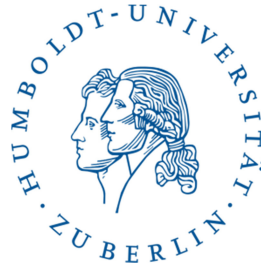


***Managementprognosen deutscher
kapitalmarktorientierter
Unternehmen: Eine deskriptive
Analyse***

*Management earnings forecasts: A descriptive
analysis of German listed firm*



Bachelorarbeit

*zur Erlangung des akademischen Grades
Bachelor of Science (B.Sc.) in*

**Wirtschaftspädagogik
mit Schwerpunkt Wirtschaftswissenschaften**

*an der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät
der Humboldt-Universität zu Berlin*

Vorgelegt von:

Christian Geike
Matrikel-Nr. 534285

Prüfer: Prof. Dr. Joachim Gassen

Berlin, 22.08.2013

Inhaltsverzeichnis

Tabellenverzeichnis.....	III
Abkürzungs- und Symbolverzeichnis.....	IV
1. Einleitung.....	1
2. Managementprognosen.....	3
2.1 Begriff und Ausgestaltungen.....	3
2.2 Adressaten und Kommunikationswege.....	7
2.3 Ökonomische Anreize und Wirkungen.....	10
3. Regulierung von Managementprognosen in Deutschland.....	14
3.1 Gründe für gesetzliche Regulierung.....	14
3.2 Lagebericht, Zwischenlagebericht und Zwischenmitteilung...	16
3.3 Ad-Hoc-Mitteilung, Wertpapierprospekt und Angebotsunterlage.....	18
4. Deskriptive Analyse von Managementprognosen.....	21
4.1 Stand der deskriptiven Forschung.....	21
4.2 Untersuchungsdesign.....	24
4.3 Ergebnisse der Untersuchung.....	26
5. Zusammenfassung.....	30
Anhang.....	31
Rechtsquellenverzeichnis.....	34
Literaturverzeichnis.....	36

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Anzahl der untersuchten Unternehmen pro Index sowie Verteilung der Prognosen auf die Kalenderjahre 2010, 2011 und 2012; in Klammern ist die entsprechende Anzahl der pro einzelnes Unternehmen (des jeweiligen Index) durchschnittlich abgegebenen Prognosen angegeben.....	26
Tabelle 2:	Verteilung von Ad-Hoc-Prognosen auf die Indizes; in Klammern ist die entsprechende Anzahl der pro einzelnen Unternehmen (des jeweiligen Index) durchschnittlich abgegebenen Ad-Hoc-Prognosen angegeben.....	26
Tabelle 3:	Analyse der Wortanzahl von Ad-Hoc-Prognosen.....	27
Tabelle 4:	Absolute und relative Häufigkeiten des Prognosegegenstands.....	27
Tabelle 5:	Absolute und relative Häufigkeit der Prognosepräzision...	27
Tabelle 6:	Absolute und relative Häufigkeit des Prognosehorizonts...	28
Tabelle 7:	Kreuztabelle Prognosehorizont in Monaten und Prognosegenauigkeit.....	28
Tabelle 8:	Bedingte Wahrscheinlichkeiten der Prognosepräzision gegeben des Prognosehorizonts.....	29
Tabelle A1	Liste der einbezogenen Unternehmen.....	31
Tabelle A2	Geschätzte absolute Häufigkeiten unter Unabhängigkeit...	33

Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BMJ	Bundesministerium für Justiz
BörsG	Börsengesetz
BörsO	Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse
bspw.	beispielsweise
bzw.	beziehungsweise
d.h.	das heißt
Diss.	Dissertation
DRS	Deutscher Rechnungslegungsstandard
DSR	Deutscher Standardisierungsrat
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management
EBIT	Earnings before interest and taxes
EBITA	Earnings before interest, taxes and amortization
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization
EBT	Earnings before taxes
EG	Europäische Gemeinschaft
f.	folgende
ff.	fort folgende
ggf.	gegebenenfalls
GJ	Geschäftsjahr
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
hrsg.	herausgegeben
i.d.F.	in der Fassung
i.d.R.	in der Regel
i.V.m	in Verbindung mit

Jg.	Jahrgang
Nr.	Nummer
S.	Seite
sog.	sogenannte
Sp.	Spalte
u.a.	unter anderem
Univ.	Universität
vgl.	vergleiche
WpAIV	Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
zugl.	zugleich

Symbolverzeichnis

%	Prozent
€	Euro

1. Einleitung

Am 25.7.2013 gab die Siemens AG eine Ad-Hoc Meldung mit folgendem Inhalt heraus:

„Siemens geht für sein Unternehmensprogramm Siemens 2014 überwiegend aufgrund geringerer Markterwartungen nicht mehr davon aus, bis zum Geschäftsjahr 2014 eine Ergebnismarge der Summe Sektoren von mindestens 12 Prozent zu erreichen. Die strukturellen Maßnahmen zur Portfoliooptimierung und Kostensenkung sind weitestgehend auf Kurs. Die Zahlen zum dritten Quartal veröffentlicht Siemens wie geplant am 1. August 2013.“

Die Aktie der Siemens AG, die am 24.7.2013 noch mit einem Xetra-Schlusskurs von 83,62 € abschloss, verlor infolge dieser Mitteilung innerhalb von einem Tag insgesamt 5 € bzw. 5,8% seines Wertes und wurde am Tagesende des 25.7.2013 nur noch mit 78,62 € gehandelt. Dies war die zweite Prognoseanpassung der Siemens AG im Laufe von drei Monaten.¹ In den Finanzmedien und darüber hinaus wurde nun ausgiebig über die „Krise bei Siemens“ berichtet und auch ein Rücktritt des Vorstandsvorsitzenden Peter Löscher gefordert. Zwei Tage später, am 27.7.2013, gab die Siemens AG in einer weiteren Ad-Hoc Meldung bekannt, dass der Aufsichtsrat in seiner anstehenden Sitzung am 31.7.2013 nun auch über das vorzeitige Ausscheiden des Vorstandsvorsitzenden Peter Löscher und die Ernennung eines anderen Vorstandsmitglieds zu seinem Nachfolger beschließen wird. Daraufhin stieg die Aktie der Siemens AG wieder ein wenig und schloss am 30.7.2013, einen Tag vor der Aufsichtsratssitzung, mit einem Xetra-Schlusskurs von 80,67 € ab. In den Medien wurde breit über die einzelnen Kandidaten für den Posten des Vorstandsvorsitzenden spekuliert. Nach der Aufsichtsratssitzung am 31.7.2013 gab die Siemens AG schließlich eine weitere Ad-Hoc Meldung heraus, in der bekanntgegeben wurde, dass der derzeitige Vorstandsvorsitzende Peter Löscher sein Vorstandsmandat „im gegenseitigen Einvernehmen“ niederlegen und der Finanzvorstand Joe Kaeser zum neuen Vorstandsvorsitzenden ernannt wird. Infolge dieser Personalentscheidung, die in den Medien weitgehend positiv aufgenommen wurde, stieg die Aktie der Siemens AG weiter an und schloss am 1.8.2013 sogar

¹ Eine erste Prognoseanpassung, die sich auf das laufende Geschäftsjahr 12/13 bezieht, ist im Ausblick des Konzernzwischenlageberichts vom 3.5.2013 abgegeben worden.

mit einem Xetra-Schlusskurs von 84,45 € ab. Damit erreichte der Aktienkurs der Siemens AG wieder das Niveau vor Veröffentlichung der ersten Ad-Hoc-Meldung am 25.7.2013. Seitdem wird die Aktie der Siemens AG bei Kursen zwischen 82 und 85 € gehandelt.

Die aktuelle Entwicklung der Siemens AG zeigt, dass selbst bei einem Traditionsunternehmen wie Siemens eine einzige Managementprognose von nur drei Sätzen Länge starke Medien- und Aktienkursreaktionen mit sich bringen und dem Vorstandsvorsitzenden sogar das Mandat kosten kann. Umso wichtiger erscheint es, sich die Bedeutung und Konsequenzen, die Managementprognosen sowohl für das Unternehmen selbst als auch für unternehmensexterne Adressaten haben können, einmal mehr bewusst zu machen und zu vergegenwärtigen. Hierzu soll die vorliegende Arbeit, die sich dem Thema der Managementprognosen deutscher kapitalmarktorientierter Unternehmen widmet, einen Beitrag leisten. Sie ist im Weiteren wie folgt gegliedert:

Im anschließenden zweiten Gliederungspunkt werden zunächst der Begriff „Managementprognose“ erläutert und mögliche Merkmale der Ausgestaltung von Managementprognosen vorgestellt. Dann werden Adressaten und Kommunikationswege von Managementprognosen dargestellt. Schließlich werden ökonomische Anreize, die das Management zur Abgabe von Managementprognosen haben könnte, und deren Wirkungen theoretisch herausgearbeitet und begründet. Der dritte Gliederungspunkt beginnt mit einer Erläuterung möglicher Gründe, die für eine gesetzliche Regulierung von Managementprognosen angeführt werden können. Danach werden zunächst die gesetzlichen Normen in Deutschland dargestellt, die bei der Abgabe von regelmäßigen Managementprognosen zu beachten sind, bevor anschließend auch solche gesetzlichen Normen in Deutschland dargestellt werden, die bei der Abgabe von anlassbezogenen Managementprognosen zu beachten sind. Im vierten Gliederungspunkt wird zunächst der Stand der deskriptiven Forschung zur Ausgestaltung von Managementprognosen in Deutschland überblicksartig wiedergegeben. Dann werden das Untersuchungsdesign und die Vorgehensweise der eigenen deskriptiven Studie kurz vorgestellt. Schließlich werden die Ergebnisse der durchgeführten Studie dargestellt und erläutert. Die Arbeit endet mit einer Zusammenfassung im fünften Gliederungspunkt.

2. Managementprognosen

2.1 Begriff und Ausgestaltungen

Der Begriff Prognose stammt etymologisch von dem griechischen Wort „prógnosis“ ab und bedeutet so viel wie „Vorherwissen“.² Der Wortbedeutung folgend, beschreibt der Begriff der Prognose ganz allgemein eine, zumindest seitens des Prognosegebers, als gewiss erachtete Aussage über ein noch nicht eingetretenes zukünftiges Ereignis. Die überzeugt vertretene Aussage „Ein apokalyptisches Unwetter wird die Welt zerstören!“ wäre bspw. eine solche Prognose im etymologischen Sinne; sie ist jedoch für wissenschaftliche Auswertungszwecke zu unpräzise. Um eine Arbeitsdefinition im Rahmen dieser Arbeit zu entwickeln, ist daher eine weitere Präzisierung des Prognosebegriffs notwendig.

Nach *Barth(2009)* und in Anlehnung an *Denk(1974)* bietet sich eine Klassifizierung von Prognosen in rationale versus irrationale und bei rationalen Prognosen eine weitere Unterteilung in realtheoretisch fundierte versus realtheoretisch nicht fundierte Prognosen an.³ Irrationale Prognosen sind entweder theoretisch unbegründet, wie bspw. das Orakel von Priestern in der Antike, oder genügen nicht den Ansprüchen wissenschaftlicher Objektivität, wie bspw. Methoden der Kaffeesatzleserei oder des Handlesens. Rationale Prognosen hingegen stützen sich auf Beobachtungen, die jedermann machen kann, wie bspw. die der Schwerkraft oder des Mondzyklus, ohne dabei reine Zufallsaussagen zu sein. Das unterscheidende Kriterium zwischen rationalen und irrationalen Prognosen ist deren Überprüfbarkeit: anders als bei irrationalen Prognosen kann bei rationalen Prognosen die Herleitung der Prognose sinnvoll nachvollzogen und analysiert werden. Entsprechend des Unsicherheitsfaktors der zukunftsbezogenen Information der Prognose lassen sich rationale Prognosen weiter unterteilen. Eine rationale Prognose ist realtheoretisch fundiert, wenn ihre Ausgangsinformationen „durch eine oder mehrere empirisch bestätigte Theorien ausreichend gesichert sind“⁴. Bei Anwendung des Hempel-Oppenheim'schen Schemas⁵ besteht die Ausgangsinformation bzw. das Explanans, aus der die Prognose, die das Explanandum darstellt, deduktiv abgeleitet

² Vgl. Artikel Prognose im *Bertelsmann Lexikon* (1998), S. 7885.

³ Vgl. *Barth* (2009), S. 15ff. ; *Denk* (1974), S.16 f..

⁴ *Barth* (2009), S. 16.

⁵ Vgl. *Hempel/Oppenheim* (1953), S. 320ff.

wird, aus einer oder mehrerer genereller Aussagen bzw. nomologischer Hypothesen sowie einer oder mehrerer Rand- bzw. Antezedenzbedingungen. Die generelle Aussage zum Beispiel, dass die Wassertemperatur im See bei zunehmender Außentemperatur *ceteris paribus* ansteigt, begründet zusammen mit der Randbedingung, dass die Außentemperatur in der nächsten Woche um zehn Grad ansteigt, die Prognose, dass die Wassertemperatur im See in einer Woche angestiegen sein wird. Trotzdem die generelle Aussage physikalisch begründet ist und einen hohen empirischen Informationsgehalt hat, ist zu beachten, dass die Randbedingung sich ebenfalls auf die Zukunft bezieht und vorhergesagt werden muss. So könnte die Außentemperatur in der nächsten Woche bspw. anstatt anzusteigen realiter absinken. Ein gewisser Grad an Unsicherheit verbleibt also aufgrund der Zukunftsorientierung der Randbedingungen selbst bei realtheoretisch fundierten Prognosen. Bei realtheoretisch nicht fundierten Prognosen kommt hingegen noch ein weiterer Grad an Unsicherheit hinzu, da hier auch die generelle Aussage kein objektives gesetzmäßiges Wissen darstellt; sie basiert meist auf nur ungenügend verifizierten, wenngleich plausiblen Hypothesen oder im Grunde unbestätigten Annahmen über das Handeln von Subjekten, von denen davon ausgegangen wird, dass sie auch für die Zukunft Gültigkeit besitzen.⁶ Wegen der Unvollkommenheit der Informationsbasis sind Prognosen im sozioökonomischen Bereich deshalb zwar rational, aber nicht realtheoretisch fundiert.

Im Rahmen dieser Arbeit soll eine Prognose eine „nachvollziehbare Aussage über den Eintritt bestimmter zukünftiger Ereignisse oder Entwicklungen unter Benennung konkreter Zeiträume mit oder ohne Angabe von Eintrittswahrscheinlichkeiten“⁷ sein. Die hier verwendete Prognosedefinition beinhaltet also alle rationalen Prognosen, wobei das oben genannte Kriterium der Überprüfbarkeit rationaler Prognosen bereits impliziert, dass sich die zukunftsbezogene Aussage auf einen genau definierten Sachverhalt und einen endlich geschlossenen Zeitraum beziehen muss.⁸ Zwei weitere Eingrenzungen dieser Definition sind notwendig, um zu dem Begriff der „Managementprognose“ zu gelangen. Erstens soll die prognostizierte Variable, also die Größe, auf die sich die Prog-

⁶ Vgl. Barth (2009), S. 19.

⁷ Bretzke (1992), Sp. 1436.

⁸ Vgl. Barth (2009), S. 14.

nose bezieht, eine Position der Gewinn- und Verlustrechnung wie bspw. Umsatz, EBIT oder Jahresüberschuss oder eine eng damit verbundene Kennzahlen wie bspw. die oft von Unternehmen benutzte Kennzahl Ergebnis vor Sondereffekten umfassen. Neben solchen Einzelgrößen können auch geschlossene Berichtssysteme wie bspw. eine Plan- Gewinn- und Verlustrechnung als Prognosevariable dienen. Hinsichtlich der die Prognose abgebende Person oder Personengruppe sollen zweitens ausschließlich die Mitglieder des Geschäftsführungsorgans eines Unternehmens, also im Falle einer Aktiengesellschaft bspw. der Vorstandsvorsitzende oder der Finanzvorstand, oder eventuell mit der Prognoseabgabe betraute weitere Personen im Unternehmen wie bspw. der Leiter der Investors- Relation-Abteilung betrachtet werden. Eine dritte Eingrenzung könnte bezüglich der Freiwilligkeit der abgegebenen Prognoseaussage gemacht werden, sowie sie insbesondere in der US-amerikanischen Literatur zu Managementprognosen zu finden ist. So definieren Hirst et.al.(2006) bspw. *management earnings forecast* als „voluntary disclosures that provide information about expected earnings for a particular firm“⁹. Einer solchen Begrenzung auf ausschließlich freiwillig abgegebene Prognosen wird im Rahmen dieser Arbeit jedoch nicht gefolgt, da die Prognosepublizität in Deutschland in nicht unerheblichem Umfang gesetzlich reguliert ist.¹⁰

Hinsichtlich der Ausgestaltung von Managementprognosen können bestimmte Merkmale und deren mögliche Ausprägungen identifiziert werden. Ein erstes solches Merkmal ist die Prognosevariable oder auch der Prognosegegenstand. Mögliche Ausprägungen im betriebswirtschaftlich-ökonomischen Bereich sind bspw. Umsatz- oder Ergebnisprognosen, Investitionsprognosen oder Absatzprognosen. Ein weiteres Merkmal ist die Prognosegenauigkeit. Hierunter fallen sowohl rein qualitative Prognosen, die auf verbale Umschreibungen der Zukunftslage wie bspw. „wir erwarten einen zufriedenstellenden Umsatz“ abstellen, ohne sich auf dabei auf zahlenmäßige Angaben bspw. aus dem Vorjahr zu beziehen, als auch quantitative Prognosen. Letztere unterteilen sich nochmals in Punkt- und Intervallprognosen, bei denen die zu schätzende Größe zahlenmäßig genau festgelegt bzw. innerhalb einer gewissen Bandbreite genau angegeben ist, und Minimum- und Maximumprognosen, die eine zahlenmäßige

⁹ Hirst et al. (2008), S. 1.

¹⁰ Vgl. hierzu Gliederungspunkt 3.2 und 3.3.

Unter- bzw. Obergrenze der zu schätzenden Größe bestimmen. Dabei kann die zahlenmäßige Bestimmung der Größe auch verbal erfolgen, wenn bspw. auf die Vorjahreswerte Bezug genommen wird. Ein nächstes Merkmal ist der Prognosehorizont, der die zeitliche Reichweite der Prognose beschreibt. Im Bereich der Wirtschaftsprognosen ist eine Unterteilung der Ausprägungen in kurz-, mittel- und langfristige Prognosen üblich, wobei kurzfristige Prognosen i.d.R. einen Zeitraum von wenigen Monaten, mittelfristige Prognosen einen Zeitraum von ein bis drei oder in Ausnahmefällen auch fünf bis acht Jahren und langfristige Prognosen einen Zeitraum von zehn bis zwanzig Jahren umfassen.¹¹ In der Literatur finden sich hierzu jedoch abweichende Meinungen.¹² Ein weiteres Merkmal ist die Konditionalität, also die Bedingtheit der Prognose vom Eintreffen weiterer Ereignisse. Im Gegensatz zu unbedingten Prognosen werden bei bedingten Prognosen die Randbedingungen der Prognoseaussage explizit mit angegeben. Weitere eher schwieriger abzugrenzende Merkmale, die das Management beim Verfassen der Prognose in ihrem Sinne ausgestalten kann, sind bspw. die Satzlänge oder die Wortwahl. Nach der Veröffentlichung der Prognose durch das Management ergeben sich weitere mögliche Merkmale. Ein solches Merkmal ist der Überraschungseffekt der Prognose. Liegt eine Prognose über bzw. unter den aktuellen Markterwartungen, so ist die Prognose positiv bzw. negativ, während markterwartungskonforme Prognosen als bestätigende Prognosen und besonders negative Prognosen als Gewinnwarnung bezeichnet werden.¹³ Die Markterwartungen werden dabei i.d.R. durch Analystenschätzungen approximiert. Ein nächstes Merkmal ist der Prognosefehler. Dieser wird regelmäßig als Absolutbetrag der Abweichung der Prognose mit deren späteren Realisation definiert und ist umso geringer, je treffgenauer die Prognose ist.¹⁴ Ein weiteres Merkmal ist schließlich die Prognoseneigung, die ein Maß für die systematische Tendenz des Management ist, die Prognosen strategisch in eine bestimmte Richtung zu verzerren.¹⁵ Liegt eine Prognose unterhalb bzw. oberhalb des realisierten Prognosewertes, was durch Betrachtung des Prognosefehlers festgestellt werden kann, so kann die Prognose als pessimistisch bzw. optimistisch beschrieben werden. Eine strategische Verzer-

¹¹ Vgl. Barth (2009), S. 24.

¹² Vgl. Rogge (1972), S. 91.

¹³ Vgl. Nölte (2009), S. 19.

¹⁴ Vgl. Nölte (2009), S. 19.

¹⁵ Vgl. Hirst et al. (2008), S. 22.

rung der Prognosen seitens des Managements wird auch als *earnings guidance* oder *expectations management* bezeichnet.¹⁶

2.2 Adressaten und Kommunikationswege

Da Managementprognosen nur einen Ausschnitt der gesamten Maßnahmen der Finanzberichterstattung eines Unternehmens darstellen, decken sich die Adressaten von Managementprognosen mit denen der gesamten Finanzberichterstattung: neben Investoren, Gläubigern und Finanzanalysten haben auch Abnehmer und Lieferanten, Arbeitnehmer und die interessierte Öffentlichkeit ein Interesse an relevanten und zuverlässigen Unternehmensinformationen. Auf Grundlage der vom Unternehmen bereitgestellten Informationen, zu denen insbesondere auch zukunftsorientierte Managementprognosen zählen, können sich externe Berichtsadressaten, die keinen Einblick in die unternehmensinternen Dokumentations- und Planungsunterlagen besitzen, dann eine entsprechend ihres spezifischen Interesses am Unternehmen eigene Meinung über die Lage und mögliche Entwicklung des Unternehmens bilden und ihre bisherigen Entscheidungen ggf. revidieren oder daran anpassen. Im Folgenden wird auf die einzelnen Interessensgruppen kurz eingegangen, bevor im Anschluss daran mögliche Kommunikationswege von Managementprognosen näher dargestellt werden.

Die Gruppe der Investoren besteht sowohl aus tatsächlichen als auch aus potentiellen Anteilseignern von Unternehmen wie bspw. Aktionären bei Aktiengesellschaften oder Gesellschaftern bei GmbHs. Als solche tatsächliche oder potentielle Eigenkapitalgeber sind sie Nachfrager von Unternehmensinformationen, die es ihnen ermöglichen, die Höhe, zeitliche Verteilung und Sicherheit zukünftiger Zahlungsströme besser prognostizieren zu können.¹⁷ Infolge der Reduzierung des Schätzrisikos der Investoren ist die Publizität von Unternehmensinformationen auch im Interesse des Unternehmens. Bei der Gruppe der Gläubiger handelt es sich um aktuelle und potentielle Fremdkapitalgeber wie bspw. Kreditgeber oder Anleihekäufer. Ihr primäres Interesse besteht darin, dass das Unternehmen seinen zukünftigen Rückzahlungsverpflichtungen ohne Verzögerung nachkommen kann. Um das Risiko eines Zahlungs-

¹⁶ Vgl. Nöldeke (2006), S. 2.

¹⁷ Vgl. Nölte (2009), S. 33.

ausfalls oder einer -verzögerung möglichst gering zu halten, haben Gläubiger vor und während des Fremdkapitalengagements vor allem ein Interesse an solchen Unternehmensinformationen, mit denen sie die zukünftige Zahlungsfähigkeit bzw. die Wahrscheinlichkeit einer zukünftigen Zahlungsunfähigkeit des Unternehmens besser abschätzen und beurteilen können. Die Gruppe der Finanzanalysten setzt sich aus fachkundigen und speziell vorgebildeten Personen zusammen, die auf Grundlage öffentlich verfügbarer Informationen fundierte Analysen und Prognosen von Unternehmen erstellen.¹⁸ Als Sell-Side-Analysten bzw. Buy-Side-Analysten erstellen sie i.d.R. im Dienst von Brokerhäusern oder Universal- oder Investmentbanken Berichte und Empfehlungen für andere institutionelle Investoren bzw. arbeiten unternehmensintern im Rahmen der Analyse von Anlagemöglichkeiten bspw. bei Investmenthäusern. Darüber hinaus gibt es noch sogenannte unabhängige Analysten. Infolge ihrer Eigenschaft als Informationsintermediäre sind Finanzanalysten sehr interessiert an veröffentlichten Unternehmensinformationen. Eine weitere Gruppe ist die der tatsächlichen und potentiellen Abnehmer und Lieferanten. Sie haben bspw. bei Abhängigkeit von oder langfristiger Vertragsbindung mit einem einzelnen Unternehmen ähnlich den Gläubigern ein spezifisches Informationsbedürfnis bezüglich der zukünftigen Zahlungsfähigkeit des Unternehmens. Daneben kann die Kenntnis der Lage und strategischen Position eines Unternehmens im Rahmen von Einkaufs- und Verkaufsverhandlung nützlich sein oder einen Anreiz für eine Ausweitung oder Verringerung der eigenen Produktionskapazitäten geben. Die Gruppe der Arbeitnehmer bezeichnet die angestellte und selbständige Belegschaft eines Unternehmens. Neben dem Fortbestand des Unternehmens und der pünktlichen Zahlung der Gehälter haben sie auch ein Interesse an der Ertragslage und den zukünftigen Erfolgsaussichten, um auf diese Weise bspw. bei gewerkschaftlichen Tarifverhandlungen eine bessere Verhandlungsposition gegenüber dem Unternehmen innezuhaben. Die interessierte Öffentlichkeit schließlich umfasst öffentliche Haushalte, die bspw. im Rahmen der Bestimmung ihrer Haushalts- und Ausgabenpolitik auf veröffentlichte Unternehmensinformationen zugreifen, sowie generell jedermann, der aus welchen Gründen auch immer ein Interesse an den Unternehmensinformationen hat.

¹⁸ Vgl. DVFA (2000): S. 9.

Zur Verbreitung von Prognosen bieten sich dem Management verschiedene Kommunikationswege an. Sie lassen sich entsprechend ihres Adressatenkreises in privat und öffentlich einteilen.¹⁹ Zu den privaten Kommunikationsinstrumenten zählen bspw. Roadshows, bei denen Unternehmensverantwortliche meistens im Rahmen einer anstehenden Emission von neuen Aktien oder Anleiheplatzierung direkt bei möglichen Investoren vor Ort für ihr Vorhaben werben. Bei Aktionärsessen, einem weiteren privaten Kommunikationsmedium, werden Aktionäre in das Unternehmen eingeladen und können sich bei Unternehmenspräsentationen und persönlichen Gesprächen einen aktualisierten Eindruck über die Lage und Entwicklung des Unternehmens verschaffen. Gelegentlich werden die Unternehmenspräsentationen auch im Anschluss an die Aktionärsmesse auf der Internetseite des Unternehmens zugänglich gemacht. Ähnliches gilt gelegentlich auch für die Transskripte von Analystenkonferenzen. Solche Analystenkonferenzen, bei denen interessierte Analysten nach Bekanntgabe eines Termin durch das Unternehmen, der bei größeren börsennotierten Aktiengesellschaften i.d.R. einmal pro Quartal angesetzt wird, im Rahmen einer Telefonkonferenz offene Fragen an das Management adressieren können, stellen ansonsten eher ein privates Kommunikationsinstrument dar. Ein weiteres privates Kommunikationsmedium sind schließlich ganz allgemein persönliche Gespräche des Managements mit Analysten, Investoren oder nahe stehenden Personen. Das Verbot der Weitergabe von Insiderinformation gemäß §14 Abs.1 Nr.2 WpHG ist hierbei sowie generell bei der privaten Verbreitung von Informationen stets mit zu beachten.

Die öffentliche Verbreitung von Managementprognosen kann nach Barth²⁰ entweder regelmäßig oder anlassbezogen erfolgen. Zu den regelmäßigen öffentlichen Kommunikationsinstrumenten deutscher börsennotierter Unternehmen zählen der Jahres-, Halbjahres- und Quartalsfinanzbericht, also die Geschäfts- und Zwischenberichte, sowie ggf. auch Zwischenmitteilungen. Anlassbezogene öffentliche Kommunikationsinstrumente beinhalten neben der Ad-Hoc Mitteilung auch den Wertpapierprospekt, die Angebotsunterlage und die Pressemitteilung. Bis auf die Pressemitteilung, bei der die Unternehmen

¹⁹ Vgl. Knauer/Wöhrmann (2010): S. 246.

²⁰ Vgl. Barth (2009), Abbildung S. 30.

keine Vorschriften zu beachten haben, sind alle öffentlichen Kommunikationsinstrumente in gewissem Ausmaß durch gesetzliche Vorschriften reguliert. Unter Bezugnahme auf die entsprechenden gesetzlichen Normen werden sie im Rahmen des dritten Gliederungspunktes „Regulierung der Managementprognosen in Deutschland“ näher erläutert.

2.3 Ökonomische Anreize und Wirkungen

Zwischen Management und externen Adressaten bestehen Informationsasymmetrien. Das Management ist demnach besser über die tatsächliche Lage und den intrinsischen Wert des Unternehmens informiert als unternehmensexterne Adressatengruppen. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, welche ökonomischen Anreize das Management bei der Veröffentlichung von Managementprognosen haben könnte. Die einzelnen Anreize werden im Folgenden in den Kontext der theoretischen Begründung freiwilliger Unternehmenspublizität eingebettet und nacheinander herausgearbeitet.

Ausgangspunkt der theoretischen Begründung freiwilliger Unternehmenspublizität ist das sogenannte *unraveling*²¹ bzw. *disclosure principle*²²: im Gleichgewicht weist das rational handelnde, d.h. den eigenen Nutzen maximierende, Management sämtliche ihm zur Verfügung stehenden Informationen vollständig aus.²³ Ursache hierfür ist, dass die Investoren einen Nichtausweis von Informationen getreu dem Motto „No news are bad news!“ als schlechte Informationen interpretieren würden, da sie wissen, dass das Management nur günstige den Unternehmenswert zumindest nicht verringernde Informationen oberhalb der von ihnen gebildeten Durchschnittserwartungen offenlegen würde. Die Investoren würden ihre Durchschnittserwartungen hinsichtlich des zukünftigen Unternehmenswertes bei Nichtausweis daher schrittweise nach unten revidieren, und zwar so lange, bis selbst die ungünstigste Information des Managements im Lichte der revidierten Erwartungen der Investoren als günstig erscheinen würde und alle Informationen vollständig ausgewiesen würden. Für den vollständigen Informationsausweis im Gleichgewicht müssen jedoch nachfolgende vier Annahmen allesamt erfüllt sein: erstens muss allgemein bekannt

²¹ Vgl. Wagenhofer/Ewert (2007), S. 329.

²² Vgl. Dye (1985), S. 127.

²³ Vgl. Dobler (2004), S. 51f.

sein, dass das Management über wertrelevante Unternehmensinformationen verfügt; zweitens dürfen durch Publizität keine Kosten entstehen; drittens handelt das Management im Interesse der Aktionäre, indem es den Marktwert des Unternehmens maximiert und viertens ist die Verbreitung von unwahren Informationen ausgeschlossen, d.h. sämtliche veröffentlichte Informationen sind verifizierbar.²⁴

Bei Lockerung der Annahmen stellt sich jedoch ein nur teilweiser Ausweis ein. Ist gegensätzlich zur ersten Annahme bspw. nicht allgemein bekannt, dass das Management über wertrelevante Unternehmensinformationen verfügt, so wissen die Investoren nicht, ob im Falle des Ausbleiben der Bekanntgabe neuer Information das Management ungünstige Informationen bewusst verheimlicht oder einfach keine neuen Informationen vorliegen.²⁵ Die Investoren werden zwar entsprechend der Wahrscheinlichkeit des Vorliegens von relevanten Informationen beim Management ihre Erwartungen nach unten revidieren. Wenn jedoch die revidierten Erwartungen hinsichtlich des Unternehmenswertes immer noch höher sind als der Unternehmenswert, der sich nach Bekanntgabe der ungünstigen Information einstellen würde, so kann das Management diese ungünstige Information infolge der Informationsunsicherheit der Investoren erfolgreich verheimlichen.²⁶ Daneben wirkt die Einführung von Publizitätskosten, gegensätzlich zur zweiten Annahme, tendenziell ebenfalls ausweishemmend. Während direkte Publizitätskosten bei der Beschaffung, Verifizierung und Veröffentlichung der betreffenden Information anfallen, betreffen indirekte Publizitätskosten die Kosten, die durch die Reaktion der Adressaten auf den Ausweis bzw. Nicht-Ausweis von Informationen entstehen.²⁷ Hierzu zählen bspw. Kauf- oder Verkaufsempfehlungen von Finanzanalysten oder das Anziehen oder Abschrecken von potentiellen Konkurrenten, in die eigenen Produktmärkte einzutreten. Was die dritte Annahme betrifft, so handelt das Management nicht ausschließlich im Interesse der Aktionäre, sondern verfolgt i.d.R. auch seine ganz eigenen Interessen.²⁸ Um bspw. die Verdienstquelle und

²⁴ Vgl. *Dobler* (2004), S. 50; *Nölte* (2009): S. 38.

²⁵ Vgl. *Nölte* (2009), S. 40.

²⁶ Vgl. *Wagenhofer/Ewert* (2007), S. 340.

²⁷ Vgl. *Nölte* (2009), S. 41.

²⁸ Dies ist der Ansatzpunkt der Prinzipal-Agenten-Theorie im Unternehmen. Bei divergierenden Interessen zwischen Prinzipalen, d.h. Aktionären, und den von ihnen beauftragten Agenten, d.h. das Management, entstehen sog. Agency Costs. Vgl. *Jensen/Meckling* (1976).

die Annehmlichkeiten des Berufs weiter aufrechtzuerhalten²⁹, könnte das Management selbst bei negativen Ertragserwartungen, im Sinne von Investitionsalternativen mit negativem Kapitalwert, an der Fortführung des Unternehmens festhalten und die ungünstigen Informationen verschweigen und deren Offenlegung so weit wie möglich aufschieben. Umgekehrt könnte das Management auch sehr detaillierte Informationen oder vor allem auch präzise zukunftsorientierte Prognosen veröffentlichen, um auf diese Weise seine eigene Kompetenz und strategische Weitsicht an die Investoren zu signalisieren. Der Signaleffekt an die Investoren stellt somit einen ersten ökonomischen Anreiz zur Abgabe von Managementprognosen dar.

Ein weiterer Anreiz zeigt sich, wenn entgegen der oben genannten vierten Annahme nicht verifizierte Informationen, zu denen auch in die Zukunft gerichtete Managementprognosen zählen, in die Analyse mit einbezogen werden. Solche nicht verifizierten Aussagen, die beliebig gemacht werden können, nicht bindend sind und dem Sender weder direkte Kosten noch sonstige Vor- oder Nachteile bereiten, werden in der Literatur auch als „cheap talk“ bezeichnet.³⁰ Theoretisch müssten die Investoren „cheap talk“ als solchen identifizieren und einfach ignorieren, weil sie den Informationsgehalt der Information nicht beurteilen können und davon ausgehen müssen, vom Management getäuscht zu werden. Der Ausweis oder Nicht-Ausweis von „cheap talk“ würde demnach keine Reaktion bei Investoren bewirken.³¹ Dies steht jedoch im Gegensatz zu empirischen Ergebnissen.³² Ein Grund dafür, warum der Ausweis von „cheap talk“ durchaus eine Reaktion bei Investoren hervorruft, kann bspw. darin bestehen, dass Investoren nicht in jeder Situation rational handeln. Das bloße Generieren von Aufmerksamkeit, um in den Fokus der Investoren zu gelangen, stellt daher rein empirisch betrachtet einen weiteren Anreiz zur Abgabe von Managementprognosen dar.

Das Management könnte jedoch auch nicht verifizierte Information aktiv zu mehr Glaubwürdigkeit verhelfen. Infolge geringer Prognosefehler könnte es

²⁹ Vgl. Jensen/Meckling (1976).

³⁰ Vgl. Wagenhofer/Ewert (2007), S. 375.

³¹ Vgl. Wagenhofer/Ewert (2007), S. 372. Solch ein Gleichgewicht wird in der Literatur auch als babbling-Gleichgewicht bezeichnet.

³² Vgl. Wagenhofer/Ewert (2007), S. 373.

sich bspw. über die Zeit eine gewisse Reputation für die Qualität seiner Prognosen erwerben.³³ Auch die Gefahr, bei unterlassenem oder falschem Ausweis von Informationen verklagt zu werden, sowie sie bspw. bei Ad-Hoc Mitteilungen im Rahmen der §§ 37b und 37c WpHG gegeben ist, kann glaubwürdigkeitssteigernd wirken. Abschließend sei noch auf die beeinflussende Wirkung von Managementprognosen auf Finanzanalysten, die mitunter ihre Analystenprognosen an die Managementprognosen anpassen und geringere eigene Anstrengungen bei der Schätzung von Cashflows unternehmen, hingewiesen.

³³ Vgl. *Wagenhofer/Ewert* (2007), S. 374.

3. Regulierung von Managementprognosen in Deutschland

3.1 Gründe für Regulierung

Die Analyse der ökonomischen Anreize zur freiwilligen Unternehmenspublizität hat gezeigt, dass unter realitätsnäheren Bedingungen, d.h. bei Lockerung der Annahmen des *unraveling* bzw. *disclosure principles*, ein nur teilweiser Ausweis von Informationen seitens des Managements begründet und erklärt werden kann. Soll dieses Marktergebnis durch gesetzliche Regeln in ein aus Perspektive des Regulierers wünschenswerteres Gleichgewicht mit mehr Publizität überführt werden, so muss dies begründet werden.

Als Hauptgrund für eine weiterführende gesetzliche Publizitätspflicht kann der Abbau von Informationsasymmetrien zwischen dem Unternehmen und externen Adressaten sowie zwischen den verschiedenen externen Adressaten untereinander angesehen werden.³⁴ Dahinter steckt die Annahme, dass Informationsmärkte ineffizient oder sogar nichtexistent³⁵ sind und ein höherer und einheitlicher Informationsstand der externen Marktakteure zu einem insgesamt „besseren“ Marktergebnis im Sinne einer Effizienzsteigerung führt. Informationsunterschiede zwischen unterschiedlich „gut“ oder „schlecht“ informierten Anlegern würden bspw. dazu führen, dass ein eher „schlechter“ informierter Kleinanleger, der i.d.R. wegen seines geringen Budgets relativ hohe Kosten der privaten Informationsbeschaffung hat³⁶, stets befürchten muss, von einem budgetstarken „besser“ informierten professionellen Handelspartner systematisch übervorteilt zu werden; im Ergebnis würde sich der Kleinanleger vom Kapitalmarkt zurückziehen und weniger Liquidität im Markt zirkulieren³⁷, was wiederum höhere Transaktionskosten für alle Marktteilnehmer mit sich bringen würde. Das öffentliche Verfügbarmachen bestimmter privater Informationen für alle externen Adressaten verringert diese Ineffizienz und schützt zudem insbesondere die „schwachen“ Adressaten. Eine Verringerung der Informationsasymmetrie zwischen dem Unternehmen und seinen externen Adressaten, d.h. ein Anstieg des insgesamt verfügbaren Informationslevels, reduziert hingegen das Schätzrisiko der externen Adressaten hinsichtlich des wahren intrinsischen Unternehmenswertes. Darüber hinaus kann das Unternehmen

³⁴ Vgl. Wagenhofer/Ewert (2007), S. 380.

³⁵ Vgl. Akerlof (1970).

³⁶ Vgl. Wagenhofer/Ewert (2007), S. 380.

³⁷ Vgl. Easley/O'Hara (2004).

die Information sowieso günstiger erstellen: die dabei dem Unternehmen anfallenden direkten Publizitätskosten sind in der Gesamtschau geringer als die Informationskosten der privaten Informationsbeschaffung der einzelnen externen Adressaten. Eng verbunden hiermit sind die positiven externen Effekte von öffentlichen Informationen, die einen nächsten Grund für eine weiterführende gesetzliche Publizitätspflicht darstellen. Ist eine Information einmal vom Unternehmen erstellt und veröffentlicht, so stellt sie ein kostenloses öffentliches Gut dar und nützt einer Vielzahl von Adressaten, die sich im umgekehrten Fall die Information jeder einzeln privat hätten beschaffen müssen. Da das Unternehmen bzw. letztendlich die Eigentümer des Unternehmens jedoch Kosten für die Informationserstellung zu tragen haben, bestünde anderenfalls ein Anreiz seitens des Unternehmens zu einer Unterproduktion von Informationen.³⁸ Auch bietet die Preisgabe von mehr Informationen, sofern alle Unternehmen einschließlich der eigenen Konkurrenten hierzu verpflichtet sind, den positiven externen Effekt und die Chance, wertvolle Informationen über andere Unternehmen zu erhalten.³⁹ Ein weiterer Grund für eine weiterführende gesetzliche Publizitätspflicht kann in der Standardisierung bzw. den daraus erzielten Netzwerkeffekten gesehen werden. So kann bspw. die einheitliche Verwendung eines Standards die Kosten der Adressaten reduzieren, da diese verschiedene Unternehmen besser miteinander vergleichen und standardisierte Analysen durchführen können; mit zunehmender Akzeptanz eines Standards wird jedoch der Umstieg auf einen neuen „besseren“ Standard erschwert.⁴⁰ Abschließend können auch Gerechtigkeitsüberlegungen, wonach die Ungleichverteilung von Macht oder Wohlstand in der Gesellschaft reduziert werden soll und dabei die externen Adressaten als schutzwürdige Informationsnachfrager betrachtet werden⁴¹, für eine weiterführende gesetzliche Publizitätspflicht angeführt werden.

Vor diesem Hintergrund existieren in Deutschland, sowie in den meisten entwickelten Ländern weltweit, gesetzliche Normen zur Unternehmenspublizität: die wichtigsten deutschen Normen befinden sich -wie sich in den beiden folgenden Abschnitten zeigen wird- im Handels- und Wertpapierhandelsgesetz.

³⁸ Vgl. *Wagenhofer/Ewert* (2007), S. 382.

³⁹ Vgl. *ebenda*, S. 381.

⁴⁰ Vgl. *ebenda*, S. 382.

⁴¹ Vgl. *Barth* (2009), S.36.

3.2 Lagebericht, Zwischenlagebericht und Zwischenmitteilung

In den letzten Jahrzehnten erfuhr die Prognosepublizität im Rahmen der Lageberichterstattung des jährlichen Geschäftsberichts eine stetige Aufwertung. Im AktG von 1937⁴² finden sich erste Ansätze zur Prognosepublizität, die in der Gesamtschau jedoch nur einen freiwilligen Ausweis von Prognosen vorsahen. Die entsprechenden Normen wurden unverändert in das AktG von 1965 übernommen.⁴³ Das Bilanzrichtliniengesetz von 1985 erweiterte die Pflicht zur Aufstellung eines Lageberichts auf alle Kapitalgesellschaften und Genossenschaften und führte den Prognosebericht als Bestandteil des Lageberichts verbindlich ein; das kurze verbale Eingehen auf die zukünftige Entwicklung der Gesellschaft wurde dabei als genügend betrachtet. Infolge des Bilanzrechtsreformgesetzes von 2004 wurde schließlich die Prognoseberichterstattung in ihrer heutigen Form in den §§ 289 Abs.1 S.4 HGB bzw. 315 Abs.1 Satz 5 HGB neu kodifiziert. Verschiedene gemeinschafts- bzw. europarechtliche Richtlinien gaben jeweils Anlass zur Weiterentwicklung der Prognosepublizität.⁴⁴

Gemäß §§ 289 Abs.1 Satz 4 HGB bzw. 315 Abs.1 Satz 5 HGB ist „im (Konzern-) Lagebericht die voraussichtliche Entwicklung mit ihren wesentlichen Chancen und Risiken zu beurteilen und zu erläutern; zugrunde liegende Annahmen sind anzugeben“. Die Worte „beurteilen“ und „erläutern“ verweisen bereits auf eine Erweiterung der vor Verabschiedung des Bilanzrechtsreformgesetzes geltenden Regelungen: auf die voraussichtliche Entwicklung des Unternehmens sollte nicht mehr nur bloß „eingegangen“ werden; sie soll nunmehr auch anhand von Zusammenhängen, Sachverhalten und Umständen erklärt und verdeutlicht werden.⁴⁵ Die pflichtgemäße Erstellung von Managementprognosen sowie deren Transparenz für externe Adressaten soll auch dadurch erreicht werden, dass die Annahmen, die den Prognosen zugrunde liegen, explizit anzugeben sind. Die Erweiterungen führten zu einer Aufwertung des Prognoseberichts. Zur Umsetzung und weiteren Konkretisierung der HGB- Regelungen verabschiedete der Deutsche Standardisierungsrat (DSR) am 7.12.2004 den DRS 15 „Lageberichterstattung“ in seiner ersten Fassung. Der DSR ist eine privatrechtlich organisierte Einrichtung, die gemäß § 342 Abs.1 Satz 1 Nr.1

⁴² § 128 Abs. 1 AktG, 1937.

⁴³ § 160 Abs. 1 AktG, 1965.

⁴⁴ Vgl. Barth (2009), S. 37-40.

⁴⁵ Vgl. Barth (2009), S. 39.

HGB Empfehlungen zur Anwendung der HGB- Regelungen für den Bereich der Konzernrechnungslegung entwickelt. Nach Bekanntmachung durch das Bundesministerium für Justiz wird gemäß § 342 Abs. 2 HGB vermutet, dass die vom DSR verabschiedeten DRS verpflichtend zu beachtende Grundsätze ordnungsgemäßer Buchführung für Konzerne darstellen. Eine zweite Neufassung des DRS 15 „Lageberichterstattung“ wurde am 5.1.2010 vom DSR verabschiedet. In den Tz. 83 bis 92 und 177 bis 180 finden sich Regelungen bezüglich im Rahmen des Lageberichts abzugebender Prognosen. DRS 15.87 fordert bspw. die Darstellung der erwarteten konjunkturellen und branchenmäßigen Entwicklung; eine Quantifizierung der Prognosen wird hingegen nach DRS 15.177 nur empfohlen. Eine entsprechende Anwendung des DRS 15 auch auf den Einzelabschluss wird gemäß DRS 15.5 empfohlen. Am 2.11.2012 verabschiedete der DSR schließlich den DRS 20 „Konzernlagebericht“. Der DRS 20 ist erstmalig für nach dem 31.12.2012 beginnende Geschäftsjahre anzuwenden und ersetzt den DRS 5 und DRS 15. Bis auf bspw. DRS 20.128, DRS 20.124 und DRS 20.127 wurden jedoch die inhaltlichen Regelungen des DRS 15 weitestgehend übernommen.

Im Kapitalmarktrecht finden sich Verweise auf die gesellschaftsrechtlichen Vorschriften zur Lageberichterstattung; hierbei sind insbesondere die durch das Transparenzrichtlinienumsetzungsgesetz vom 10.1.2007 im Wertpapierhandelsgesetz eingeführten §§ 37v bis 37z des zweiten Unterabschnitts des Abschnitts 11 WpHG auszumachen. So enthält der Jahresfinanzbericht, der gemäß § 37v Abs.1 WpHG von Unternehmen, die als Inlandsemittenten Wertpapiere begeben, spätestens vier Monate nach Ablauf eines jeden Geschäftsjahres zu veröffentlichen ist, nach § 37v Abs.2 Nr.2 WpHG auch einen Lagebericht. Beim Halbjahresfinanzbericht, den gemäß § 37w Abs.1 WpHG Unternehmen, die als Inlandsemittent Aktien oder Schuldtitel begeben, spätestens zwei Monate nach Ablauf der ersten sechs Monate eines jeden Geschäftsjahres zu veröffentlichen haben, sind die Vorschriften zum Zwischenlageberichts gemäß § 37w Abs. 2 Nr.2 WpHG hingegen direkt im § 37w Abs.4 WpHG kodifiziert. Auf letztere Normen bezieht sich auch der Quartalsfinanzbericht gemäß § 37x Abs. 3 WpHG, den Unternehmen, die als Inlandsemittent Aktien begeben, alternativ zur Zwischenmitteilung nach § 37x Abs.1 WpHG erstellen und veröffentlichen können. Das Wahlrecht zur Erstellung und Veröffentlichung eines

Quartalsfinanzberichts kann jedoch gemäß §42 BörsG i.V.m. bspw. § 51 BörsO der Frankfurter Wertpapierbörse, der die Aufstellung eines Quartalsfinanzberichts für im Prime Standard gelistete Unternehmen zwingend vorschreibt, auch verpflichtend werden. Bei der Zwischenmitteilung, die ein Unternehmen, das als Inlandsemittent Aktien begibt, gemäß § 37x Abs.1 WpHG im Falle der Nichtausübung des Wahlrechts nach § 37 Abs. 3 WpHG in einem Zeitraum zwischen zehn Wochen nach Beginn und sechs Wochen vor Ende der ersten und zweiten Hälfte des Geschäftsjahres zu veröffentlichen hat, braucht gemäß § 37x Abs.2 WpHG hingegen nur auf den aktuellen Mitteilungszeitraum eingegangen werden. Zukunftsorientierte Prognosen müssen bei Zwischenmitteilungen also nicht verpflichtend abgegeben werden. Zu erwähnen ist schließlich auch der § 37y WpHG: er schreibt die entsprechende Anwendung der soeben beschriebenen § 37v bis § 37x WpHG für Mutterunternehmen, die zur Aufstellung eines Konzernabschlusses und -lageberichts verpflichtet sind, unter Maßgabe der § 37y Nr.1-3 WpHG vor. Der DRS 16 „Zwischenberichterstattung“⁴⁶ konkretisiert für solche Mutterunternehmen sowie für alle weiteren Unternehmen, die den Standard auf freiwilliger Basis befolgen möchten⁴⁷, die Anforderungen an die regelmäßigen Zwischenberichtsinstrumente gemäß § 37w bis §37y WpHG.

3.3 Ad-Hoc-Mitteilungen, Wertpapierprospekt und Angebotsunterlage

Zu den anlassbezogenen gesetzlich regulierten Kommunikationsinstrumenten gehören neben Ad-Hoc Mitteilung auch der Wertpapierprospekt und die Angebotsunterlage.⁴⁸ Ein Wertpapierprospekt muss grundsätzlich gemäß § 3 Abs.1 Satz 1 WpPG⁴⁹ für alle im Inland öffentlich angebotenen Wertpapiere vom Anbieter veröffentlicht werden. Gemäß § 5 Abs.1 Satz 1 WpPG muss der Wertpapierprospekt in leicht verständlicher und analysierbarer Form sämtliche Angaben enthalten, die dem Publikum ein zutreffendes Urteil u.a. auch über die Zukunftsaussichten des Emittenten und jedes Garantiegebers ermöglichen.

⁴⁶ Die erste Fassung des DRS 16 wurde am 5.5.2008 vom DSR verabschiedet. Die neue Fassung des DRS 16, die am 2.11.2012 vom DSR verabschiedet wurde, ist gemäß DRS. 16.70/71 erstmals für Zwischenberichte, die in nach dem 31.12.2012 beginnenden Geschäftsjahren aufzustellen sind, anzuwenden.

⁴⁷ Vgl. DRS 16.9.

⁴⁸ Vgl. Gliederungspunkt 2.3.

⁴⁹ Das Wertpapierprospektgesetz wurde durch Art.1 des Prospektrichtlinien-Umsetzungsgesetz vom 22.6.2005 neu geschaffen.

Eine Angebotsunterlage muss hingegen von Bietern⁵⁰, die freiwillig oder infolge einer gesetzlichen Verpflichtung aus dem WpÜG ein öffentliches Kauf- oder Tauschangebot zum Erwerb von Wertpapieren einer Zielgesellschaft abgeben, nach § 11 Abs.1 Satz 1 WpÜG erstellt und veröffentlicht werden. Gemäß § 11 Abs.2 Satz 3 Nr. 2 WpÜG muss die Angebotsunterlage auch über die Absichten des Bieters im Hinblick auf die künftige Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft und künftige Verpflichtungen Auskunft geben. Sowohl die Angebotsunterlage als auch der Wertpapierprospekt müssen an die BaFin übermittelt werden. Letzterer muss zusätzlich noch gemäß § 13 WpPG vor Veröffentlichung von der BaFin gebilligt werden.

Die Ad-hoc-Publizität, d.h. die Pflicht zur Abgabe von Ad-hoc-Mitteilungen, ist in § 15 WpHG geregelt. Die primäre Ad-hoc-Pflicht in § 15 Abs.1 Satz 1 WpHG beinhaltet, dass Inlandsemittenten von Finanzinstrumenten Insiderinformationen, die ihn unmittelbar betreffen, unverzüglich zu veröffentlichen und an das Unternehmensregister zu übermitteln haben. Fraglich hierbei ist, ob Managementprognosen solche Insiderinformationen sind. Der Begriff der Insiderinformation ist in § 13 Abs.1 Satz 1 WpHG als konkrete Information „über nicht öffentlich bekannte Umstände, die sich auf einen oder mehrere Emittenten von Insiderpapieren oder die Insiderpapiere selbst beziehen und dazu geeignet sind, im Falle des öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen“, definiert. Gemäß §13 Abs.1 Satz 3 WpHG umfasst der Begriff Umstände dabei auch solche, bei denen mit hinreichender Wahrscheinlichkeit von einem Eintreten in der Zukunft ausgegangen werden kann. Folglich können unter den Begriff der Information auch Einschätzungen, Absichten und eben Managementprognosen fallen, solange eine hinreichende Wahrscheinlichkeit, die der BGH bei einer Eintrittswahrscheinlichkeit von über 50% als erfüllt ansieht⁵¹, gegeben ist.⁵² Die Realisierungswahrscheinlichkeit des Umstands muss unabhängig davon auch in die erforderliche Prognose über das Kursbeeinflussungspotential mit einfließen.⁵³ Welche Information hingegen zu einer erhebliche Kursbeeinflussung der Insiderpapiere entsprechend der obigen Definition geeignet ist, wird in § 15

⁵⁰ Vgl. §2 Abs. 4 WpÜG

⁵¹ Vgl. BGH, Beschluss vom 25.2.2008, Aktenzeichen II ZB 9/07, dejure.org.

⁵² Vgl. *Pfüller* (2009), S. 587f.

⁵³ Vgl. *ebenda*, S. 587.

Abs.1 Satz 2 WpHG nur wenig trennscharf formuliert: es ist solch eine Information, die ein verständiger Anleger bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde. Die subjektive Beurteilung der Kurserheblichkeit soll ein Katalog veröffentlichungspflichtiger Insiderinformation, der im Emittentenleitfaden der BaFin enthalten ist⁵⁴, erleichtern helfen; demnach weisen u.a. wesentliche Änderungen der Ergebnisse der Jahresabschlüsse oder Zwischenberichte gegenüber früheren Ergebnissen oder Marktprognosen solch ein erhebliches Kursbeeinflussungspotential auf⁵⁵ und stellen somit bei angenommener hinreichender Eintrittswahrscheinlichkeit eine Insiderinformation dar, die bei Vorliegen der weiteren Voraussetzungen des § 15 Abs.1 Satz 1 WpHG vom Management im Rahmen der primären Ad-hoc-Pflicht unverzüglich zu veröffentlichen ist. Der Mindestinhalt, die Art, die Sprache, der Umfang und die Form der Veröffentlichung sind kraft Rechtsverordnung gemäß § 15 Abs. 7 Satz 1 Nr. 1 WpHG in der vom Bundesministerium für Justiz erlassenen Wertpapierhandelsanzeige und Insiderverzeichnisverordnung (WpAIV) näher geregelt.

⁵⁴ Vgl. *BaFin* (2009), S. 55-57.

⁵⁵ Der Emittentenleitfaden gibt die gängige Verwaltungspraxis der BaFin wider.

4. Deskriptive Analyse von Managementprognosen

4.1 Stand der deskriptiven Forschung

Die überwiegende Mehrheit der Studien zu Managementprognosen in Deutschland untersucht die Ausgestaltung abgegebener Prognosen im Geschäftsbericht börsenindexnotierter Unternehmen. Die Studien lassen sich, entsprechend der Entwicklung gesetzlicher Rahmenbedingungen zur Prognosepublizität, anhand von drei Phasen strukturieren: eine erste Phase vor Inkrafttreten des BiRiLiG im Jahr 1985, eine zweite Phase zwischen 1985 und vor dem Inkrafttreten des BilReG und des DRS 15 im Jahr 2004 und eine dritte Phase nach 2004. Der folgende Überblick geht auf einige der jüngeren Studien nach Inkrafttreten des BilReG und des DRS 15 ab dem Jahr 2004 ein.⁵⁶

Schmidt/Wuhlbrandt (2007) untersuchen die Lageberichterstattung von 28 DAX-Unternehmen in den Geschäftsjahren 2003 und 2005. Sie stellen u.a. fest, dass sich nach Inkrafttreten des BilReG und des DRS 15 die Quantität der Prognoseberichte, gemessen an der Satzzahl, um 62% erhöht hat, und auch hinsichtlich der Qualität der Anteil quantitativer Prognosen von 17,9% (2003) auf 32,1% (2005) signifikant angestiegen ist, wenngleich überwiegend über die konjunkturelle und branchenspezifische Entwicklung und weniger über die zukünftige Finanz- und Ertragslage des Unternehmens berichtet wurde. Unabhängig von der Entwicklung bestätigen *Quick/Reus (2009)*, die die Prognoseberichte der 30 DAX-Unternehmen im Geschäftsjahr 2005 untersuchen, den geringen Anteil quantitativer Prognosen von 30%. Auch bemängeln sie, dass sich der Prognosehorizont entgegen der Vorgaben des DRS 15.83/86 in 72% der Beobachtungen auf nur ein Jahr erstreckt und die Prämissen der Prognosen gemäß DRS 15.85 bei nur 63% der Beobachtung und das verwendete Prognoseverfahren bei keinem der Unternehmen angegeben wurde. Auch für ein größeres Sample von Unternehmen lassen sich ähnliche Ergebnisse feststellen. *Dietsche/Fink (2008)* untersuchen die Lageberichterstattung von 82 HDAX-Unternehmen im Geschäftsjahr 2005. Sie ermitteln, dass der Prognosebericht mit einem Anteil von 10%, gemessen an der relativen Seitenzahl, der viertumfangreichste Teilbericht des Lageberichts ist und die Prognosen vom Genauigkeitsgrad vor allem qualitativ und wenig quantitativ sind. Im Zeitverlauf stellt

⁵⁶ Einen Überblick zur langfristigen Entwicklung findet sich in *Barth (2009)*, S. 64ff.

Barth (2009), die den Prognosebericht von insgesamt 112 HDAX- und SDAX-Unternehmen in den Geschäftsjahren 2004 bis 2006 untersucht, u.a. fest, dass die durchschnittliche Anzahl der Prognosegegenstände von 8 im Jahr 2004 auf 11 im Jahr 2006 angestiegen ist, sich der Anteil von Prognosen, die einen Prognosehorizont von zwei Jahren oder länger aufweisen, von 27% im Jahr 2004 auf 44% im Jahr 2006 erhöht hat und der Anteil von Punktprognosen von 26% im Jahr 2004 auf 33% im Jahr 2006 leicht angestiegen ist. Trotz dieser Entwicklung muss die Autorin jedoch konstatieren, dass die untersuchten Prognoseberichte auch im Jahr 2005 und 2006 nur eine eingeschränkte Konformität mit den Anforderungen des DRS 15 aufweisen und dies insbesondere bei kleineren Unternehmen des SDAX, die nicht so stark im öffentlichen Fokus stehen, der Fall ist.⁵⁷ Das bislang größte Sample, bestehend aus Prognoseberichten von insgesamt 286 deutschen Aktiengesellschaften, die in den Geschäftsjahren 2005 bis 2008 im Prime Standard gelistet waren, untersuchten *Knauer/Wömpener (2010)*. Sie stellen u.a. fest, dass der Umfang der Berichterstattung und die Anzahl der prognostizierten Kennzahlen von der jeweiligen Branche abhängig sind und im Zeitverlauf umso stärker gewachsen sind, je bedeutender der Börsenindex ist. Darüber hinaus entdecken sie, dass der Anteil von Punkt- bzw. Intervallprognosen bei Umsatzprognosen von 21,1% bzw. 10,2% im Jahr 2005 auf 8,3% bzw. 9,2% im Jahr 2008 zugunsten vor allem komparativer Maximum- und Minimumprognosen, die von 28,5% im Jahr 2005 auf 38,8% im Jahr 2008 ansteigen, zurückgeht; bei Ergebnisprognosen sinkt der Anteil von Punktprognosen von 14,1% im Jahr 2005 auf 6,3% im Jahr 2008. Der Rückgang der Prognosepräzision lässt sich u.U. mit einer steigenden Unsicherheit der Unternehmen infolge der sich zu dieser Zeit abzeichnenden Finanzkrise erklären. Anders als die bisherigen Autoren untersuchen *Pellens/Lehmann (2012)* neben den jährlichen Geschäftsberichten auch die im Rahmen der vierteljährlichen Quartalsberichte abgegebenen Managementprognosen; sie analysieren die innerhalb des Zeitraum zwischen dem vierten Quartal 2005 und dem dritten Quartal 2010 im Geschäfts- und Quartalsbericht enthaltenen Umsatz- und Ergebnisprognosen der 110 Unternehmen, die zum 31.03.2012 im HDAX enthalten waren. Sie stellen u.a. fest, dass zwischen dem vierten Quartal 2008 und dem dritten Quartal 2009 ein temporärer Rückgang der Anzahl

⁵⁷ Vgl. *Barth (2009)*, S. 225, 228.

der berichteten Prognosegegenstände auszumachen ist, im Zeitverlauf immer mehr Zwischenerfolgsgrößen wie EBITDA oder EBIT prognostiziert wurden und der Anteil von Maximum-oder Minimum-, Intervall- bzw. Punktprognosen im Durchschnitt bei etwa 45, 30 bzw. 25% liegt; dabei konnte eine Erhöhung der Prognosegenauigkeit mit zunehmender Nähe zum Wirtschaftsjahresende festgestellt werden, was die Autoren damit begründen, dass sich der Prognosehorizont der meist einjährigen Prognosen entsprechend verkürzt. Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die regelmäßige Prognoseberichtspraxis gemessen an den Vorgaben des DRS 15 bislang nicht überzeugend ist. Es bleibt daher abzuwarten, ob und inwieweit der DRS 20 das Prognoseverhalten der Unternehmen künftig verändern wird.⁵⁸

Zur Ausgestaltung anlassbezogener Managementprognosen in Deutschland finden sich nur vergleichsweise wenige Studien. *Pellens et al. (2007)* untersuchten bei den 30 DAX-Unternehmen in den Geschäftsjahren 2002 bis 2005, ob die in freiwilligen Pressemitteilungen abgegebenen Prognosen für das nächste Jahresergebnis pessimistisch sind. Sie ermitteln, dass der Konzern- bzw. Jahresüberschuss der am häufigsten verwendete Prognosegegenstand ist, der Anteil von Minimum-, Punkt- bzw. Intervallprognosen 28, 23 bzw. 16% der Gesamtzahl der Prognosen beträgt und die DAX-Unternehmen wie vermutet tatsächlich zu pessimistischeren Prognosen tendieren.⁵⁹ Die Autoren finden auch, dass regulierte Prognosen im Lagebericht zu 46% ebenso präzise formuliert sind wie die freiwilligen Managementprognosen in den Pressemitteilungen und zu 17% bzw. 37% präziser bzw. unpräziser formuliert sind. *Nölte (2009)* erweitert in seiner Studie das Sample von Unternehmen auf alle 125 Unternehmen, die innerhalb des Zeitraums vom 1.1.2002 bis 31.12.2005 im Börsenindex DAX oder MDAX waren; er untersucht jedoch mögliche Determinanten für die Präzision von Managementprognosen. Im Rahmen der deskriptiven Statistik der Studie zeigt sich, dass Punktprognosen 42%, Minimumprognosen 27% und Intervallprognosen 22% der Gesamtzahl der Prognosen ausmachen und im Zeitablauf der Anteil von annahmegemäß präzisen Punktprognosen abnimmt und dafür der Anteil von Intervallprognosen zunimmt. Den im Ver-

⁵⁸ Für einen detaillierten Überblick der jüngeren deskriptiven Studien siehe auch *Velte et al. (2011)*.

⁵⁹ Vgl. auch die Studie von *Pellens/Lehmann (2012)*. Ein Grund für die Abgabe pessimistischer Prognosen wird im aktiven „expectations management“ der Markterwartungen gesehen.

gleich zur Studie von Pellens et al. (2007) hohen Anteil an Punktprognosen erklärt der Autor nachweislich damit, dass MDAX- Unternehmen präzisere Prognosen abgeben als DAX-Unternehmen und damit die höhere Präzision im gesamten Sample verursachen.⁶⁰ Nöldeke (2006) schließlich kommt in ihrer Studie u.a. zu dem Ergebnis, dass bei Prognosen des operativen Ergebnisses und des Jahresüberschuss Minimum- und Maximumprognosen überwiegen, während bei Prognosen über den erwarteten Umsatz überwiegend Punktprognosen abgegeben werden; darüber hinaus konstatiert sie, übereinstimmend mit den Ergebnissen von Nölte (2006), eine leichte Entwicklung der Prognosepräzision weg von den mutmaßlich präziseren Punktprognosen hin zu Intervallprognosen.⁶¹

Die erwähnten Studien zur Ausgestaltung anlassbezogener Managementprognosen in Deutschland untersuchen vor allem freiwillig veröffentlichte Pressemitteilungen. Auch liegt der Untersuchungszeitraum mittlerweile bereits fast ein Jahrzehnt zurück, sodass es möglich ist, dass sich das anlassbezogene Prognoseverhalten deutscher Unternehmen innerhalb dieses Zeitraums weiter verändert hat. Die eigene deskriptive Studie, die ich im Nachfolgenden vorstellen möchte, soll diese Lücken schließen helfen: sie untersucht dabei in erster Linie die Ausgestaltung solcher Managementprognosen, die im Rahmen von Ad-Hoc-Mitteilungen gesetzlich verpflichtend abzugeben sind.

4.2 Untersuchungsdesign

Der Untersuchungszeitraum umfasst die Kalenderjahre 2010, 2011 und 2012.⁶² Das Unternehmenssample enthält alle 91 Unternehmen, die nach den Indexanpassungen am 24.9.2012, am 19.9.2011 und am 20.9.2010 im Auswahlindex DAX, MDAX oder TECDAX⁶³ des Prime Standards⁶⁴ der Deutschen Börse

⁶⁰ Vgl. Nölte (2009), S. 67 Fußnote 285.

⁶¹ Vgl. Nöldeke (2007), S. 99.

⁶² Einen dreijährigen Untersuchungszeitraum hielt ich für geeignet, um mögliche Veränderungen in der Prognosepraxis im Zeitablauf analysieren zu können und eine relativ große Datenbasis zu erhalten.

⁶³ Der DAX beinhaltet die 30 umsatzstärksten und größten Unternehmen der Frankfurter Wertpapierbörse; der MDAX enthält die 50 den DAX-Werten folgenden Unternehmen; der TecDAX setzt sich aus den 30 größten und liquidesten Technologie-Unternehmen zusammen, die nicht im DAX sind. DAX, MDAX und TecDAX bilden zusammen die 110 Werte des HDAX.

⁶⁴ Der Prime Standard ist das Börsensegment der Frankfurter Wertpapierbörse mit den höchsten Transparenzstandards, die noch umfassender sind als die für den Regulierten Markt gesetzlich geforderten Transparenzstandards.

AG gelistet waren⁶⁵ und ihren Sitz in Deutschland haben. Somit ist sichergestellt, dass jedes Unternehmen mit Sitz in Deutschland während des gesamten Untersuchungszeitraums in einem der Indizes vertreten ist.

In einem zweiten Schritt wurden die Internetseiten der 91 Unternehmen systematisch nach Prognoseinformationen hin abgesucht. Abgedeckt wurden dabei alle Prognoseinformationen, die in den teils separaten Rubriken „Ad-Hoc Mitteilungen“, „Pressemitteilungen“ und „Investors-Relations-News“ der Unternehmenshomepage zu finden waren. Oftmals sind in den entsprechenden Rubriken Informationsarchive, in denen ältere Mitteilungen aufbewahrt werden, frei zugänglich, sodass bei fast allen Unternehmen die Internetseite lückenlos nach in den Kalenderjahren 2010 bis 2012 abgegebenen Prognoseinformationen hin abgesucht werden konnte.⁶⁶ Alle nur näherungsweise als Prognosen zu qualifizierende Mitteilungen wurden zunächst systematisch und ohne tiefere Analyse zwischengespeichert. In einem dritten Schritt wurden anschließend alle zwischengespeicherten Mitteilungen analysiert und diejenigen herausgefiltert, die bei näherer Betrachtung doch keine Managementprognosen darstellen. Alle verbleibenden 1250 Prognosen wurden als Beobachtungen in die deskriptive Studie aufgenommen und entsprechend ihres Mediums grob entweder der Klasse der Ad-Hoc-Prognosen oder der der Nicht-Ad-Hoc-Prognosen zugeordnet. Wegen der hohen Anzahl der Prognosen wurden bei der anschließenden Detailanalyse nur Ad-Hoc-Prognosen berücksichtigt. Die insgesamt 218 identifizierten Ad-hoc-Prognosen wurden in einem vierten Schritt detailliert auf Umfang, Anzahl und Art der Prognosegegenstände, Prognosehorizont und Prognosegenauigkeit hin analysiert. Die Auswertung und Zusammenstellung der Ergebnisse erfolgte dann in einem letzten fünften Schritt.

⁶⁵ Die Deutsche Börse AG entscheidet entsprechend Marktkapitalisierung und Umsatzstärke je nach Index viertel-, halb- oder ganzjährig über Veränderungen in der Indexzusammensetzung; der DAX, MDAX und TecDAX werden alle gemeinsam im September eines jeden Jahres angepasst, sodass die Indexanpassung im September der Jahre 2010, 2011 und 2012 für die Zusammenstellung des Untersuchungssamples gewählt wurde.

⁶⁶ Eine Ausnahme hiervon stellen die BASF SE, bei der keine „Investors-Relation-News“ für das Kalenderjahr 2010 und die erste Hälfte von 2011 aufzufinden sind, die Rheinmetall AG, bei der keine „Investors-Relation-News“ und keine „Ad-Hoc Mitteilungen“ für das Kalenderjahr 2010 aufzufinden sind, sowie die Software AG und Wacker Chemie AG, bei denen ebenfalls keine „Investors-Relation-News“ für das Kalenderjahr 2010 aufzufinden sind, dar.

4.3 Ergebnisse der Untersuchung

Die gesamte und indexabhängige Verteilung der absoluten sowie auf ein einzelnes Unternehmen entfallenden Prognosen auf die Kalenderjahre 2010 bis 2012 ist aus der folgenden Tabelle ersichtlich:

	Unternehmen pro Index	Prognosen gesamt	davon 2010	davon 2011	davon 2012
Dax	30	431 (14,4)	135 (4,5)	147 (4,9)	149 (5,0)
Mdax	42	552 (13,1)	180 (4,3)	189 (4,5)	183 (4,4)
TecDax	19	267 (14,1)	85 (4,5)	91 (4,8)	91 (4,8)
gesamt	91	1250 (13,7)	400 (4,4)	427 (4,7)	423 (4,6)

Tabelle 1: Anzahl der untersuchten Unternehmen pro Index sowie Verteilung der Prognosen auf die Kalenderjahre 2010, 2011 und 2012; in Klammern ist die entsprechende Anzahl der pro einzelnes Unternehmen (des jeweiligen Index) durchschnittlich abgegebenen Prognosen angegeben

Es zeigt sich, dass jedes untersuchte Unternehmen im Gesamtzeitraum durchschnittlich 13,7 Managementprognosen abgegeben hat, wobei mit durchschnittlich 4,4, 4,7 bzw. 4,6 identifizierter Prognosen pro Unternehmen in den Jahren 2010, 2011 bzw. 2012 keine Schwankungen der Anzahl abgegebener Prognosen im Zeitablauf auszumachen ist. Auch innerhalb der einzelnen Indizes sowie zwischen den Indizes sind keine Auffälligkeiten bezüglich der Anzahl abgegebener Prognosen pro Unternehmen zu identifizieren.⁶⁷ Die folgende Tabelle zeigt die Verteilung der 218 Ad-Hoc-Prognosen auf die einzelnen Indizes:

Ad-Hoc Prognosen	quartalsbe- richtsbezogen	geschäftsbe- richtsbezogen	berichts- unabhängig	Ad-hoc Prognosen gesamt
Dax	43 (1,4)	7 (0,2)	13 (0,4)	63 (2,1)
Mdax	54 (1,3)	17 (0,4)	20 (0,5)	91 (2,2)
Tecdax	36 (1,9)	15 (0,8)	13 (0,7)	64 (3,4)
Gesamt	133 (1,5)	39 (0,4)	46 (0,5)	218 (2,4)

Tabelle 2: Verteilung von Ad-Hoc-Prognosen auf die Indizes; in Klammern ist die entsprechende Anzahl der pro einzelнем Unternehmen (des jeweiligen Index) durchschnittlich abgegebenen Ad-Hoc-Prognosen angegeben

Die Tabelle zeigt, dass die Mehrzahl der Ad-Hoc-Prognosen im Zusammenhang mit der Bekanntgabe von Quartalsberichten oder vorläufigen Quartalszahlen stehen und nur vergleichsweise wenige Ad-Hoc-Prognosen berichtsunabhängig als reine Prognosen veröffentlicht werden. Auch ist erkennbar, dass TecDAX-Unternehmen mit durchschnittlich 3,4 mehr Ad-Hoc-Prognosen ab-

⁶⁷ Zu beachten ist auch, dass für vier Unternehmen nur eingeschränkt Zugriff auf im Kalenderjahr 2010 veröffentlichte Mitteilungen bestand. Siehe Fußnote 66.

geben als DAX- und MDAX-Unternehmen mit durchschnittlich nur 2,1 bzw. 2,2. Die Länge der untersuchten Ad-Hoc-Prognosen, gemessen anhand der Wortanzahl, ist in der nächsten Tabelle dargestellt:

Wortanzahl	Mittelwert	Minimum	Maximum	Standardabweichung
Dax	343	51	1724	294
Mdax	414	70	1225	286
Tecdax	392	92	1147	331
Gesamt	387	51	1724	294

Tabelle 3: Analyse der Wortanzahl von Ad-Hoc-Prognosen

Es ist ersichtlich, dass die Standardabweichung indexübergreifend bei zirka dreiviertel des Mittelwertes der abgegebenen Wortanzahl liegt, was einer relativ hohen Schwankung der Prognoselänge zwischen den einzelnen Unternehmen entspricht. Zwischen den einzelnen Indizes sind allerdings keine Unterschiede augenfällig. In den folgenden Tabellen sind die absolute und relative Häufigkeit der in den Ad-Hoc-Prognosen enthaltenen Prognosegegenstände sowie die Prognosepräzision kategorial zusammengefasst:

Prognosegegenstand	absolut	relativ
Umsatz	168	32,50%
EBITDA ⁶⁸	61	11,80%
EBIT ⁶⁹	121	23,40%
EBT ⁷⁰	35	6,77%
Ergebnis ⁷¹	70	13,54%
Sonstige ⁷²	62	11,99%
insgesamt	517	100%

Tabelle 4: Absolute und relative Häufigkeiten des Prognosegegenstands

Prognosepräzision	absolut	relativ
Punktprognose	154	29,79%
Intervallprognose	174	33,66%
Minimumprognose	158	30,56%
Maximumprognose	31	6,00%
insgesamt	517	100%

Tabelle 5: Absolute und relative Häufigkeit der Prognosepräzision

⁶⁸ Die Größe EBITDA umfasst hier auch das EBITA und die EBITDA- bzw. EBITA-Marge.

⁶⁹ Die Größe EBIT umfasst hier auch die EBIT-Marge sowie das operative Ergebnis.

⁷⁰ Die Größe EBT umfasst hier auch die EBT-Marge.

⁷¹ Die Größe Ergebnis umfasst hier auch die Kennzahl Earnings per Share.

⁷² Die Größe Sonstige beinhaltet alle nicht direkt ertragsbezogenen Prognosegegenstände wie bspw. Absatzzahlen, Liquiditätsgrößen oder Kundenwachstum.

Bezüglich des Prognosegegenstandes in Tabelle 4 ist zu konstatieren, dass Umsatzprognosen mit 32,5% den am häufigsten abgegebene Prognosegegenstand darstellen, gefolgt von EBIT-Prognosen mit 23,4% und Ergebnisprognosen mit 13,54%. Werden EBT, EBIT und EBITDA allerdings als eine einzige Zwischenergebnisgröße betrachtet und zusammengefasst, so würde nicht mehr der Umsatz, sondern diese neue Zwischenergebnisgröße mit insgesamt 41,97% der am häufigsten abgegebene Prognosegegenstand sein. Anders verhält es sich mit der Prognosepräzision in Tabelle 5: Punkt-, Intervall- und Minimumprognosen werden mit 29,79%, 33,66% bzw. 30,56% in etwa gleich häufig abgegeben, während nur 6% der Prognosen Maximumprognosen sind. Die Ergebnisse zum Prognosehorizont sind in den folgenden Tabellen dargestellt:

Prognosehorizont 1	absolut	relativ
Ende Halbjahr	5	0,97%
Ende GJ	446	86,27%
Ende GJ + 1 Jahr	41	7,93%
Ende GJ + 2 Jahre	7	1,35%
Ende GJ + 3 Jahre	11	2,13%
länger	7	1,35%
insgesamt	517	100%

Tabelle 6: Absolute und relative Häufigkeit des Prognosehorizonts

Prognosehorizont 2	0-3	3-6	6-9	9-12	gesamt
Prognosepräzision	Monate	Monate	Monate	Monate	
Punkt- prognose	51 (11,3%)	44 (9,8%)	21 (4,7%)	20 (4,4%)	136 (30,1%)
Intervall- prognose	35 (7,8%)	49 (10,9%)	38 (8,4%)	37 (8,2%)	159 (35,3%)
Minimum- prognose	25 (5,5%)	53 (11,7%)*	29 (6,4%)	22 (4,9%)	129 (28,6%)
Maximum- prognose	8 (1,8%)	7 (1,5%)*	5 (1,1%)	7 (1,6%)	27 (6,0%)
gesamt	119 (26,4%)	153 (33,9%)	93 (20,6%)	86 (19,1%)	451 (100%)

Tabelle 7: Kreuztabelle Prognosehorizont in Monaten und Prognosegenauigkeit

Aus Tabelle 6 ist ersichtlich, dass mit 86,27% die überwiegende Mehrzahl der Ad-Hoc-Prognosen für die Dauer des verbleibenden Geschäftsjahres abgegeben wird, während mit 7,93%, 2,13% bzw. 1,35% nur sehr wenige Ad-Hoc-

Prognosen für die Dauer bis zum darauffolgenden Geschäftsjahresende, dem dritten auf das Geschäftsjahr folgende Geschäftsjahresende bzw. einen noch längeren Zeitraum abgegeben werden. Aus diesem Grund wurden die insgesamt 451 bzw. 87,24% der Prognosen, die für die Dauer bis zum Ende des Geschäftsjahres oder kürzer abgegeben wurden, weitergehend in Tabelle 7 u.a. auf ihre verbleibende Dauer bis zum Ende des Prognosehorizonts hin untersucht. Es zeigt sich, dass 26,4% dieser unter einjährigen Ad-Hoc-Prognosen eine verbleibende Dauer von bis zu drei, 33,9% eine verbleibende Dauer von drei bis sechs, 20,6% eine verbleibende Dauer von sechs bis neun und nur 19,1% eine verbleibende Dauer von neun bis zwölf Monaten haben. Auch lässt sich in Tabelle 7 bereits beobachten, dass bei den Prognosen mit einer verbleibenden Dauer von bis zu drei Monaten mit 11,3% relativ viele Punktprognosen und mit 7,8% bzw. 5,5% relativ wenige Intervall- bzw. Minimumprognosen enthalten sind. Um dieser Vermutung nachzugehen, sind schließlich die bedingten Wahrscheinlichkeiten gegeben der verbleibenden Monatsdauer in der folgenden Tabelle berechnet:

Prognosehorizont	0-3	3-6	6-9	9-12
Prognosepräzision	Monate	Monate	Monate	Monate
Punktprognose	42,9%	28,8%	22,6%	23,3%
Intervallprognose	29,4%	32,0%	40,8%*	43,0%
Minimumprognose	21,0%	34,6%	31,2%	25,6%
Maximumprognose	6,7%	4,6%	5,4%	8,1%
gesamt	100%	100%	100%	100%

Tabelle 8: Bedingte Wahrscheinlichkeiten der Prognosepräzision gegeben des Prognosehorizonts

Die Tabelle der bedingten Wahrscheinlichkeiten erhärtet die dargelegte Vermutung und zeigt zusätzlich, dass mit Zunahme der verbleibenden Monatsdauer der Anteil an Punktprognosen bis zum sechsten bis neunten Monat abnimmt, während der Anteil an Intervallprognosen bis zum sechsten bis neunten und der Anteil von Minimumprognosen bis zum dritten bis sechsten Monat zunehmen. Die Durchführung eines Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstest, der im Anhang widergegeben ist, bestätigt die gemachte Beobachtung, da die beiden Variablen Prognosehorizont und Prognosepräzision statistisch auf einem Signifikanzniveau von 97,5% nicht unabhängig voneinander sind.

5. Zusammenfassung

Um ihre spezifischen Entscheidungen besser fundieren zu können, benötigen unternehmensexterne Adressaten neben vergangenheitsbezogenen Informationen vor allem auch zukunftsorientierte Informationen zur Lage und zum Ertragspotential des Unternehmens. Solche prospektiven Informationen kann das Management des Unternehmens den unternehmensexternen Adressaten in Form von Managementprognosen zur Verfügung stellen. Bei der Ausgestaltung der einzelnen Prognosemerkmale kann das Management jedoch einige Freiräume im eigenen Interesse nutzen. Die Entscheidung, ob und in welchem Umfang das Management freiwillig zur Abgabe von Managementprognosen bereit ist, unterliegt dabei verschiedenen ökonomischen Anreizen.

Für eine teilweise gesetzliche Regulierung von Managementprognosen, die darauf abstellt, eine im Vergleich zum nicht regulierten Zustand höhere Qualität und Quantität von Managementprognosen zu bewirken, können verschiedenen Gründe angeführt werden. Die deutschen Vorschriften für die Regulierung von regelmäßigen Managementprognosen sind in den §§ 289 bzw. 315 HGB, den §§ 37v- 37z WpHG sowie den DRS 15 und DRS 16 normiert. Bei den anlassbezogenen Managementprognosen sind die gesetzlichen Vorschriften hingegen im WpPG, im WpÜG sowie im § 15 WpHG zu finden.

Eine Vielzahl deskriptiver Studien untersucht die Ausgestaltung regelmäßiger Managementprognosen in Lage- und Zwischenlageberichten; die Anzahl der Studien, die die Ausgestaltung anlassbezogener Managementprognosen wie bspw. solche in Presse- oder Ad-Hoc-Mitteilungen analysieren, ist hingegen vergleichsweise gering. Die eigene deskriptive Studie, die sich auf die Kalenderjahre 2010, 2011 und 2012 erstreckt, untersucht die Ausgestaltung von Ad-Hoc-Prognosen bei insgesamt 91 deutschen kapitalmarktorientierten Unternehmen des DAX, MDAX und TecDAX. Die Ergebnisse der Studie geben insbesondere Aufschluss über die Ausgestaltung des Prognosegegenstandes, des Prognosehorizonts und der Prognosegenauigkeit von Ad-Hoc-Prognosen.

Anhang

Anhang 1: Liste der einbezogenen Unternehmen

1	Axel Springer AG	31	Evotec AG
2	Aareal Bank AG	32	Fielmann AG
3	Adidas AG	33	Fraport AG
4	Adva Optical Network AG	34	Freenet AG
5	Aixtron SE	35	Fresenius Medical Care AG & Co. KGaA
6	Allianz SE	36	Fresenius SE & Co. KGaA
7	Aurubis AG	37	Fuchs Petrolub AG
8	BASF SE	38	GEA Group AG
9	Bayerische Motorenwerke AG	39	Gerresheimer AG
10	Bayer AG	40	Gildemeister AG
11	Baywa AG	41	Hamburger Hafen und Logistik AG
12	Bechtle AG	42	Hannover Rückversicherung SE
13	Beiersdorf AG	43	HeidelbergCement AG
14	Bilfinger SE	44	Henkel AG & Co KGaA
15	Brenntag AG	45	Hochtief AG
16	Carl Zeiss Meditec AG	46	Hugo Boss AG
17	Celesio AG	47	Infinion Technologie AG
18	Commerzbank AG	48	Jenoptik AG
19	Continental AG	49	K+S AG
20	Daimler AG	50	Kabel Deutschland Holding AG
21	Deutsche Bank AG	51	Klöckner & Co SE
22	Deutsche Börse AG	52	KONTRON AG
23	Deutsche Euroshop AG	53	Krones AG
24	Deutsche Post AG	54	Lanxess AG
25	Douglas Holding AG	55	Leoni AG
26	Drägerwerk AG & Co. KGaA	56	Linde AG
27	Drillisch AG	57	Lufthansa AG
28	Deutsche Telekom AG	58	MAN SE
29	E.ON SE	59	Merck KGaA
30	Elringklinger AG	60	Metro AG

61	Morphosys AG	77	Sky Deutschland AG
62	MTU Aero Engines Holding AG	78	SMA Solar Technology AG
63	Münchener Rückversicherung AG	79	Software AG
64	Nordex SE	80	Solarworld AG
65	Pfeiffer Vacuum Technology AG	81	STADA Arzneimittel AG
66	ProsiebenSat1 Media AG	82	Südzucker AG
67	Puma SE	83	Symrise AG
68	QSC AG	84	ThyssenKrupp AG
69	Rational AG	85	TUI AG
70	Rheinmetall AG	86	United Internet AG
71	Rhön-Klinikum AG	87	Volkswagen AG
72	RWE AG	88	Vossloh AG
73	Salzgitter AG	89	Wacker Chemie AG
74	SAP AG	90	Wincor Nixdorf AG
75	SGL Carbon SE	91	Wirecard AG
76	Siemens AG		

Tabelle A1: Liste der einbezogenen Unternehmen

Anhang 2: Chi-Quadrat Unabhängigkeitstest

Ausgehend von den absoluten Häufigkeiten aus Tabelle 7...

Prognosehorizont 2	0-3	3-6	6-9	9-12	gesamt
Prognosepräzision	Monate	Monate	Monate	Monate	
Punkt	51	44	21	20	136 (30,1%)
Intervall	35	49	38	37	159 (35,3%)
Minimum	25	53	29	22	129 (28,6%)
Maximum	8	7	5	7	27 (6,0%)
gesamt	119 (26,4%)	153 (33,9%)	93 (20,6%)	86 (19,1%)	451 (100%)

Tabelle 7: Kreuztabelle Prognosehorizont in Monaten und Prognosegenauigkeit

...werden zunächst die absoluten Häufigkeiten geschätzt, wenn beide Variablen unabhängig voneinander sind (Multiplizieren der jeweiligen Randwahrscheinlichkeiten mit der absoluten Häufigkeit der jeweiligen Zelle)

Prognosehorizont 2	0-3	3-6	6-9	9-12	gesamt
Prognosepräzision	Monate	Monate	Monate	Monate	
Punktprognose	36	46	28	26	136 (30,1%)
Intervallprognose	42	54	33	30	159 (35,3%)
Minimumprognose	34	44	27	25	129 (28,6%)
Maximumprognose	7	9	5	5	27 (6,0%)
gesamt	119 (26,4%)	153 (33,9%)	93 (20,6%)	86 (19,1%)	451 (100%)

Tabelle A2: Geschätzte absolute Häufigkeiten unter Unabhängigkeit

Da über 80% der Zellen mindestens 5 Beobachtungen aufweisen (hier: 100%) und die Beobachtungsanzahl mit 451 Beobachtungen hinreichend groß ist, sind die Approximationsbedingungen zur Anwendung des Tests erfüllt. Die Anzahl der Freiheitsgrade beträgt $(4-1)(4-1) = 3 \cdot 3 = 9$, sodass der kritische Wert der Chi-Quadratverteilung bei einem Signifikanzniveau von 97,5% genau 19,02 beträgt. Dieser Test ist ein rechtsseitiger Test. Ist der Prüfwert daher größer als 19,02, muss die Nullhypothese, dass beide Variablen statistisch auf einem Signifikanzniveau von 97,5% unabhängig voneinander sind, abgelehnt werden.

Der errechnete Prüfwert beträgt 19,68.

Rechtsquellenverzeichnis

- AktG Aktiengesetz vom 06.09.1965 (BGBl. I S. 1089), zuletzt geändert durch Artikel 26 des Gesetzes vom 23.07.2013 (BGBl. I S.2586)
- BilReG Gesetz zur Einführung internationaler Rechnungslegungsstandards und zur Sicherung der Qualität der Abschlussprüfung (Bilanzrechtsreformgesetz – BilReG) vom 19.12.1985 (BGBl. I S. 3166)
- BiRiLiG Gesetz zur Durchführung der Vierten, Siebenten und Achten Richtlinie des Rates der Europäischen Gemeinschaften zur Koordinierung des Gesellschaftsrechts (Bilanzrichtlinien-Gesetz – BiRiLiG) vom 19.12.1985 (BGBl. I S. 2355)
- BörsG Börsengesetz vom 16.07.2007 (BGBl. I S. 1330, 1351), zuletzt geändert durch Artikel 10 des Gesetzes vom 04.07.2013 (BGBl. I S. 1981)
- BörsO Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse, FWB01, Stand: 17.06.2013
- DRS 15 Deutscher Rechnungslegungs Standard Nr. 15 (DRS 15) „Lageberichterstattung“, verabschiedet durch den DSR am 26.02.2005, bekanntgemacht durch das BMJ am 26.02.2005
- DRS 16 Deutscher Rechnungslegungs Standard Nr.16 (DRS 16) „Zwischenberichterstattung“, verabschiedet durch den DRS am 05.05.2008, bekanntgemacht durch das BMJ am 24.07.2008
- DRS 20 Deutscher Rechnungslegungs Standard Nr.20 (DRS 20) „Konzernlagebericht“, verabschiedet durch den DRS am 14.09.2012, bekanntgemacht durch das BMJ am 04.12.2012
- HGB Handelsgesetzbuch in der vom Bundesgesetzblatt Teil III, Gliederungsnummer 4100-1, veröffentlichten bereinigten Fassung, zuletzt geändert durch Artikel 6 des Gesetzes vom 04.07.2013 (BGBl. I S. 1981)

- PUG⁷³ Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlament und des Rates vom 04.11.2003 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, vom 22.06.2005 (BGBl. I S.1698)
- TUG Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/109/UG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.12.2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel am geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/31/EG (Transparenzrichtlinien-Umsetzungsgesetz – TUG) vom 05.01.2007 (BGBl. I S.10)
- WpAIV Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten sowie der Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen nach dem Wertpapierhandelsgesetz (Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung) vom 13.12.2004 (BGBl. I S. 3376), zuletzt geändert durch Artikel 3 des Gesetzes vom 26.06.2012 (BGBl. I S. 1375)
- WpHG Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz – WpHG) in der Fassung der Bekanntmachung vom 09.09.1998 (BGBl. I S. 2708), zuletzt geändert durch Artikel 1 des Gesetzes vom 15. Juli 2013 (BGBl. I S. 2390)
- WpPG Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt zu veröffentlichen ist (Wertpapierprospektgesetz - WpPG) vom 22.06.2005 (BGBl. I S. 1698), zuletzt geändert durch Artikel 4 Absatz 55 des Gesetzes vom 07.08.2013 (BGBl. I S. 3154)
- WpÜG Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vom 20.12.2001 (BGBl. I S. 3822), zuletzt geändert durch Artikel 4 Absatz 53 des Gesetzes vom 07.08.2013 (BGBl. I S. 3154)

⁷³ Prospektrichtlinien-Umsetzungsgesetz

Literaturverzeichnis

Akerlof, George W. (1970): The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, S. 488-500.

BaFin (2009): Emittentenleitfaden i.d.F. vom 28.4.2009, Frankfurt am Main/Bonn.

Barth, Daniela (2009): Prognoseberichterstattung. Praxis, Determinanten und Kapitalmarktwirkungen bei deutschen börsennotierten Unternehmen, Frankfurt am Main.

Bretzke, Wolf-Rüdiger (1992): Prognoseprüfung, in: Handwörterbuch der Revision, hrsg. von Coenenberg, A.G./ Wysocki, K., Stuttgart, Sp.1436-1442.

Denk, Robert (1974): Zum “Prognose”-Begriff in der Betriebswirtschaftslehre, in: Der Österreichische Betriebswirt, 24. Jg., S.14-23.

DFVA (2000): Jahresbericht 2000, Dreieich.

Dietsche, Marcel/Fink, Christian (2008): Die Qualität der Lageberichterstattung in Deutschland – Empirische Analyse der Unternehmen des HDAX, in: Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung, 9. Jg., S. 250-261.

Dobler, Michael (2004): Risikoberichterstattung. Eine ökonomische Analyse, zugl. München, Univ., Diss., Frankfurt am Main.

Dye, Ronald A.(1985): Disclosure of Nonproprietary Information, in: Journal of Accounting Research, Vol. 23, S. 123-145.

Easley, David/O’Hara, Maureen (2004): Information and the Cost of Capital, in: The Journal of Finance, Vol. 59, S. 1553-1583.

Hempel, Carl G./Oppenheim, Paul (1953): The Logic of Explanation, in: **Feigl, Herbert/Brodbeck, May** (Hrsg.), Readings in the Philosophy of Science, New York, S.319-352.

Hirst, Eric/ Koonce, Lisa/ Venkataraman, Shankar (2008): Management Earnings Forecasts: A Review and Framework, Working Paper, University of Texas.

Jensen, Michael C./ Meckling, William H. (1976): Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, in: Journal of Financial Economics, Vol. 3, S. 305-360.

Knauer, Thorsten/ Wöhrmann, Arnt (2010): Rahmenbedingungen, Charakteristika und Konsequenzen freiwilliger Unternehmenspublizität – State of the Art und neue Perspektiven der empirischen Forschung, in: Zeitschrift für Planung und Unternehmenssteuerung, Jg. 21, Berlin, S. 235-254.

Knauer, Thorsten/ Wömpener, Andreas (2010): Prognoseberichterstattung gemäß DRS 15 – eine empirische Analyse der Unternehmen des Prime Standards, in Corporate Finance biz, 1. Jg, S. 84-92.

Nöldeke, Marisa (2006): Expectations Guidance in Public Companies, Basel.

Nolte, Uwe (2008): Managementprognosen, Analystenschätzungen und Eigenkapitalkosten. Empirische Analysen am deutschen Kapitalmarkt, zugl. Bochum, Univ., Diss., abrufbar unter <http://www-brs.ub.ruhr-uni-bochum.de/netahtml/HSS/Diss/NoelteUwe/diss.pdf>, Stand: 5.6.2013.

Pellens, Bernhard/ Lehmann, Kai (2012): Managementprognosen und Analystenschätzungen – Eine deskriptive Analyse auf Basis der HDAX Unternehmen, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 64. Jg., S. 873-892.

Pellens, Bernhard/ Nölte, Uwe/ Berger, Ole (2007): Ergebnisprognosen durch das Management – Sind die Managementprognosen der DAX-Unternehmen zu pessimistisch?, in: Finanzberater, 9. Jg., S. 24-29.

Pfüller, Markus (2009): Kommentar zu § 15 WpHG, in: **Fuchs, Andreas** (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) – Kommentar, München, S. 553-690.

Prognose (1998): Artikel in: Das Bertelsmann Lexikon, Band 17, Stuttgart, S. 7885.

Quick, Reiner/Reus, Michael (2009): Zur Qualität der Prognoseberichterstattung der DAX 30- Gesellschaften, in: Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung, 10. Jg., S. 18-32.

Rogge, Hans-Jürgen (1972): Methoden und Modelle der Prognose aus absatzwirtschaftlicher Sicht, Berlin.

Schmidt, André/ Wuhlbrand, Hanno (2007): Umsetzung der Anforderungen an die Lageberichterstattung nach dem BilReg und DRS 15 – Eine empirische Untersuchung der DAX- Unternehmen, in: Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung, 8. Jg., S. 417-426.

Velte, Patrick/ Stiglbauer, Markus/ Sepetauz, Karsten (2011): Entwicklung der Risiko- und Prognoseberichterstattung am deutschen Kapitalmarkt, in: Journal für Betriebswirtschaft, 61. Jg., S. 123-177.

Wagenhofer, Alfred/ Ewert, Ralf (2007): Externe Unternehmensrechnung, 2. Aufl., Berlin.

Ehrenwörtliche Erklärung

Hiermit erkläre ich, Christian Geike, dass ich die vorliegende Arbeit allein und nur unter Verwendung der aufgeführten Quellen und Hilfsmittel angefertigt habe.

Die Prüfungsordnung ist mir bekannt. Ich habe in meinem Studienfach bisher keine Bachelorarbeit eingereicht bzw. diese nicht endgültig nicht bestanden.

Christian Geike

Berlin, 22. August 2013