %	48,32 %
11	Francotyp-Postalia Holding AG	145	1,74 %	1,74 %	29,65 %	12,79 %	54,07 %
1	SMT Scharf AG	100	2,44 %	3,25 %	25,20 %	11,38 %	57,72 %
4	primion Technology AG	79	7,62 %	2,86 %	6,67 %	22,86 %	60,00 %
	Durchschnitt	193,68	3,98 %	2,93 %	26,06 %	13,65 %	53,38 %

Abb. 8: Ergebnisse zur Präzision der Risikoangaben

Auf Ebene der einzelnen Unternehmen wird der Präzisionswert P_i ermittelt um einen Vergleich unter den untersuchten Unternehmen zu ermöglichen. Die Verbio Vereinigte BioEnergie AG erreicht mit 334 Punkten den Höchstwert. Der niedrigste Wert mit 79 Punkten entfällt auf die primion Technology AG. Durchschnittlich kommen die untersuchten Unternehmen auf einen Präzisionswert von 193,68 Punkten. Die unterschiedliche Verteilung der Präzisionsklassen bei den untersuchten Unternehmen ist Grund für die unterschiedlichen Ergebnisse beim Präzisionswert und somit ausschlaggebend für die Qualität der Risikoangaben.

3.4.2 Ergebnisse zur Untersuchung der Verständlichkeit

Im Rahmen der Untersuchung zur Verständlichkeit der Angaben zu den Risikofaktoren werden der AVI und der WSI berechnet. Der Wert des AVI liegt zwischen 0 und 100 Punkten, wobei ein Text mit hohem AVI leichter zu verstehen ist als ein Text mit niedriger Punktzahl. Die Werte des AVI im Rahmen der Untersuchung liegen zwischen 35 und 20 Punkten. Dabei erzielt BDI BioDiesel International AG den höchsten und centrotherm photovoltaics AG den niedrigsten Wert. Durchschnittlich kommen die Unternehmen auf einen AVI von 26,42 Punkten. Bei der Untersuchung nimmt der WSI Werte zwischen 13 und 15 an. Das Ergebnis gibt zwar grundsätzlich die Anzahl der Schuljahre wieder, die für das Verständnis des Textes erforderlich sind, jedoch sind 14 oder 15 Schuljahre nicht möglich. In der aktuellen Untersuchung können die Ergebnisse jedoch als Schwierigkeitsstufe angesehen werden, wobei 15 die höchste Schwierigkeitsstufe darstellt. Durchschnittlich erzielen die Unternehmen in der Stichprobe einen Wert von 14,05. Es handelt sich also um sehr komplexe Texte.

Name	Amstad Index (AVI)	Wiener Sachtextformel (WSI)
VERBIO Vereinigte BioEnergie AG	28	13
centrotherm photovoltaics AG	20	15
Wacker Construction Equipment AG	28	14
aleo solar Aktiengesellschaft	30	13
Demag Cranes AG	25	14
Homag Group AG	24	14
EnviTec Biogas AG	21	15
BDI - BioDiesel International AG	35	13
Klöckner & Co SE	28	14
ItN Nanovation AG	22	15
PETROTEC AG	26	14
CropEnergies AG	23	15
KROMI Logistik AG	29	14
Viscom AG	26	14
Schmack Biogas AG	26	14
HanseYachts Aktiengesellschaft	29	14
Francotyp-Postalia Holding AG	24	15
SMT Scharf AG	31	13
primion Technology AG	27	14
Durchschnitt	26,42	14,05

Abb. 9: Ergebnisse des Amstad Verständlichkeitsindizes und der Wiener Sachtextformel (in Punkten)

3.4.3 Ergebnisse zur Untersuchung von Ertragsstärke der Unternehmen und Umfang der Risikoangaben

Die Untersuchung zur Ertragsstärke ergibt die folgenden Ergebnisse: Die Eigenkapitalquote (EQ) der untersuchten Unternehmen liegt zwischen 67,62 % bei der Verbio Vereinigte Biogas AG und 0,69 % bei der CropEnergies AG. Im Durchschnitt ergibt sich eine EQ von 29,40 %. Der Return on Investment (ROI) weist Werte zwischen 48,71 % für die EnviTec Biogas AG und -13,46 % bei der ItN Nanovation AG auf. Hier liegt der Durchschnitt bei 14,02 %. Beim Cashflow im Verhältnis zum Umsatz (CFU) nimmt die Viscom AG mit 24,46 % den Höchstwert und ItN Nanovation AG mit -45,28 % den niedrigsten Wert in der Untersuchung ein. Durchschnittlich ergibt sich ein CFU von 7,67 %. Auch beim Cashflow im Verhältnis zum Gesamtkapital (CFK) weist die ItN Nanovation AG mit -13,42 % den schlechtesten Wert auf. Die Aleo Solar AG verzeichnet mit 51,35 % hingegen den Höchstwert beim CFK. Im Durchschnitt erzielen die Unternehmen einen CFK von 16,25 %.

Nr.	Name (Datengrundlage)	Ertragsstärke	GP ₁	EQ	ROI	CFU	CFK
5	Viscom AG (JA 2005)	außergewöhnlich stark	900	55,33	31,91	24,46	33,61
9	aleo solar Aktiengesellschaft (JA 2005)	außergewöhnlich stark	825	54,66	40,82	17,38	51,35
15	EnviTec Biogas AG (JA 2006)	überdurchschnittlich stark	800	41,24	48,71	18,94	49,70
19	Wacker Construction AG (JA 2006)	überdurchschnittlich stark	775	59,45	16,75	16,02	20,88
3	KROMI Logistik AG (HA 06.2006)	überdurchschnittlich stark	775	41,84	27,98	14,10	29,00
4	primion Technology AG (JA 2005)	überdurchschnittlich stark	725	37,75	17,59	15,80	20,63
8	HanseYachts Aktiengesellschaft (JA 2006)	überdurchschnittlich stark	700	32,00	20,79	11,27	24,91
1	SMT Scharf AG (JA 2006)	überdurchschnittlich stark	700	19,03	22,88	16,06	25,74
6	Schmack Biogas AG (JA 2005)	überdurchschnittlich stark	650	24,11	19,70	9,15	21,90
13	Homag Group AG (JA 2006)	durchschnittlich stark	475	19,30	12,56	8,65	13,17
12	centrotherm photovoltaics AG (HA 06.2007)	durchschnittlich stark	475	16,67	11,94	14,84	11,93
11	Francotyp-Postalia AG (ZA 09.2006)	durchschnittlich stark	425	4,25	5,48	20,60	14,95
16	VERBIO Ver. BioEnergie AG (RG 06.2006)	unterdurchschnittlich stark	400	67,62	1,96	17,49	2,25
17	Klöckner & Co SE (PF 2005)	unterdurchschnittlich stark	275	14,32	9,02	2,72	5,99
18	Demag Cranes AG (JA 2005)	außergewöhnlich schwach	175	18,51	4,16	3,60	3,65
2	ItN Nanovation AG (JA 2005)	außergewöhnlich schwach	125	35,03	-13,46	-45,28	-13,42
7	BDI BioDiesel International AG (JA 2005)	außergewöhnlich schwach	125	5,29	2,06	5,28	2,76
10	PETROTEC AG (PF 06.2006)	außergewöhnlich schwach	25	11,59	-2,36	1,20	0,39
14	CropEnergies AG (JA 2006)	außergewöhnlich schwach	0	0,69	-12,02	-26,63	-10,71
	Durchschnitt		492	29,40	14,02	7,67	16,25

Abb. 10: Übersicht der Ergebnisse der Bilanzanalyse

Den einzelnen Kennzahlen werden entsprechend ihrer Ausprägung Punktwerte zugeordnet und anschließend zu einem Gesamtpunktwert addiert. Der Gesamtpunktwert liegt zwischen 0 und 900 Punkten. Den Höchstwert erzielt die Viscom AG mit 900 Punkten. 0 Punkte erzielt die CropEnergies AG. Durchschnittlich werden 492 Punkte erreicht. Die Gesamtpunkte ermöglichen eine Einordnung in unterschiedliche Ertragsstärkeklassen. Danach sind die meisten Unternehmen überdurchschnittlich ertragsstark. Auffällig ist, dass aber auch 26,32 % der Unternehmen außergewöhnlich ertragschwach sind. Das würde natürlich normalerweise einer Börseneinführung entgegenstehen. Zu vermuten ist jedoch, dass es sich um noch junge Unternehmen handelt, bei denen nicht aktivierte Forschungs- und Entwicklungsausgaben sowie Kosten der Markterschließung zu sog. Anlaufverlusten führten. Der Kapitalmarkt geht offensichtlich von einer hohen Wahrscheinlichkeit der Besserung aus. Die Häufigkeit der Ertragsstärkekategorie ist daher mit Vorsicht zu interpretieren.

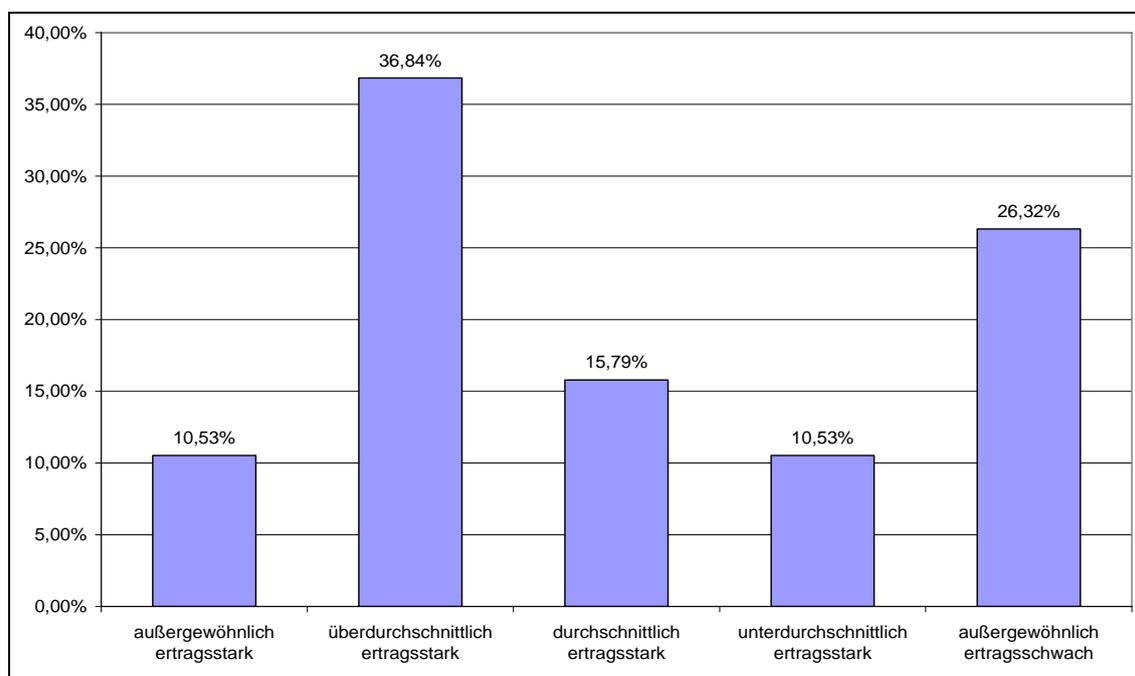


Abb. 11: Häufigkeit der Ertragsstärkeklassen

Bei der Untersuchung des Umfangs wird geprüft, wie viel zu den Risikoangaben im Wertpapierprospekt berichtet wird. Dabei ergibt die Erhebung, dass die centrotherm photovoltaics AG mit 11.042 Wörtern die umfangreichsten Risikoangaben macht. Am wenigsten berichtet die primion Technology AG mit 2.891 Wörtern. Im Durchschnitt umfassen die Risikoangaben 6.131 Wörter. Die meisten Sätze im Bereich der Risikoangaben enthält der Prospekt der VERBIO Vereinigte BioEnergie AG mit 498 und die wenigsten Sätze die primion Technology AG mit 159. Im Durchschnitt umfassen die

Risikoangaben 302 Sätze. Auch die Anzahl der Risiken, über die berichtet wird, variiert stark zwischen den untersuchten Unternehmen. So berichtet die centrotherm photovoltaics AG über 47 bestehende oder mögliche Risiken, wohingegen die primion Technology AG lediglich 17 Risiken erwähnt. Durchschnittlich werden 28,53 Risiken erläutert. Aus der Untersuchung ergibt sich, dass die ItN Nanovation AG durchschnittlich die längsten Sätze mit 24,99 Wörtern pro Satz schreibt. Am kürzesten sind die Sätze bei der BDI BioDiesel International AG mit 16,42 Wörtern. Durchschnittlich liegt die Satzlänge bei 20,20 Wörtern. Abschließend wird im Rahmen der Untersuchung des Umfangs die durchschnittliche Anzahl der Sätze pro erläutertes Risiko erhoben, das heißt, wie ausführlich die einzelnen Risiken durch die Emittenten erläutert werden. Dabei macht die Wacker Construction Equipment AG die ausführlichsten Erläuterungen pro Risiko mit durchschnittlich 14,32 Sätzen. Schlusslicht ist die ItN Nanovation AG mit 7,67 Sätzen pro Risiko. Durchschnittlich schreiben die Unternehmen 10,61 Sätze pro Risiko.

Nr.	Name	Gesamtzahl Wörter	Anzahl Sätze	Anzahl erläuterter Risiken	Ø Satzlänge in Wörtern	Ø Anzahl Wörter je Risiko	Ø Anzahl Sätze je Risiko
12	centrotherm photovoltaics AG	11042	484	47	22,81	234,94	10,30
19	Wacker Construction Equipment AG	9767	487	34	20,06	287,26	14,32
16	VERBIO Vereinigte BioEnergie AG	9623	498	36	19,32	267,31	13,83
18	Demag Cranes AG	7623	346	29	22,03	262,86	11,93
2	ItN Nanovation AG	7273	291	38	24,99	191,39	7,66
13	Homag Group AG	6683	308	31	21,70	215,58	9,94
9	aleo solar Aktiengesellschaft	6436	331	34	19,44	189,29	9,74
10	PETROTEC AG	6362	301	26	21,14	244,69	11,58
15	EnviTec Biogas AG	6109	279	36	21,90	169,69	7,75
7	BDI - BioDiesel International AG	5732	349	27	16,42	212,30	12,93
17	Klöckner & Co SE	5387	278	25	19,38	215,48	11,12
14	CropEnergies AG	5221	248	31	21,05	168,42	8,00
11	Francotyp-Postalia Holding AG	4857	247	23	19,66	211,17	10,74
3	KROMI Logistik AG	4836	279	24	17,33	201,50	11,63
6	Schmack Biogas AG	4772	239	25	19,97	190,88	9,56
5	Viscom AG	4519	240	20	18,83	225,95	12,00
8	HanseYachts Aktiengesellschaft	4083	216	19	18,90	214,89	11,37
1	SMT Scharf AG	3282	159	20	20,64	164,10	7,95
4	primion Technology AG	2891	159	17	18,18	170,06	9,35
	Durchschnitt	6131,47	302,05	28,53	20,20	212,51	10,61

Abb. 12: Ergebnisse der Untersuchung zum Umfang der Risikoangaben

3.4.4 Ergebnisse zu den Zusammenhängen

Quantifiziert wird der Zusammenhang zweier Variablen durch die Berechnung des Rangkorrelationskoeffizienten. Anhand der in Abb. 13 dargestellten Ergebnisse der Berechnung des Rangkorrelationskoeffizienten wird deutlich, dass nur zwischen Umfang und Präzision ein starker gleichsinniger monotoner Zusammenhang besteht.⁸⁷ Dieser ist statistisch signifikant, da der Signifikanzwert gerundet 0,00 beträgt und so die Irrtumswahrscheinlichkeit äußerst gering ist. Bei allen anderen untersuchten Zusammenhängen konnte lediglich ein sehr schwacher, teils gleichsinniger, teils gegensinniger monotoner Zusammenhang festgestellt werden. Diese Zusammenhänge sind aber weder auf dem 1 %, noch auf dem 5 %-Niveau signifikant.

		Rangkorrelationskoeffizient	Signifikanz (2-seitig)
H 1	Ertragsstärke – Präzision	-0,100	0,684
H 2	Ertragsstärke – AVI	0,235	0,332
H 2	Ertragsstärke – WSI	-0,173	0,479
H 3	Umfang – Präzision	0,924	0,000
H 4	Umfang – AVI	-0,345	0,148
H 4	Umfang – WSI	0,118	0,632
H 5	Ertragsstärke – Umfang	-0,277	0,251
H 6	Präzision – AVI	-0,148	0,545
H 6	Präzision – WSI	-0,100	0,684

Abb. 13: Übersicht der Ergebnisse zur Korrelation

Der primäre Einfluss auf die Präzision geht somit von dem Textumfang aus.

⁸⁷ Zur Interpretation des Korrelationskoeffizienten vgl. Schlittgen, Rainer: Einführung Statistik, S. 97.

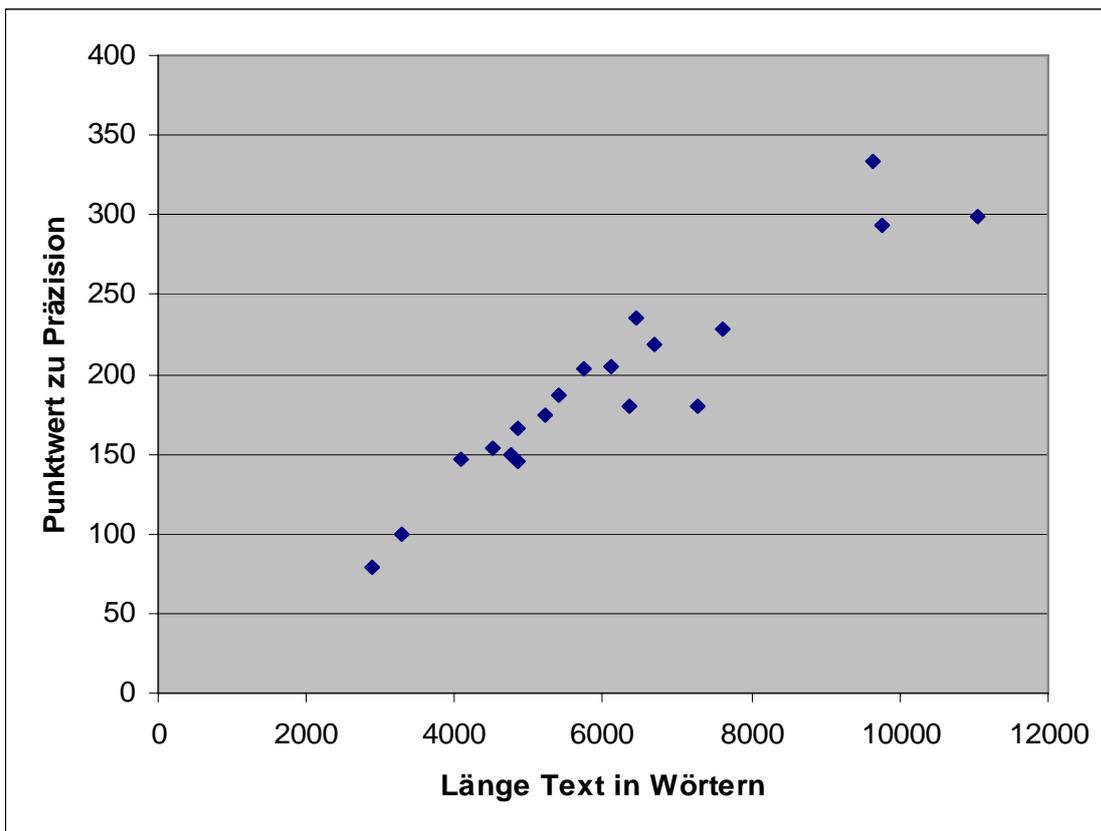


Abb. 14: Streupunktdiagramm H 3: Umfang – Präzision

3.5 Interpretation und Diskussion der Ergebnisse

Die Ergebnisse der Inhaltsanalyse verdeutlichen, dass viele Angaben im Rahmen der Risikoberichterstattung nicht messende Angaben sind. Der geringe Anteil von quantifizierten Risiken kann darauf zurückgeführt werden, dass keine eindeutige gesetzliche Verpflichtung zur Quantifizierung vorliegt.

Das WpPG schreibt in § 5 WpPG lediglich vor, dass der Prospekt leicht analysierbar und verständlich sein muss. Darüber hinaus muss über unternehmensspezifische Risiken, die für die Anlageentscheidung des Investors wesentlich sind, berichtet werden (Art. 2 Nr. 3 ProspV). Eine nähere Verpflichtung zur Quantifizierung von Risiken ist bspw. durch den DRS 5 für den (Konzern-) Lagebericht vorgeschrieben, wobei dieser für den Prospekt lediglich als Orientierungshilfe dienen kann.

Eine konkretere gesetzliche Regelung zu den Risikoangaben im Wertpapierprospekt, die sich an den DRS 5 anlehnt, könnte dazu führen, dass mehr Intervall- und Punktaussagen erfolgen und sich dadurch die Präzision der Texte erhöht. Dies würde wiederum zu einer Verbesserung der Qualität der Texte führen. Unternehmen könnten vor dem Hinter-

grund der Haftung und der Wettbewerbssensitivität vermeiden, genaue Aussagen zu treffen, wenn sie nicht explizit dazu verpflichtet sind.

Ein kaum zu behebender Grund für die geringe Anzahl der Punkt- und Intervallangaben könnte aber sein, dass sich nicht alle Risiken verlässlich quantifizieren lassen. Der Präzisionswert variiert stark zwischen den untersuchten Unternehmen. Je weniger ein Unternehmen berichtet und je weniger genau die Aussagen sind, desto geringer ist der Informationswert für den Leser. Das Konzept des Präzisionswertes erfasst allerdings nicht, ob die getätigten Aussagen auch zur finanziellen Lage des Unternehmens passen. Zudem könnten Intervallangaben mit sehr großen Intervallen zwar einen hohen Präzisionswert, aber kein eindeutiges Bild für den Leser erzeugen.

Bei der Untersuchung des Qualitätsmerkmals Verständlichkeit lässt sich anhand beider verwendeten Indizes erkennen, dass alle untersuchten Risikoangaben hohe Anforderungen an die Leser stellen, da diese oftmals auf juristischem Niveau liegen.⁸⁸ Ein weiterer Grund für die schwere Verständlichkeit ist die Verwendung von vielsilbigem, fachspezifischem Vokabular und langen Sätzen, die die Verständlichkeit zusätzlich beeinträchtigen. Vor diesem Hintergrund kann die Frage gestellt werden, ob die Risikoangaben überhaupt vom Privatinvestor interpretiert werden können und damit ihren zgedachten Zweck einer angemessenen Informationsvermittlung erfüllen.

Die Untersuchung der Zusammenhänge zwischen den einzelnen Variablen hat ergeben, dass nur für den Zusammenhang zwischen Umfang und Präzision ein statistisch signifikanter gleichsinniger Zusammenhang festgestellt werden kann. Dieses Ergebnis verwundert nicht, da der Präzisionswert unter anderem von der Anzahl der getätigten Angaben abhängt und Unternehmen mit mehr Angaben eine höhere Wahrscheinlichkeit auf einen hohen Präzisionswert haben als Unternehmen mit wenigen Angaben. Dies heißt aber nicht, dass es gar keinen Zusammenhang zwischen den anderen Variablen gibt, sondern nur, dass statistisch durch die angewendete Methode kein signifikanter nachgewiesen werden konnte. Es könnte aber durchaus andere Faktoren geben, die einen Einfluss auf die Präzision und die Verständlichkeit von Risikoangaben haben.

Natürlich muss berücksichtigt werden, dass die in dieser Arbeit verwendete Methode zur Bestimmung der Qualität von Risikoangaben lediglich ein möglicher Ansatz ist, der zudem gewissen Limitationen unterliegt. Insbesondere ist die zugrunde gelegte Stichprobe mit 19 Unternehmen relativ klein, wobei eine größere Stichprobe die Reliabilität und Validität der Untersuchung erhöhen könnte. Eine weitere Beschränkung stellt die personenspezifische Codierung der Autoren dar, so dass subjektive Einflüsse nicht aus-

⁸⁸ Vgl. Bamberger, Richard/ Vanecek, Erich: Lesen, S. 124.

zuschließen sind. Darüber hinaus kann die Qualität nicht nur durch die beiden Ausprägungen Präzision und Verständlichkeit, sondern auch durch zahlreiche andere Merkmale gemessen werden.

4 Fazit

Im vorliegenden Arbeitspapier wurde erstmals die Qualität der Risikoangaben im Wertpapierprospekt gemessen und mögliche Einflussfaktoren auf die Qualität identifiziert. Dabei konnte festgestellt werden, dass unter Zugrundelegung eines Präzisionswerts die Qualität der Risikoangaben stark variiert. Bei der Messung der Verständlichkeit zeigte sich, dass alle untersuchten Wertpapierprospekte schwierig zu lesen und damit kaum dienlich für die Qualität der darin enthaltenen Angaben sind. Vor dem Hintergrund, dass Unternehmen in ihren Wertpapierprospekten überwiegend „weiche“ Angaben zu den Risikofaktoren tätigen und nur selten Risiken quantifizieren, stellt sich die Frage, ob der Wertpapierprospekt in der jetzigen Form seinen Zweck des Anlegerschutzes⁸⁹ überhaupt erfüllen kann. Eine Möglichkeit zur Verbesserung der Qualität wäre die Konkretisierung der gesetzlichen Regelungen durch eine Annäherung an DRS 5, der detaillierte Vorschriften zu den Risikoangaben im (Konzern-) Lagebericht enthält.

Aus den Limitationen dieser Arbeit ergeben sich zahlreiche Forschungsansätze für weitere wissenschaftliche Untersuchungen. Insbesondere die Entwicklung einer umfassenden Kennzahl zur Qualitätsmessung von Risikoangaben in der Finanz- und Prospektberichterstattung ist weiter voranzutreiben.

⁸⁹ Vgl. BT-Dr. 15/4999, S. 25.

Literaturverzeichnis

- AICPA (Hrsg.) (JENKINS REPORT): Improving business reporting – a customer focus: Meeting the information needs of investors and creditors, comprehensive report of the special committee on financial reporting (the Jenkins report), American Institute of Certified Public Accountants / New York 1994
- Alfes, Holger/ Wieneke, Laurenz (EU-ProspV): EU-ProspV Anhang I, in: Holzborn, Timo (Hrsg.): WpPG, Wertpapierprospektgesetz, mit EU-Prospektverordnung und weiterführenden Vorschriften, Kommentar, Erich Schmitt Verlag / Berlin 2008
- Amstad, Toni (Zeitung): Wie verständlich sind unsere Zeitungen?, Studenten-Schreib-Service / Zürich 1978
- Assmann, Heinz-Dieter/ Lenz, Jürgen/ Ritz, Corinna (Hrsg.) (Assmann/Lenz/Ritz): Verkaufsprospektgesetz, Verkaufsprospekt-Verordnung, Verkaufsprospektgebühren-Verordnung, Kommentar, Verlag Dr. Otto Schmidt / Köln 2001
- Baetge, Jörg/ Fischer, Thomas/ Paskert, Dierk (Der Lagebericht): Der Lagebericht, Aufstellung, Prüfung, Offenlegung, Schäffer Verlag / Stuttgart 1989
- Baetge, Jörg/ Kirsch, Hans-Jürgen/ Thiele, Stefan (Bilanzen): Bilanzen, 9., aktualisierte Auflage, IDW Verlag / Düsseldorf 2007
- Bamberg, Günter/ Baur, Franz/ Krapp, Michael (Statistik): Statistik, 13., überarbeitete Auflage, R. Oldenburg Verlag / München 2007
- Bamberger, Richard/ Vanecek, Erich (Lesen): Lesen-Verstehen-Lernen-Schreiben. Die Schwierigkeitsstufen von Texten in der deutschen Sprache, Jugend und Volk / Wien 1984
- Barron, Orié/ Kile, Charles/ O’Keefe, Terrence: MD&A quality as measured by the SEC and analysts’ earnings forecasts, in: CAR 1999, S. 75 - 109
- Beattie, Vivien/ McInnes, Bill/ Fearnley, Stella: A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes, in: AF 2004, S. 205 - 236
- Beretta, Sergio/ Bozzolan, Saverio: Quality versus Quantity: The case of forward-looking disclosure, in: JAAF 2008, S. 333 - 375
- Botosan, Christine: Disclosure level and the cost of equity capital, in: AR 1997, S. 323 - 349
- Botosan, Christine: Discussion of a framework for the analysis of firm risk communication, in: IJA 2004, S. 289 - 295
- Bötzel, Stefan: Ein Modell zur Beschreibung der Publizitätsgüte deutscher Konzerne, in: WPg 1993, S. 201 - 208
- Buck-Heeb, Petra (Kapitalmarktrecht): Kapitalmarktrecht, 2., völlig neu bearbeitete Auflage, C. F. Müller Verlag / Heidelberg 2007

- Busse von Colbe, Walther (Prognosepublizität): Prognosepublizität von Aktiengesellschaften, in: Angehrn, Otto/ Künzi, Hans Paul (Hrsg.): Beiträge zur Lehre von der Unternehmung, Festschrift für Karl Käfer, C.E. Poeschel Verlag / Stuttgart 1968, S. 91 - 118
- Core, John: A review of empirical disclosure literature: discussion, in: JAE 2001, S. 441 - 456
- D'Arcy, Anne/ Grabensberger, Sonja: Die Qualität von Quartalsberichten am Neuen Markt – Eine empirische Untersuchung, in: WPg 2001, S. 1468 - 1479
- Daske, Holger/ Gebhardt, Günther: International Financial Reporting Standards and Experts' Perceptions of Disclosure Quality, in: ABACUS 2006, S. 461 - 498
- Fahrmeir, Ludwig/ Künstler, Rita/ Pigeot, Iris/ Tutz, Gerhard (Statistik): Statistik, 6., überarbeitete Auflage, Der Weg zur Datenanalyse, Springer Verlag / Berlin 2007
- Flesch, Rudolf: A new readability yardstick, in: JAP 1948, S. 221 - 233
- Focken, Elke/ Plawsky, André: Unternehmenszusammenschlüsse und Goodwill-Disclosures gem. SFAS 141/142, IAS und HGB, in: KoR 2004, S. 298 - 307
- Glaum, Martin/ Street, Donna: Compliance with the Disclosure Requirements of Germany's New Market: IAS Versus US GAAP, in: JFMA 2003, S. 64 - 100
- Groß, Wolfgang (Kapitalmarktrecht-Kommentar): Kapitalmarktrecht, Kommentar zum Börsengesetz, zur Börsenzulassungs-Verordnung, zum Wertpapierverkaufsprospekt und zum Verkaufsprospektgesetz, 3., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, Verlag C.H. Beck / München 2006
- Grunewald, Barbara/ Schlitt, Michael (Einführung Kapitalmarktrecht): Einführung in das Kapitalmarktrecht, Verlag C. H. Beck / München 2007
- Habersack, Mathias/ Mülbert, Peter/ Schlitt, Michael (Hrsg.) (Habersack/Mülbert/Schlitt): Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 2., neu überarbeitete und erweiterte Auflage, Verlag Dr. Otto Schmidt / Köln 2008
- Healy, Paul/ Palepu, Krishna: Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature, in: JAE 2001, S. 405 - 440
- Holzborn, Timo (Hrsg.) (Holzborn WpPG): WpPG, Wertpapierprospektgesetz, mit EU-Prospektverordnung und weiterführenden Vorschriften, Kommentar, Erich Schmitt Verlag / Berlin 2008
- Holzborn, Timo/ Israel, Alexander: Das neue Wertpapierprospektrecht. Wesentliche Änderungen aufgrund des Wertpapierprospektgesetzes, in: ZIP 2005, S. 1668 - 1675
- Hope, Ole-Kristian: Disclosure Practices, Enforcement of Accounting Standards, and Analysts' Forecast Accuracy: An International Study, in: JAR 2003, S. 235 - 272
- Jones, Michael/ Shoemaker, Paul: Accounting narratives: A review of empirical studies of content and readability, in: JAL 1994, S. 142 - 160

- Krumbholz, Marcus (Qualität publizierter Lageberichte): Die Qualität publizierter Lageberichte, Ein empirischer Befund zur Unternehmenspublizität, IDW-Verlag / Düsseldorf 1994
- Kullmann, Walburga/ Sester, Peter: Das Wertpapierprospektgesetz (WpPG), Zentrale Punkte des neuen Regimes für Wertpapieremissionen, in: WM 2005, S. 1068 - 1076
- Kullmann, Walburga/ Sester, Peter: Inhalt und Format von Emissionsprospekten nach dem WpPG, in: ZBB 2005, S. 209 - 215
- Kunold, Uta/ Schlitt, Michael: Die neue EU-Prospektrichtlinie, Inhalt und Auswirkungen auf das deutsche Kapitalmarktrecht, in: BB 2004, S. 501 - 512
- Küting, Karlheinz: Grundlagen der qualitativen Bilanzanalyse (Teil II), in: DStR 1999, S. 728 - 733
- Küting, Karlheinz/ Weber, Claus-Peter (Bilanzanalyse): Die Bilanzanalyse, Beurteilung von Abschlüssen nach HGB und IFRS, 8., grundlegend überarbeitete Auflage, Schäffer-Poeschel Verlag / Stuttgart 2006
- Lang, Mark; Lungholm, Russell: Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosure, in: JAR 1993, S. 246 - 271
- Marston, Claire/ Shrides, Philip: The use of disclosure indices in accounting research: a review article, in: BAR 1991, S. 195 - 210
- Mayring, Philipp (Qualitative Inhaltsanalyse): Qualitative Inhaltsanalyse, Grundlagen und Techniken, 10. Auflage, Beltz Verlag / Weinheim / Basel 2008
- Meyer, Andreas: Anlegerschutz und Förderung des Finanzplatzes Deutschland durch die Going Public Grundsätze der Deutsche Börse AG, in: WM 2002, S. 1864 - 1874
- Möller, Manuela/ Lenz, Hansrudi: Abschlussprüfer und Börseneinführungspublizität: Die Qualität der Anhangsberichterstattung in Emissionsprospekten nach HGB, IAS und US-GAAP im Vergleich, in: zfbf 2006, S. 889 - 927
- Robb, Sean/ Single, Louise/ Zarzeski, Marilyn: Nonfinancial disclosure across Anglo-American countries, in: IAAT 2001, S. 71 - 83
- Rödl, Bernd/ Zinser, Thomas (Going public): Going public, der Gang mittelständischer Unternehmen an die Börse, 2., überarbeitete Auflage, Frankfurter Allgemeine Zeitung Verlagsbereich Buch / Frankfurt am Main 2000
- Rutherford, Brian (Half the story): Half the story, Progress and Prospects for the Operating and Financial Review, ACCA Research Report No. 80, Certified Accountants Educational Trust / London 2003
- Rückle, Dieter: Externe Prognosen und Prognoseprüfung, in: DB 1984, S. 57 - 69
- Schanz, Kay-Michael (Börseneinführung): Börseneinführung, Recht und Praxis des Börsengangs, 3., vollständig überarbeitete Auflage, Verlag C.H. Beck / München 2007

- Schanz, Kay-Michael/ Schalast, Christoph (Wertpapierprospekte): Wertpapierprospekte, Markteinführungspublizität nach EU-Prospektverordnung und Wertpapierprospektgesetz 2005, HfB – Working Paper Series / Frankfurt 2006, No. 74
- Schindele, Matthäus (Prospektverständlichkeit): Der Grundsatz der Prospektverständlichkeit am Beispiel des Börsenzulassungsprospekts für den amtlichen Markt, eine Studie zur deutschen und US-amerikanischen Rechtslage, Herbert Utz Verlag / München 2008
- Schlitt, Michael/ Schäfer, Susanne: Auswirkungen des Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetzes auf Aktien- und Equity-linked Emissionen, in: AG 2005, S. 498 - 511
- Schlitt, Michael/ Smith, Philip/ Werlen, Thomas: Die Going-Public-Grundsätze der Deutschen Börse AG, Überblick und erste Würdigung, in: AG 2002, S. 478 - 488
- Schlittgen, Rainer (Einführung Statistik): Einführung in die Statistik, Analyse und Modellierung von Daten, 11., vollständig überarbeitete und neu gestaltete Auflage, Oldenbourg Verlag / München 2008
- Siebel, Ulf/ Gebauer, Stefan: Prognosen im Aktien- und Kapitalmarktrecht, Lagebericht, Zwischenbericht, Verschmelzungsbericht, Prospekt usw., Teil II, in: WM 2001, S. 173 - 193
- Sorg, Peter: Die voraussichtliche Entwicklung der Kapitalgesellschaft, Anmerkungen zu Form und Inhalt der Angaben im Lagebericht, in: WPg 1988, S. 381 - 389
- Sorg, Peter: Prognosebericht und Publizitätspraxis der AG - Ergebnisse einer empirischen Untersuchung -, in: BB 1994, S. 1962 - 1969
- Stanton, Patricia/ Stanton, John: Corporate annual reports: research perspectives used, in: AAAJ 2002, S. 478 - 500
- Street, Donna/ Gray, Sidney (Observance of International Accounting Standards): Observance of International Accounting Standards: Factors explaining non-compliance, ACCA Research Report No. 74, Certified Accountants Educational Trust / London 2001
- Sydserrf, Robin/ Weetman, Pauline: A texture index for evaluating accounting narratives, An alternative to readability formulas, in: AAAJ 1998, S. 459 - 488
- Vanstreaten, Ann/ Zarzeski, Marilyn/ Robb, Sean: Corporate Nonfinancial Disclosure Practices and Financial Analyst Forecast Ability Across Three European Countries, in: IFMA 2003, S. 249 - 278
- Veil, Rüdiger: Prognosen im Kapitalmarktrecht, in: AG 2006, S. 690 - 698
- Wasser, Gerd (Bestimmungsfaktoren): Bestimmungsfaktoren freiwilliger Prognosepublizität, Eine empirische Untersuchung auf der Basis eines Modells zur Bewertung des Informationsgehalts veröffentlichter Unternehmungsprognosen, IDW-Verlag / Düsseldorf 1976
- Werner, Ute: Die Analyse des Lageberichts als Instrument empirischer Zielforschung, in: zfbf 1990, S. 1014 - 1035
- Woods, Margaret/ Kajüter, Peter/ Linsley, Philip (Hrsg.) (International Risk Management): Internationale Risk Management, CIMA Publishing / Oxford 2008

Verzeichnis der verwendeten Gesetze, Verordnungen und Entscheidungen

- Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz) vom 22. Juni 2005, BGBl. I 2005, S. 1698
- Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, Abl. (EG) Nr. L 345 vom 31. Dezember 2003, S. 64 - 89
- Verordnung (EG) Nr. 211/2007 der Kommission vom 27.02.2007 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 809/2004 zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die Finanzinformationen, die bei Emittenten mit komplexer finanztechnischer Vorgeschichte oder bedeutenden finanziellen Verpflichtungen im Prospekt enthalten sein müssen, Abl. (EG) Nr. L 61 vom 28. Februar 2007, S. 24 - 27
- Verordnung (EG) Nr. 1787/2006 der Kommission vom 4. Dezember 2006 Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die in Prospekten enthaltenen Informationen sowie das Format, die Aufnahme von Informationen mittels Verweis und die Veröffentlichung solcher Prospekte und die Verbreitung von Werbung, Abl. (EG) Nr. L 337 vom 4. Dezember 2006, S. 17 - 20

Verzeichnis der Internetquellen

- Deutsche Börse AG (Hrsg.) (Börsengänge): http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/kir/gdb_navigation/listing/50_Reports_and_Statistics/10_Primary_Market_Statistics/10_New_Issues (15.09.2008)
- Deutsche Börse AG (Hrsg.) (Going Public-Grundsätze): Going Public-Grundsätze, http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/10_products/040_going_public_grundsaeetze/sm_goingpublic_grundsaeetze_erlaeuterungen.pdf (18.11.2008)
- FASB (Hrsg.) (Improving business reporting): Improving business reporting, Insights into Enhancing Voluntary Disclosures, Steering Committee Report, Business Reporting Research Project, Financial Accounting Standards Board 2001, <http://72.3.243.42/brrp/BRRP2.PDF> (05.02.2009)

Verzeichnis der sonstigen Quellen

Bundestag (Hrsg.): Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses zu dem
Gesetzentwurf der Bundesregierung - Drucksachen 15/4999, 15/5219 -,
BT-Dr. 15/5373 vom 21. April 2005

Bundestag (Hrsg.): Gesetzentwurf der Bundesregierung, Entwurf eines Gesetzes zur
Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates
vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot
von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und
zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz),
BT-Dr. 15/4999 vom 3. März 2005



Working Papers in Accounting Valuation Auditing Nr. 2009-1

Klaus Henselmann / Martin Klein / Christian Maier

Der Wertpapierprospekt Empirische Befunde zur Qualität von Risikoangaben bei Neuemissionen

Das Arbeitspapier untersucht die Qualität der Risikoangaben im Wertpapierprospekten von Neuemissionen am deutschen Aktienmarkt zwischen 2006 und 2008. Als Qualitätsmerkmale werden die Präzision und die Verständlichkeit der Risikoangaben herangezogen. Die Datengewinnung erfolgt mit Hilfe der semiotischen Textanalyse. Mögliche Zusammenhänge zwischen den Qualitätsmerkmalen und weiteren Variablen werden geprüft.

Share Issue Prospectus

Empirical analysis of the risk disclosure quality in the prospectus of IPOs

The paper analyzes the risk disclosure quality in the prospectus of IPOs in Germany between 2006 and 2008. Quality of risk information is measured as precision and comprehensibility. The relationship between risk disclosure quality and earnings power is tested.

Impressum

Nürnberg 2009

Herausgeber und Redaktion:

Lehrstuhl für Rechnungswesen und Prüfungswesen

Rechts- und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät

Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg

Lange Gasse 20

90403 Nürnberg

Tel +49 911 5302 - 437

Fax +49 911 5302 - 401

www.pw.wiso.uni-erlangen.de

Druck:

CL Druckzentrum GmbH, Nürnberg



Lehrstuhl für
Rechnungswesen
und Prüfungswesen

ISSN 1867-7932