



DEUTSCHES AKTIENINSTITUT

Auswirkungen des Sarbanes-Oxley Acts auf deutsche Unternehmen: Kosten, Nutzen, Folgen für US-Börsennotierungen

Martin Glaum
Dieter Thomaschewski
Silke Weber



Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 33
Herausgegeben von Prof. Dr. Rüdiger von Rosen
Frankfurt am Main, Februar 2006

Herausgeber: Prof. Dr. Rüdiger von Rosen
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Niederuau 13-19
60325 Frankfurt a.M. Tel. 0 69/9 29 15-0
Fax 0 69/9 29 15-11
<http://www.dai.de>

Autoren: Prof. Dr. Martin Glaum
Justus-Liebig-Universität Gießen Tel. 06 41/99-2 25 80
martin.glaum@
wirtschaft.uni-giessen.de

Dr. Dieter Thomaschewski
Wachenheim/Weinstraße

Silke Weber
Justus-Liebig-Universität Gießen

Redaktion: Dr. Franz-Josef Leven
Deutsches Aktieninstitut e.V. Tel. 0 69/9 29 15-24
leven@dai.de

1. Auflage, Februar 2006

ISBN 3-934579-35-3

Alle Rechte vorbehalten

Auswirkungen des Sarbanes-Oxley Acts auf deutsche Unternehmen: Kosten, Nutzen, Folgen für US-Börsennotierungen

Martin Glaum *)

Dieter Thomaschewski **)

Silke Weber *)**

im Auftrag des Arbeitskreises

**„Unternehmenswachstum und Internationales Management“
der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V.**

- *) Martin Glaum ist Professor für Internationales Management, Rechnungslegung und Wirtschaftsprüfung an der Justus-Liebig-Universität Gießen
- **) Dieter Thomaschewski war bis Juni 2005 Direktor und Bereichsleiter Europa-Strategie der BASF Aktiengesellschaft, Ludwigshafen
- ***) Silke Weber ist Wissenschaftliche Mitarbeiterin an der Professur für Internationales Management, Rechnungslegung und Wirtschaftsprüfung an der Justus-Liebig-Universität Gießen

Vorwort

Auf die Bilanzskandale in den USA reagierte der dortige Gesetzgeber u.a. mit der drastischen Verschärfung der Regeln der Rechnungslegung und der Abschlussprüfung sowie mit verschärften Haftungsanforderungen. Diese im Sarbanes-Oxley Act manifestierten Änderungen der Rahmenbedingungen strahlen auch auf deutsche Aktiengesellschaften aus, die in den USA börsennotiert sind, indem sie Kosten wie auch Nutzen einer Zweitnotierung unmittelbar beeinflussen. Mittelbar ist der Sarbanes-Oxley-Act zudem für alle Unternehmen mit Geschäftsbeziehungen in die USA relevant.

Die vorliegende Untersuchung ist aus dem Arbeitskreis „Unternehmenswachstum und Internationales Management“ der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V. entstanden. Sie dokumentiert – basierend auf einer Befragung der Finanzvorstände der an den US-amerikanischen Börsen notierten deutschen Aktiengesellschaften – den Stand der Umsetzung des Sarbanes-Oxley Act in deutschen Unternehmen einschließlich der Wirksamkeit, die den Maßnahmen von den Anwendern zugestimmt werden. Weiterhin werden – soweit möglich – die verursachten direkten und indirekten Kosten des Sarbanes-Oxley Act quantifiziert. Letztlich wird damit auch die Frage nach den Auswirkungen des Sarbanes-Oxley Acts auf die allgemeine Attraktivität des Börsenplatzes USA gestellt.

Die Ergebnisse zeigen, dass sich seit Inkrafttreten des Sarbanes-Oxley Act die Kosten der Börsennotierung in den USA deutlich erhöht haben; dem steht bei den meisten Unternehmen kein entsprechender Nutzen gegenüber. Gleichzeitig sehen sich deutsche Unternehmen, die eine Zweitnotierung in den USA aufweisen, einem nicht kalkulierbaren Risiko weiterer Verschärfungen des regulatorischen Rahmens gegenüber. Verbunden mit den Schwierigkeiten, die Notierung an einer US-Börse mit vertretbarem Aufwand wieder zu beenden, stellt dies auch für die Unternehmen, die noch nicht zweitnotiert sind, ein erhebliches Hemmnis für einen solchen Schritt dar.

Die Ergebnisse der Befragung bestätigen das Eintreten des Deutschen Aktieninstituts für eine wesentliche Erleichterung des Rückzugs von einer US-amerikanischen Börse für dort zweitnotierte ausländische Unternehmen. Es liegt im Interesse des US-Kapitalmarktes selbst, die Regeln des Delisting flexibler zu gestalten. Die in der Studie berücksichtigten Vorschläge der SEC vom 23. Dezember 2005 sind ein ermutigendes Zeichen und zeigen deutlich, dass die erforderliche Gesprächs- und Handlungsbereitschaft besteht.

Frankfurt am Main, im Februar 2006

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Rüdiger von Rosen', written in a cursive style.

Prof. Dr. Rüdiger von Rosen

Inhalt

Vorwort.....	5
I. Einleitung.....	11
II. Methodik der empirischen Untersuchung.....	16
III. Der Sarbanes-Oxley Act im Überblick: Stand der Umsetzung und Beurteilung	19
A. Der Sarbanes-Oxley Act: Die wichtigsten Regelungen	19
B. Stand der Umsetzung durch deutsche Unternehmen.....	26
C. Beurteilung von Zweckmäßigkeit und Wirksamkeit.....	31
1. Befragungsergebnisse zur Beurteilung der Zweckmäßigkeit....	31
2. Thesen zu Zweckmäßigkeit und Wirksamkeit	35
3. Thesen zur Vereinbarkeit des Sarbanes-Oxley Acts mit deutscher Corporate Governance.....	38
D. Beurteilung des Kosten-Nutzen-Verhältnisses der Regelungen des Sarbanes-Oxley Acts	40
IV. Einrichtung und Dokumentation eines internen Kontrollsystems nach Sec. 404 Sarbanes-Oxley Act	43
A. Begriff des internen Kontrollsystems.....	43
B. Ausgestaltung des Dokumentations- und Evaluierungsprozesses nach Section 404 Sarbanes-Oxley Act.....	50
C. Befragungsergebnisse zu Section 404 Sarbanes-Oxley Act.....	57
1. Anpassungserfordernisse und Projektteams.....	57
2. Identifikation der wesentlichen Einheiten.....	61
3. Dokumentation von Prozess- und Kontrolldesign	63
4. Test der Effektivität des internen Kontrollsystems	64
5. Managementbericht.....	66
6. Kosten der Umsetzung der Vorschriften nach Section 404 Sarbanes-Oxley Act.....	68
V. Sarbanes-Oxley Act und Notierung an US-Börsen.....	79
A. Auslandsnotierungen von Aktien: Bedeutung und Motive	79
B. Börsennotierungen in den USA	82
C. Kapitalmarkteffekte von Börsennotierungen im Ausland.....	88
D. US-Börsennotierungen deutscher Unternehmen unter dem Eindruck des Sarbanes-Oxley Acts: Befragungsergebnisse	90
1. Ziele der US-Börsennotierungen	90
2. Bedeutung ausländischer Aktionäre und Umsätze an US-Börsen.....	96
3. Kosten von US-Börsennotierungen und Diskussion um „Delisting“ und „Deregistrierung“	101
VI. Zusammenfassung	110
VII. Literaturverzeichnis	116

Tabellen und Abbildungen:

Tabelle 1:	Größenangaben zu den befragten Unternehmen	17
Tabelle 2:	Position der antwortenden Unternehmensvertreter.....	18
Tabelle 3:	Funktionsbereiche der Unternehmensvertreter	18
Abbildung 1:	Stand der Umsetzung der Regelungen des Sarbanes-Oxley Acts	27
Abbildung 2:	Beurteilung der Regelungen des Sarbanes-Oxley Acts im Hinblick auf das Ziel der Stärkung des Anlegervertrauens	33
Abbildung 3:	Thesen zur Zweckmäßigkeit und Wirksamkeit des Sarbanes-Oxley Acts.....	37
Abbildung 4:	Thesen zur Umsetzung des Sarbanes-Oxley Acts	39
Abbildung 5:	Beurteilung von Kosten und Nutzen der Regelungen des Sarbanes-Oxley Acts.....	41
Abbildung 6:	COSO-Modell.....	45
Abbildung 7:	Erforderliche Maßnahmen zur Umsetzung von Section 404 Sarbanes-Oxley Act.....	59
Abbildung 8:	Mitglieder der Sarbanes-Oxley Act 404-Projektteams.....	59
Abbildung 9:	Anzahl der Mitarbeiter in den Sarbanes-Oxley Act 404-Projektteams.....	60
Abbildung 10:	Abdeckungsgrad der dokumentierten Prozesse (Umsatzanteil)	62
Abbildung 11:	Durchführung der Tests der Effektivität der internen Kontrollsysteme	65
Abbildung 12:	Durch Section 404 Sarbanes-Oxley Act verursachte (externe und interne) Manntage.....	70
Abbildung 13:	Kosten durch Einführung bzw. Anpassung von IT-Systemen.....	73
Abbildung 14:	Höhe der zusätzlichen Prüfungsgebühren in Folge von Section 404 Sarbanes-Oxley Act.....	75
Tabelle 4:	Kosten der Befolgung von Section 404 Sarbanes-Oxley Act.....	76
Abbildung 15:	Anteil wichtiger Aktienmärkte an der Weltmarktkapitalisierung.....	83
Tabelle 5:	Deutsche Unternehmen mit Börsennotierungen in den USA	85
Abbildung 16:	Bedeutung unterschiedlicher Ziele für US-Börsennotierungen	92

Abbildung 17: Erreichung der Ziele für US-Börsennotierungen.....	94
Abbildung 18: Anteil ausländischer Aktionäre am Eigenkapital der Unternehmen.....	97
Abbildung 19: Anteil US-amerikanischer Aktionäre am Eigenkapital der Unternehmen	97
Abbildung 20: Veränderung des Anteils ausländischer Aktionäre am Eigenkapital seit Aufnahme der US-Notierung	98
Tabelle 6: Umsätze deutscher Unternehmen im Xetra- Handelssystem der Deutschen Börse AG und an der New York Stock Exchange	100
Abbildung 21: Bedeutung unterschiedlicher Kosten bei Entscheidung über US-Börsennotierung.....	102
Abbildung 22: Delisting / Deregistrierung deutscher Unternehmen vom US-Kapitalmarkt im Falle vereinfachter Regelungen	109

I. Einleitung

Der „Sarbanes-Oxley Act“¹, benannt nach Senator Paul S. Sarbanes und dem Kongressabgeordneten Michael G. Oxley, stellt die tiefgreifendste Reform des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts seit der Verabschiedung des Securities Acts von 1933 und des Securities Exchange Acts von 1934 dar. Das Gesetz wurde als Reaktion auf die Unternehmensskandale um Enron, Worldcom etc. im Frühjahr und Sommer 2002 von US-Kongress und -Senat beschlossen und am 30. Juli 2002 von Präsident Bush unterzeichnet und in Kraft gesetzt. Die zahlreichen Einzelvorschriften zielen insbesondere darauf ab, die Finanzberichterstattung börsennotierter Unternehmen zu verbessern, indem die Verantwortlichkeiten des Managements und des Board of Directors sowie der Wirtschaftsprüfer genauer definiert, leistungsfähigere Kontrollen vorgeschrieben und schärfere Sanktionen eingeführt werden.

Über die Kosten und den Nutzen der Regelungen des Sarbanes-Oxley Acts wird seit seiner Einführung intensiv diskutiert. Besonders kontrovers sind die Vorschriften der sogenannten Section 404 zur Einrichtung eines internen Kontrollsystems, das der Qualitätssicherung in der Rechnungslegung dienen soll. Die Umsetzung dieser Vorschriften erweist sich in der Praxis als extrem kostenintensiv. Auf Skepsis stoßen auch die drakonischen Strafandrohungen – Verstöße gegen die Publizitätspflichten können mit Geldbußen in Millionenhöhe und Gefängnisstrafen von bis zu 20 Jahren verfolgt werden.²

Vom Gesetz betroffen sind alle Unternehmen, die Wertpapiere an US-amerikanischen Börsen notiert haben und daher der Aufsicht der US-

1 Der Text des Sarbanes-Oxley Acts steht im Internet zum Download bereit unter: http://www.pcaobus.org/About_the_PCAOB/Sarbanes_Oxley_Act_of_2002.pdf
Umfangreiche Informationen stehen auch auf folgenden Internet-Seiten bereit:
<http://www.sarbanes-oxley.com/>
<http://www.aicpa.org/sarbanes/index.asp>
<http://www.sarbanes-oxley-forum.com/>
http://www.sox-online.com/sarbanes-oxley_news.html

2 Interessanterweise werden die Regelungen des Sarbanes-Oxley Acts mittlerweile sogar von einem der „Autoren“ des Gesetzes, vom Kongressabgeordneten Michael Oxley, als zu weitgehend und „exzessiv“ bezeichnet; vgl. Tucker / Parker 2005.

amerikanischen Börsenaufsicht, der Securities and Exchange Commission (SEC), unterliegen. Dies betrifft auch die sogenannten „Foreign Private Issuers“, aus deutscher Sicht also vor allem diejenigen Unternehmen, deren Aktien an der New York Stock Exchange oder der NASDAQ notiert sind.³ Darüber hinaus fallen deutsche Tochtergesellschaften von US-amerikanischen und sonstigen SEC-registrierten Unternehmen („significant subsidiaries of listed companies“) in den Regelungsbereich des Gesetzes. Zahlreiche Vorschriften des Sarbanes-Oxley Acts betreffen zudem Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, die in den USA gelistete Unternehmen oder deren Tochtergesellschaften prüfen. Die verschärfte Regulierung der Wirtschaftsprüfer wirkt sich naturgemäß auch auf die von ihnen geprüften Unternehmen aus.

Maßnahmen zur Regulierung des US-amerikanischen Kapitalmarktes sind in der Vergangenheit häufig Anstoß für vergleichbare rechtliche Veränderungen in Europa bzw. Deutschland gewesen. Dies gilt auch für den Sarbanes-Oxley Act.⁴ Hinzuweisen ist in diesem Zusammenhang auf die geplanten Änderungen der 4., der 7. und der 8. EU-Richtlinie (Prüferrichtlinie, Bilanz- und Konzernrichtlinie), die in erheblichem Maße durch die US-Gesetzgebung beeinflusst worden sind.⁵ Eine intensive Auseinan-

3 Zur Zeit (September 2005) sind 16 deutsche Unternehmen an der New York Stock Exchange gelistet: Allianz, Altana, BASF, Bayer, DaimlerChrysler, Deutsche Bank, Deutsche Telekom, EON, Epcos, Fresenius Medical Care, Infineon, Pfeiffer Vacuum, SAP, Schering, SGL Carbon und Siemens. Zwei weitere Unternehmen, GPC Biotech und Aixtron, sind an der Computerbörse NASDAQ gelistet. Die Aufnahme der US-Notierung von Aixtron erfolgte allerdings erst im März 2005 im Zusammenhang mit der Akquisition eines kalifornischen Unternehmens. Zum Zeitpunkt der empirischen Untersuchung war zudem noch LION Bioscience an der NASDAQ notiert, das die Notierung zum 22. Dezember 2004 beendet hat. Am 19. Mai 2005 wurde das Filing zur Deregistrierung bei der SEC eingereicht (vgl. Ad-Hoc-Mitteilungen unter http://www.lionbioscience.com/press/release/index_ger.html); siehe hierzu genauer Kapitel V dieser Studie.

4 Vgl. Arbeitskreis „Externe und Interne Überwachung der Unternehmung“ der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V. 2004, S. 2406f.

5 Zur Änderung der 4. und 7. EU-Richtlinie siehe Bericht über den Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Abänderung der Richtlinien 78/660/EWG und 83/349/EWG hinsichtlich der Jahresabschlüsse bestimmter Arten von Unternehmen und konsolidierter Abschlüsse, A6-0384/2005, vom 1. Dezember 2005; im Internet zum Download unter folgender Adresse (Januar 2005): http://europa.eu.int/prelex/detail_dossier_real.cfm?CL=de&DosId=19189

Zur Änderung der 8. EU-Richtlinie siehe den Bericht über den Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über die Prüfung des Jahresabschlusses und des konsolidierten Abschlusses und zur Änderung der Richtlinien

dersetzung mit den Regelungen des Sarbanes-Oxley Acts ist somit nicht nur den USA gelisteten Unternehmen und ihre Tochtergesellschaften, sondern letztlich allen kapitalmarktorientierten Unternehmen in Deutschland zu empfehlen.

Die vorliegende Arbeit zu den Auswirkungen des Sarbanes-Oxley Acts auf deutsche Unternehmen basiert auf einer empirischen Untersuchung, die Ende 2004 und Anfang 2005 durchgeführt wurde. Den Anstoß für die Untersuchung lieferten Mitglieder des Arbeitskreises „Unternehmenswachstum und Internationales Management“ der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V.⁹⁾ Neun der 22 Mitgliedsfirmen des Arbeitskreises sind an der New York Stock Exchange gelistet.

Ziel der Untersuchung ist es,

- den Stand der Umsetzung der Vorschriften des Sarbanes-Oxley Acts in den betroffenen deutschen Unternehmen zu dokumentieren;
- genauere Informationen über die Kosten zu erlangen, die durch die Vorschriften verursacht werden;
- ein Meinungsbild über die Wirksamkeit und den Nutzen der Vorschriften bei den betroffenen Unternehmen zu erheben sowie
- festzustellen, welche Wirkung der Sarbanes-Oxley Act auf die Attraktivität von Börsennotierungen in den USA hat.

78/660/EWG und 83/349/EWG des Rates, A6-0224/2005, vom 1. Juli 2005; das Dokument steht unter folgender Adresse im Internet zum Download bereit (Januar 2005): http://europa.eu.int/prelex/detail_dossier_real.cfm?CL=de&DosId=189770

Zur Änderung der 4. und 7. EU-Richtlinie vgl. genauer Niemeier 2006; zur Änderung der 8. EU-Richtlinie vgl. genauer Lanfermann 2005; siehe auch EZB 2005 für einen Überblick über die aktuelle „Entwicklung des Regelungsrahmens für die Unternehmensführung und -kontrolle“ auf europäischer Ebene.

*) Neben den Autoren des Beitrags gehören dem Arbeitskreis folgende Personen an: Dr. C. Bauer (AOL Deutschland), H. Cyrkel (Maggi GmbH), Dr. A. Eckhardt (Capstone Europe Ltd.), Dr. P. Frankenberg (E.ON Ruhrgas AG), Prof. Dr. A. Gerybadze (Universität Hohenheim), Dr. G. Hanen (Bosch Rexroth AG), Dr. J. Heins-Bunde (SGL Carbon AG), Prof. U. Hommel, Ph.D. (European Business School), Dr. H. Jung (Allianz AG), H. Kauffmann (DaimlerChrysler AG), U. Kiel-Dixon (ThyssenKrupp AG), Dr. R. Liedl (Bertelsmann AG), Dr. M. Mangold (Bayer AG), Dr. D. Paskert (E.ON AG), Prof. Dr. E. Pausenberger (Justus-Liebig-Universität Gießen), R. Radon (Capgemini Deutschland GmbH), Dr. W. Rall (McKinsey & Comp.), T. Retzlaff (ABB AG), Dr. W. Riehle, Dr. G. Satzger (IBM Deutschland GmbH), C. Schläffer (Deutsche Telekom AG), Dr. Y. Schmidt (General Motors Inc.), M. Sieglin (Siemens AG), R. Sobottka (DyStar Textilfarben GmbH), P. W. Weise (DEG mbH), Dr. A. Wieandt (Deutsche Bank AG).

Die Befragung richtete sich an die Finanzvorstände der an US-amerikanischen Börsen gelisteten deutschen Unternehmen. Von den insgesamt angeschriebenen 18 Unternehmen haben 15 geantwortet. Die Rücklaufquote beträgt somit 83,3 %; sie ist für Fragebogenuntersuchungen außergewöhnlich hoch. Dies ist sicherlich auch mit der Aktualität und der Brisanz des Themas zu erklären. Auf die an der Untersuchung teilnehmenden 15 Unternehmen entfällt ein Anteil von 97,3 % der gesamten Marktkapitalisierung der 18 deutschen Unternehmen, die zum Zeitpunkt der Befragung in den USA gelistet waren.

Die Studie ist wie folgt gegliedert: Im anschließenden Kapitel II wird die Methodik der empirischen Untersuchung beschrieben. Kapitel III bietet zunächst einen Überblick über die wichtigsten Vorschriften des Sarbanes-Oxley Acts. Anschließend berichten wir über den Stand der Umsetzung sowie über die Beurteilung der Vorschriften durch die betroffenen deutschen Unternehmen.

Kapitel IV ist der umstrittensten Einzelregelung des Sarbanes-Oxley Acts, Section 404 *Internal Control over Financial Reporting*, gewidmet. Wir beschreiben zunächst die Anforderungen von Section 404 Sarbanes-Oxley Act und stellen dann unsere Befragungsergebnisse zur Umsetzung sowie zu den Kosten dieser Vorschriften dar. Infolge der verschärften Anforderungen und der hohen Kosten des Sarbanes-Oxley Acts wird in zahlreichen betroffenen Unternehmen über die Vor- und Nachteile ihrer Börsennotierungen in den USA sowie über die Möglichkeiten eines „Delistings“ bzw. einer „Deregistrierung“ diskutiert.

In Kapitel V knüpfen wir an diese Diskussion an. Wir fassen zunächst die wichtigsten Argumente für und gegen Auslandsnotierungen zusammen. Anschließend berichten wir, welche Ziele die deutschen in den USA gelisteten Unternehmen mit ihren Notierungen an der Wall Street verfolgt haben und in welchem Maße es ihnen gelungen ist, diese Ziele zu erreichen. Im letzten Abschnitt unserer Studie gehen wir schließlich auf die Debatte über die US-Deregistrierungsvorschriften ein und berichten darüber, ob die deutschen Unternehmen ihre US-Notierungen an der New

York Stock Exchange bzw. der NASDAQ beenden möchten. Den Abschluss der Arbeit bildet eine kurze Zusammenfassung.

II. Methodik der empirischen Untersuchung

Die in den folgenden Abschnitten dargestellten Untersuchungsergebnisse beruhen auf der Auswertung von Fragebögen, die Ende 2004 an die Finanzvorstände aller deutschen Unternehmen versandt wurden, deren Aktien an US-Börsen notiert waren. 16 deutsche Unternehmen waren zu diesem Zeitpunkt an der New York Stock Exchange gelistet: Allianz, Alтана, BASF, Bayer, E.ON, Epcos, DaimlerChrysler, Deutsche Bank, Deutsche Telekom, Fresenius Medical Care, Infineon, Pfeiffer Vacuum, SAP, Schering, SGL Carbon und Siemens. Zwei weitere Unternehmen waren an der Computerbörse NASDAQ gelistet: GPC Biotech und LION Bioscience. LION Bioscience hat die Notierung seitdem zurückgezogen. Im März 2005 ist im Zusammenhang mit der Akquisition eines kalifornischen Unternehmens die Aktie der deutschen Aixtron AG an der NASDAQ registriert worden. Damit sind gegenwärtig wieder insgesamt 18 deutsche Unternehmen mit ihren Aktien an US-Börsen notiert, 16 davon an der New York Stock Exchange und zwei an der NASDAQ.

Der Fragebogen wurde gemeinsam mit Vertretern von betroffenen Unternehmen im Arbeitskreis „Unternehmenswachstum und Internationales Management“ der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V. sowie mit Experten aus verschiedenen internationalen Wirtschaftsprüfungsgesellschaften erarbeitet. Der Versand der Fragebögen erfolgte im November 2004. Im Februar 2005 wurden diejenigen Unternehmen, die bis zu diesem Zeitpunkt noch nicht geantwortet hatten, noch einmal um ihre Teilnahme gebeten. Von den 18 angeschriebenen Unternehmen nahmen schließlich 15 an der Befragung teil. Die Auswertung und Rücklaufquote beträgt somit 83,3 %. Sie ist für Fragebogen-Untersuchungen ungewöhnlich hoch.

Tabelle 1 beschreibt die befragten Unternehmen mittels wichtiger Kennzahlen. Der Vergleich der Merkmale von antwortenden und nicht-antwortenden Unternehmen zeigt, dass die Teilnahmebereitschaft deutlich positiv mit der Größe der Unternehmen korreliert: Die 15 antwortenden Unternehmen erzielten im Jahr 2004 im Durchschnitt Umsätze in Höhe von 26,9 Mrd. Euro, während die entsprechende Kennzahl bei den drei

nicht-antwortenden Unternehmen nur 1,7 Mrd. Euro betrug. Die durchschnittliche Mitarbeiterzahl der antwortenden Unternehmen lag bei 118.934 gegenüber 13.975 bei den nicht-antwortenden. Auch die durchschnittliche Marktkapitalisierung der Untersuchungsteilnehmer ist mit 25,9 Mrd. Euro weit höher als die der nicht-teilnehmenden Unternehmen (3,6 Mrd. Euro). Auf die 15 teilnehmenden Unternehmen entfällt ein Anteil von 97,3 % der gesamten Marktkapitalisierung der 18 deutschen Unternehmen, die zum Zeitpunkt der Befragung in den USA gelistet waren.

Tabelle 1: Größenangaben zu den befragten Unternehmen

	Antwortende Unternehmen (n=15)		Nicht-antwortende Unternehmen (n = 3)	
	Mittelwert	Standard-abweichung	Mittelwert	Standard-abweichung
Umsatz (in Mrd. Euro)	26,900	39,642	1,733	2,753
Mitarbeiterzahl	118.934	136.755	13.975	13.044
Marktkapitalisierung (in Mrd. Euro)	25,887	22,113	3,586	5,284
<i>Quelle der Daten: Reuters. Die Angaben für Umsatz- und Mitarbeiterzahlen beziehen sich auf das Geschäftsjahr 2004. Für manche Unternehmen ist das Geschäftsjahr nicht mit dem Kalenderjahr identisch; in diesen Fällen wurden Daten für das Geschäftsjahr 2003/2004 zugrunde gelegt. Bei der Berechnung der Umsatzkennziffern wurden Finanzdienstleistungsunternehmen nicht berücksichtigt. Die Daten für die Marktkapitalisierung beziehen sich auf Anfang März 2005.</i>				

In Tabelle 2 sind die Positionen aufgeführt, die die antwortenden Personen innerhalb ihrer Unternehmen innehaben. Es zeigt sich, dass nahezu alle Fragebögen von leitenden Mitarbeitern beantwortet wurden.

Tabelle 2: Position der antwortenden Unternehmensvertreter

Position	Anzahl	Anteil
Vorstandsmitglied	2	13,33 %
Bereichsleiter	6	40,00 %
Abteilungsleiter	2	13,33 %
Fachreferent	2	13,33 %
Sonstige Position	1	6,67 %
Keine Angaben	2	13,33 %
Gesamt	15	100,0 %

Tabelle 3 zeigt schließlich die Funktionsbereiche, in denen die antwortenden Personen tätig sind. Der Schwerpunkt liegt bei Vertretern aus den Bereichen Rechnungswesen, Revision und Controlling. Als „sonstige Bereiche“ wurden Global Risk Management, Investor Relations und Corporate Center genannt.

Tabelle 3: Funktionsbereiche der Unternehmensvertreter

Bereich	Anzahl	Anteil
Interne Revision	2	13,33 %
Rechnungswesen	4	26,67 %
Controlling	2	13,33 %
Sonstiger Bereich	4	26,67 %
Keine Angaben	3	20,00 %
Gesamt	15	100,0 %

III. Der Sarbanes-Oxley Act im Überblick: Stand der Umsetzung und Beurteilung

A. Der Sarbanes-Oxley Act: Die wichtigsten Regelungen

Die Regelungen des Sarbanes-Oxley Acts sind in elf Abschnitten zusammengefasst (Title I – XI), deren wesentliche Inhalte im Folgenden kurz skizziert werden sollen.⁶

Die ersten beiden Abschnitte des Acts widmen sich der Verbesserung der Berufsaufsicht über die Wirtschaftsprüfer und Maßnahmen zu ihrer Unabhängigkeit. Abschnitt I regelt die Einrichtung des *Public Company Accounting Oversight Board* (PCAOB). Hauptaufgabe dieser Einrichtung ist die Sicherstellung der Qualität der Jahresabschlussprüfung. Das Board ist ein privatrechtliches Gremium. Seine Mitglieder werden von der SEC eingesetzt. Die SEC ist auch für die Überwachung der Arbeit des Boards zuständig. Das PCAOB erlässt Standards zur Prüfung von Jahresabschlüssen, zur Qualitätskontrolle der Wirtschaftsprüfung sowie ethische Berufsgrundsätze einschließlich der Grundsätze der Unabhängigkeit. Diese Standards sind für alle Prüfungsgesellschaften verbindlich, die in den USA börsennotierte Unternehmen prüfen. Bedingung für die Zulassung zur Prüfung von Jahres- oder Quartalsabschlüssen von in den USA gelisteten Unternehmen ist die Registrierung der Wirtschaftsprüfungsgesellschaften sowie aller Mitgliedsfirmen ihrer internationalen Netzwerke beim PCAOB. Mit der Registrierung sind umfassende Kontroll- und Überwachungsmaßnahmen durch das PCAOB verbunden. Zur Sicherstellung der Einhaltung der Standards werden regelmäßige Prüfungen und sogenannte anlassbezogene Sonderuntersuchungen bei den registrierten Prüfungsgesellschaften durchgeführt. Das PCAOB hat im Oktober 2002 seine Arbeit aufgenommen. Damit endete das bisherige System der Selbstregulierung der Wirtschaftsprüfer in den USA.⁷

6 Siehe im Folgenden genauer Gruson / Kubicek 2003; siehe auch Lanfermann / Maul 2002; Arbeitskreis „Externe und Interne Überwachung der Unternehmung“ der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V. 2004; Menzies et al. 2004.

7 Zur Arbeit des PCAOB vgl. Niemeier 2003 sowie Marten et al. 2003a.

Abschnitt II des Sarbanes-Oxley Acts befasst sich mit der Unabhängigkeit der Abschlussprüfer. Diese soll vor allem durch ein Verbot prüfungsnaher Dienstleistungen verbessert werden. Darüber hinaus müssen Prüfungsleistungen und zulässige Nichtprüfungsleistungen künftig ausdrücklich von den Audit Committees der Unternehmen genehmigt werden. Die in den USA gelisteten Unternehmen müssen in ihren Abschlüssen offen legen, welche Nichtprüfungsleistungen von den Abschlussprüfern erbracht worden sind und welche Honorare dafür gezahlt worden sind. Zur Sicherstellung der persönlichen Unabhängigkeit regelt der Sarbanes-Oxley Act weiterhin, dass spätestens alle fünf Jahre ein Austausch der unterzeichnenden Abschlussprüfer zu erfolgen hat (interne Rotation). Ferner ist eine sogenannte *Cooling-Off Period* von mindestens einem Jahr beim Wechsel eines Mitglieds des Prüfungsteams in eine leitende Funktion des geprüften Unternehmens einzuhalten.

Zu erwähnen ist, dass mit der zwischenzeitlich beschlossenen Änderung der 8. EU-Richtlinie (Prüferrichtlinie) ebenfalls umfangreiche Regelungen zur Unabhängigkeit und zur Überwachung von Abschlussprüfern beschlossen worden sind, die von den Vorschriften des Sarbanes-Oxley Acts beeinflusst sind. Die Regelungen gehen teilweise über die derzeitigen, durch das Bilanzkontrollgesetz vom Dezember 2004 überarbeiteten Vorschriften des deutschen Handelsrechts hinaus; in einzelnen Aspekten sind die Vorschriften sogar strenger als die des Sarbanes-Oxley Acts. Beispielsweise wird ein Wechsel eines verantwortlichen Prüfers in ein von ihm geprüftes Unternehmen nach den geplanten EU-Vorschriften künftig erst nach einer Phase von zwei Jahren möglich sein.⁸

Die Abschnitte III *Corporate Responsibility* und IV *Enhanced Financial Disclosures* des Sarbanes-Oxley Acts enthalten verschiedene wichtige Vorschriften, die auf die Verbesserung der Unternehmensverfassung zielen. Insbesondere wird nach Section 301 von den Unternehmen die Einrichtung eines *Audit Committees* (Prüfungsausschuss) gefordert, das aus unabhängigen Mitgliedern des Board of Directors besteht. Falls kein ge-

⁸ Zur geplanten Modernisierung der 8. EU-Richtlinie vgl. genauer Lanfermann 2005.

sondertes Audit Committee gebildet wird, ist das gesamte Board of Directors als Audit Committee anzusehen. Gemäß Section 407 Sarbanes-Oxley Act muss das Unternehmen mindestens ein Mitglied des Audit Committees als „*Financial Expert*“ benennen, oder es muss in seiner Berichterstattung erklären, warum dem Audit Committee kein Mitglied angehört, das die entsprechenden Anforderungen des Gesetzes erfüllt. Das Audit Committee ist für die Bestellung und die Überwachung des Abschlussprüfers verantwortlich. Dem Committee obliegt es auch, die Honorarvereinbarung mit dem Prüfer auszuhandeln. Der Abschlussprüfer hat direkt an das Audit Committee zu berichten. Das Committee hat außerdem ein Verfahren zur Entgegennahme und Behandlung von Beschwerden über die interne Kontrolle der Rechnungslegung und Prüfung zu etablieren. Im Mittelpunkt stehen dabei Beschwerden, die vertraulich von Mitarbeitern eingereicht werden (auch die Unternehmen selbst müssen Regelungen zum Schutz sogenannter *Whistleblower* einrichten, siehe hierzu unten, Anmerkung zu Section 806 Sarbanes-Oxley Act).

Aus Sicht deutscher Unternehmen war insbesondere die Forderung nach der Unabhängigkeit der Mitglieder des Audit Committees problematisch. Im Sinne des Gesetzes sind Boardmitglieder unabhängig, wenn sie weder Zahlungen für Beratungsleistungen noch sonstige Entgeltleistungen durch den Emittenten erhalten; sie dürfen auch nicht in anderweitiger Form mit dem Unternehmen oder seinen Tochtergesellschaften verbunden sein. Diese Voraussetzung werden in mitbestimmten deutschen Aufsichtsräten von den Arbeitnehmervertretern offensichtlich nicht erfüllt. Die SEC hat die Arbeitnehmervertreter in der Zwischenzeit jedoch als unabhängig anerkannt. Weiterhin hat die SEC akzeptiert, dass die Bestellung und Abberufung des Wirtschaftsprüfers in Deutschland gemäß § 119 Abs. 1 Satz 4 AktG durch die Hauptversammlung erfolgen muss.⁹

Gemäß der geplanten Änderung der 8. EU-Richtlinie werden europäische börsennotierte Unternehmen künftig ebenfalls verpflichtet sein, Prü-

9 Rule 10 A - 3 [III] [F] [3] [a] [i] zum SEA 1934; siehe hierzu auch Gruson / Kubicek 2003, S. 351.

fungsausschüsse einrichten.¹⁰ Artikel 39 der geplanten neuen Fassung der Richtlinie führt aus, dass die Aufgabe des Prüfungsausschusses unter anderem darin besteht, (a) den Rechnungslegungsprozess zu überwachen, (b) die Wirksamkeit der internen Kontrolle, gegebenenfalls der Innenrevision und des Risikomanagements des Unternehmens zu kontrollieren; (c) die Prüfung des Jahres- und des konsolidierten Abschlusses zu beobachten; (d) die Unabhängigkeit des Abschlussprüfers oder der Prüfungsgesellschaft, insbesondere die von diesen für das geprüfte Unternehmen erbrachten zusätzlichen Leistungen zu überprüfen und zu überwachen. Weiterhin muss sich der Vorschlag des Aufsichtsrats für die Bestellung eines Abschlussprüfers auf eine Empfehlung des Prüfungsausschusses stützen.¹¹

Eine weitere markante Vorschrift des Sarbanes-Oxley Acts besteht darin, dass die verantwortlichen Führungskräfte (Chief Executive Officer, Chief Financial Officer) nach Section 302 künftig persönlich durch ihre Unterschrift die Richtigkeit und Vollständigkeit der bei der SEC eingereichten Berichte zertifizieren müssen. Zu diesem Zweck sind Kontrollen und Verfahren einzurichten und aufrechtzuerhalten, die sicherstellen, dass wesentliche Unternehmensinformationen verarbeitet und rechtzeitig veröffentlicht werden. In ihrer Erklärung bestätigt die Unternehmensführung außerdem, das interne Kontrollsystem innerhalb der letzten 90 Tage vor der Berichterstattung auf seine Wirksamkeit hin überprüft zu haben. Der Vorstandsvorsitzende und der Finanzvorstand müssen weiterhin erklären, alle wesentlichen Mängel im internen Kontrollsystem sowie etwaige betrügerische Handlungen leitender Angestellter dem Audit Committee und dem Wirtschaftsprüfer gemeldet zu haben.

Wichtige Vorschriften zum sogenannten internen Kontrollsystem (IKS) finden sich in Abschnitt IV, Section 404 Sarbanes-Oxley Act. Diese Sec-

10 In Deutschland wird die Einrichtung von Prüfungsausschüssen bereits durch den Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK) empfohlen.

11 Siehe Bericht über Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über die Prüfung des Jahresabschlusses und des konsolidierten Abschlusses und zur Änderung der Richtlinien 78/660/EWG und 83/349/EWG des Rates, A6-0224/2005, vom 1. Juli 2005.

tion des Gesetzes zwingt die Unternehmen zur Einrichtung und umfassenden Dokumentation der Wirksamkeit ihres internen Kontrollsystems. Gegenstand der Regelung sind sämtliche internen Kontrollen, die im Zusammenhang mit der Rechnungslegung stehen. Neben der Berichterstattung ist eine Einschätzung und Bewertung der Effektivität des internen Kontrollsystems von der Unternehmensleitung zu veröffentlichen. Der Abschlussprüfer hat diese Erklärung gesondert zu testieren und selbst eine Stellungnahme über die Zuverlässigkeit des Internen Kontrollsystems abzugeben.¹²

Weitere Vorschriften der Abschnitte III und IV des Sarbanes-Oxley Acts präzisieren die Regeln für den Umgang zwischen Management und Wirtschaftsprüfer, verlangen eine periodische Veröffentlichung von wesentlichen bilanzunwirksamen Geschäften (*Off-Balance Sheet Arrangements*) in Jahres- und Quartalsabschlüssen,¹³ schließen die Darlehensgewährung des Unternehmens an Mitglieder der Unternehmensführung aus und verpflichten die Unternehmen offen zu legen, ob die Unternehmensführung einen *Code of Ethics* beachtet.

Die Abschnitte V bis VII sind im Kontext der vorliegenden Untersuchung von eher nachrangiger Bedeutung. Mit Abschnitt V des Sarbanes-Oxley Acts wird die SEC beauftragt, Regelungen zu erlassen, die mögliche Interessenkonflikte von Finanzanalysten bei der Erstellung von Research Reports adressieren. Abschnitt VI enthält Vorschriften zur Verbesserung der

12 Abgrenzungsschwierigkeiten ergeben sich in der Praxis bezüglich Section 302 *Disclosure Controls and Procedures* und Section 404 *Internal Control over Financial Reporting*. Zu beachten ist dabei, dass sich Section 404 SOA ausschließlich auf die Finanzberichterstattung richtet, während Section 302 SOA auch nicht-finanzielle Informationen betrifft. In der Final Rule zu Section 404 SOA betont die SEC, dass es sich bei den Vorschriften nicht um eine Teilmenge der Regelungen von Section 302 SOA handelt. Vielmehr kann es Elemente geben, die ausschließlich einer der beiden Vorschriften zuzuordnen sind. Können einzelne Kontrollen sowohl den Regelungen nach Section 302 als auch denjenigen nach Section 404 zugeordnet werden, schreibt die SEC vor, dass diese Kontrolle nach den Vorschriften und den damit verbundenen Konsequenzen (Prüfung der Erklärung des Managements und Stellungnahme zur Zuverlässigkeit durch den Abschlussprüfer) nach Section 404 SOA zu behandeln ist (Release Nos. 33-8238).

13 Von Enron wurden umfangreiche Off-Balance-Sheet-Transaktionen nicht publiziert; die Investoren waren über die verschachtelte Finanzstruktur und die tatsächliche Finanzlage des Unternehmens nicht informiert. Vgl. genauer Benston / Hartgraves 2002; siehe auch Healy / Palepu 2003.

finanziellen Ausstattung der SEC sowie detaillierte Regelungen, mit denen die administrativen und judikativen Rechte der SEC ausgeweitet werden. In Abschnitt VII werden die SEC sowie weitere öffentliche Institutionen mit der Durchführung von Studien vor allem zur Wettbewerbssituation im Markt für Wirtschaftsprüfungsgesellschaften sowie zur Rolle und Bedeutung von Rating-Agenturen beauftragt.

Abschnitt VIII *Corporate and Criminal Fraud Accountability* soll den arbeits- und strafrechtlichen Schutz sogenannter *Whistleblower* bewirken, die den Behörden Gesetzesverstöße im Unternehmen melden. Ferner wird das Fälschen, Ändern oder Vernichten von Geschäftsunterlagen im Zusammenhang mit staatlichen Untersuchungen oder Insolvenzverfahren mit Geldbußen oder mit Freiheitsstrafen von bis zu 20 Jahren belegt. Wirtschaftsprüfer werden verpflichtet, alle Arbeitspapiere für mindestens fünf Jahre aufzubewahren. Verstöße gegen diese Vorschrift können mit Geldbußen oder mit Freiheitsstrafen von bis zu zehn Jahren geahndet werden.

Durch Abschnitt IX *White-Collar Crime Penalty Enhancement* werden verschiedene weitere Vorschriften des Wirtschaftsstrafrechts erheblich verschärft. Unter anderem wird bestimmt, dass unzutreffende Erklärungen der leitenden Angestellten von Unternehmen (Chief Executive Officer, Chief Financial Officer) zur Richtigkeit von Jahres- und Quartalsabschlüssen nach Section 301 mit Geldstrafen von bis zu einer Mio. Dollar und Gefängnisstrafen von maximal zehn Jahren verfolgt werden können. Vorsätzliche Verletzungen der Regelungen können sogar mit Geldstrafen von bis zu fünf Mio. Dollar und Freiheitsstrafen von maximal 20 Jahren geahndet werden.

Abschnitt X besteht aus nur einer Section, die vorschreibt, dass die Steuererklärung für die Federal Reserve Tax von Unternehmen künftig vom Chief Executive Officer unterschrieben werden soll.

Im elften und letzten Abschnitt des Sarbanes-Oxley Acts (*Corporate Fraud Accountability*) sind weitere verschärfende Strafvorschriften zusammengefasst. Zudem wird der SEC die Befugnis erteilt, bei schwerwie-

genden Gesetzesverstößen Mitglieder der Geschäftsführung von Unternehmen ihres Amtes zu entheben.

Während einzelne Bestimmungen des Sarbanes-Oxley Acts unmittelbar wirksam wurden, mussten andere Anforderungen des Gesetzes von der SEC durch präzisierende Rechtsverordnungen umgesetzt werden. Zwischenzeitlich hat die SEC eine Reihe sogenannter *Final Rules* erlassen, die von den Unternehmen zu beachten sind. Wichtige Verordnungen sind beispielsweise Final Rule No. 33-8220 zum Audit Committee sowie Final Rule No. 33-8182 zur Effektivität des internen Kontrollsystems. Bedingt durch die zeitliche Abfolge der SEC-Verordnungen treten die verschiedenen Einzelvorschriften zu unterschiedlichen Zeitpunkten in Kraft. Section 401 zu Off-Balance-Sheet-Transaktionen ist bereits ab dem 28. März 2003 zu beachten, Section 301 zu Audit Committees ist grundsätzlich anzuwenden für alle Geschäftsjahre, die nach dem 15. Januar 2004 beginnen, und für die Einrichtung und Dokumentation des Internen Kontrollsystems nach Section 404 hat die SEC grundsätzlich den 15. November 2004 als Stichtag festgelegt.¹⁴

Für ausländische Emittenten gelten in Bezug auf die Vorschriften der Section 404 Ausnahmeregelungen: die Frist für die Einrichtung und Dokumentation des internen Kontrollsystems nach Section 404 war von der SEC für ausländische Unternehmen bereits im Februar 2004 vom November 2004 auf Juli 2005 ausgedehnt worden. Anfang März 2005 hat sich die SEC nach ausführlicher Diskussion zu einer erneuten Ausweitung der Frist entschlossen. Die Regelungen sind nun erst auf Geschäftsjahre verpflichtend anzuwenden, die nach dem 15. Juli 2006 enden. Damit kommt die SEC den besonderen Bedingungen ausländischer Unternehmen entgegen, deren sprachliche, kulturelle und organisatorische Gegebenheiten zum Teil erheblich von denen US-amerikanischer Konzerne abweichen. Ohne die kürzlich bekannt gegebene Fristverlängerung wäre für das Geschäftsjahr 2005 erstmalig zwingend ein

14 Siehe Warncke 2005 für eine Auflistung wichtiger Durchführungsverordnungen zum Sarbanes-Oxley Act.

Internal Control Report zu erstellen gewesen. Zahlreiche deutsche Unternehmen haben das Berichtsjahr 2004 für eine Art „Probelauf“ genutzt. Die daraus gewonnenen Erkenntnisse können jetzt in eine weitere probeweise Anwendung im Jahr 2005 einfließen, bevor für das Geschäftsjahr 2006 zwingend ein Bericht bei der SEC einzureichen ist.

Die SEC hat bei ihrer Entscheidung über die Fristverlängerung für Section 404 Sarbanes-Oxley Act auch berücksichtigt, dass insbesondere die europäischen Foreign Private Issuer durch die Einführung der *International Financial Reporting Standards (IFRS)* bis zum Jahr 2005 (bzw. in Ausnahmefällen bis 2007) in ihrer Rechnungslegung besonderen Belastungen unterliegen.¹⁵ Die SEC akzeptiert, dass die von der Umstellung auf IFRS betroffenen Unternehmen den Schwerpunkt ihrer Arbeit im Bereich der Rechnungslegung zunächst auf die IFRS-Einführung legen müssen. In ihrer Final Rule weist die SEC jedoch ausdrücklich darauf hin, dass die Unternehmen die zusätzliche Zeit, die ihnen für die Einführung und Dokumentation des internen Kontrollsystems nach Section 404 Sarbanes-Oxley Act eingeräumt wird, für eine Verbesserung ihrer Kontrollsysteme nutzen sollten. Unternehmen, die die eingeleiteten Prozesse nicht zügig umsetzen, können nach Ablauf der verlängerten Frist nicht mit Verständnis rechnen (Release Nos. 33-8545).

B. Stand der Umsetzung durch deutsche Unternehmen

Im ersten Fragenkomplex unserer Studie wurden die in den USA gelisteten deutschen Unternehmen um Informationen zum Stand der Umsetzung der Anforderungen des Sarbanes-Oxley Acts gebeten. In den anschließenden Abschnitten gehen wir auf die Beurteilung der Zweckmäßigkeit und Wirksamkeit sowie des Kosten-Nutzen-Verhältnis der Regelungen durch die Unternehmensvertreter ein.

Die Befragungsteilnehmer wurden zunächst gebeten anzugeben, ob ausgewählte Anforderungen des Sarbanes-Oxley Acts in ihren Unternehmen

¹⁵ Zur verpflichtenden Einführung der IFRS für börsennotierte Unternehmen in Deutschland bzw. Europa infolge der sog. IAS-Verordnung der Europäischen Union vom Juli 2002 siehe genauer Glaum 2005.

- (i) bereits umgesetzt waren, oder ob
- (ii) entsprechende Maßnahmen zum Zeitpunkt der Befragung durchgeführt wurden, oder ob
- (iii) die Durchführung konkret geplant oder
- (iv) erwogen wurde, oder ob
- (v) die Umsetzung bisher nicht erwogen wurde.

Nicht erfasst von der Befragung wurden Vorschriften, die von den Unternehmen bereits seit längerem verpflichtend angewandt werden müssen. Beispielsweise sind der Vorstandsvorsitzende und der Finanzvorstand nach SEC Final Rule, Release Nos. 33-8124, seit dem Geschäftsjahr 2002 verpflichtet, eidesstattliche Erklärungen über die Korrektheit und Vollständigkeit der Rechnungslegung und der Quartals- und Jahresberichte (*Certification*) abzugeben.

Abbildung 1: Stand der Umsetzung der Regelungen des Sarbanes-Oxley Acts

	wird bisher nicht erwogen	ist konkret geplant	ist bereits durchgeführt	wird gegenwärtig erwogen	wird zur Zeit durchgeführt
Einrichtung eines Audit Committees			100,00		
Einrichtung eines Disclosure Committees	26,67		73,33		
Einrichtung und Dokumentation des internen Kontrollsystems		13,33		6,67	80,00
Einrichtung eines Code of Ethics			100,00		
Regelungen zum Schutz sog. <i>Whistleblower</i>	13,33		80,00		6,67

Abbildung 1 fasst die Ergebnisse zusammen. Bei der Interpretation ist zu beachten, dass sich die Antworten auf den Zeitraum der Befragung beziehen, also auf die Zeit von Dezember 2004 bis März 2005.

- (1) *Einrichtung von Audit Committees:* Wie in Abbildung 1 dargestellt, haben die an der Befragung teilnehmenden Unternehmen ausnahmslos bereits Audit Committees eingerichtet. Dies ist insofern wenig überraschend, als der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK) dem Aufsichtsrat ebenfalls empfiehlt, einen Prüfungsausschuss (Audit Committee) einzurichten. Auch die Empfehlungen zur Ausgestaltung des Gremiums durch den Kodex entsprechen in weiten Teilen den Forderungen des Sarbanes-Oxley Acts.¹⁶ Eine empirische Untersuchung von Bassen et al. (2004) zur Einhaltung des Deutschen Corporate Governance Kodex belegt die weite Verbreitung von Prüfungsausschüssen in deutschen Unternehmen. Der Studie zufolge sind in 81 % der in die Untersuchung einbezogenen Dax-100-Unternehmen entsprechende Ausschüsse eingerichtet worden.¹⁷ Wie erwähnt, wird die Einrichtung von Prüfungsausschüssen künftig durch die Änderung der 8. EU-Richtlinie für börsennotierte Unternehmen europaweit vorgeschrieben sein.
- (2) *Einrichtung von Disclosure Committees:* In der Fachliteratur wird die Einrichtung sogenannter *Disclosure Committees* empfohlen, um die Einhaltung von Section 302 Sarbanes-Oxley Act zu gewährleisten.¹⁸ Das Disclosure Committee soll den Vorstand bei der zeitnahen Identifikation wesentlicher Informationen und bei der Qualitätssicherung im Hinblick auf die Rechnungslegung unterstützen. Ferner überwacht das Disclosure Committee die inhaltliche Konsistenz sämtlicher publizierter Informationen. Eine Befragung des

16 Vgl. Ziffer 5.3.2 des Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK); der Text des DCGK steht im Internet unter folgender Adresse zum Download bereit: <http://www.corporate-governance-code.de>

17 Vgl. Bassen et al. 2004, S. 529. Wie bereits erwähnt, werden Prüfungsausschüsse infolge einer geplanten Änderung der 8. EU-Richtlinie künftig für börsennotierte Unternehmen obligatorisch werden.

18 Vgl. hierzu Vater 2004; siehe auch Gruson / Kubicek 2003, S. 396.

US-amerikanischen National Investor Relations Institute vom Januar 2003 ergab, dass 85 % der 400 befragten Mitgliedsunternehmen über Disclosure Committees verfügen.¹⁹ Das Disclosure Committee setzt sich in der Regel aus Vertretern verschiedener Funktionsbereiche, wie Rechnungswesen/Controlling, Interne Revision und Rechtsabteilung, zusammen. Unsere Befragung zeigt, dass elf Unternehmen (73 %) Disclosure Committees eingerichtet haben. Die verbleibenden vier Unternehmen (27 %) gaben an, die Einrichtung eines solchen Committees nicht in Erwägung zu ziehen.

(3) *Einrichtung und Dokumentation eines internen Kontrollsystems:*

Wie in Abschnitt III. A erläutert, müssen die in den USA gelisteten Unternehmen künftig gemäß Section 404 Sarbanes-Oxley Act in ihren Jahresabschlüssen über die Wirksamkeit der internen Überwachungsmaßnahmen für das Finanzberichtswesen berichten. Die Wirtschaftsprüfer müssen diese Erklärung gesondert testieren und in ihrem Testat selbst eine Stellungnahme über die Zuverlässigkeit des internen Kontrollsystems abgeben. Die Umsetzung der Regelungen nach Section 404 Sarbanes-Oxley Act hat in den Unternehmen zu erheblichen Problemen geführt. Die entsprechenden Projekte (sogenannte „SOX-404-Projekte“) waren – und sind – sehr zeit- und kostenaufwändig. Diese Regelungen stehen daher auch im Zentrum der Diskussion um die Kosten und den Nutzen der Vorschriften des Sarbanes-Oxley Acts.

Wie aus Abbildung 1 zu erkennen ist, bleibt der Stand der Umsetzung der Unternehmen bei Section 404 gegenüber den übrigen Regelungen des Sarbanes-Oxley Acts zurück. Keines der 15 Unternehmen konnte angeben, die Maßnahmen zur Einrichtung und Dokumentation des internen Kontrollsystems bereits abgeschlossen zu haben. Zwölf Unternehmensvertreter (80 %) berichteten, die Vorschriften zur Einrichtung und Dokumentation des internen

19 Vgl. The National Investor Relations Institute's Executive Alert v. 29.1.2003. Die Leitung liegt in 31 % der Fälle beim Justiziar, 27 % werden vom Finanzvorstand geleitet, während 24 % durch den leitenden Controller geführt werden.

Kontrollsystems würden in ihren Unternehmen zum Zeitpunkt der Befragung umgesetzt. Zwei Unternehmen befanden sich in der Planungsphase, und ein Unternehmen gab an, die entsprechenden Maßnahmen würden erwogen. Auf Details der Vorschriften zum internen Kontrollsystem nach Section 404 Sarbanes-Oxley Act und auf die Umsetzung dieser Vorschriften durch die deutschen Unternehmen gehen wir im nachfolgenden Kapitel IV ein.

- (4) *Code of Ethics*: Gemäß Section 406 Sarbanes-Oxley Act müssen Unternehmen offenlegen, ob sich ihre *Senior Financial Officers*, d.h. die leitenden Führungskräfte der Bereiche Finanzen, Rechnungswesen, Controlling etc. zur Beachtung eines *Code of Ethics* verpflichtet haben. Falls ein solcher Kodex nicht existiert, muss das Unternehmen die Gründe hierfür angeben.²⁰ Nach den Ergebnissen unserer Befragung verfügen alle befragten Unternehmen über einen Kodex, der den Anforderungen von Section 406 Sarbanes-Oxley Act entspricht. Dabei ist zu beachten, dass den deutschen Unternehmen vergleichbare Regelungen bereits aus dem Deutschen Corporate Governance Kodex bekannt sind.²¹
- (5) *Regelungen zum Schutz sog. „Whistleblower“*: Section 806 Sarbanes-Oxley Act stellt Angestellte unter Schutz, die Verstöße ihrer Unternehmen gegen Bilanzierungsvorschriften melden. Von den Audit Committees der Unternehmen müssen Verfahren zur Entgegennahme und Behandlung entsprechender Verfahren eingerichtet werden (Section 302 Sarbanes-Oxley Act). In der Literatur wird den US-gelisteten Unternehmen empfohlen, zur Einhaltung dieser Vorschriften eine Anlaufstelle für Meldungen über Verstöße gegen

20 Der Kodex muss Standards für ehrliches und ethisches Verhalten festlegen, einschließlich der Formulierung von Regelungen bei Konflikten zwischen persönlichen und beruflichen Interessen. Weiterhin muss der Kodex zu einer vollständigen, fairen, angemessenen, zeitnahen und verständlichen Berichterstattung sowie zur Einhaltung aller einschlägiger Rechtsvorschriften anhalten. In ihrer Final Rule hat die SEC außerdem festgelegt, dass der Code of Ethics klare Regelungen für die Informationsweitergabe sowie Konsequenzen für den Fall der Nichtbeachtung von Regeln enthalten muss. Siehe SEC Final Rule, Release Nos. 33-8177.

21 Siehe u.a. Ziffer 4.1.3 und 6.4 des DCGK.

Bilanzierungsvorschriften einzurichten; für die Entgegennahme und Verfolgung anonymer Hinweise soll ein sog. „*Compliance Officer*“ zuständig sein, der mit der internen Revision zusammenarbeitet.²² Ziel ist es, Angestellte zur Meldung von Gesetzesverstößen zu ermutigen und ihnen die Angst vor negativen beruflichen Folgen, wie Entlassung oder sonstiger Diskriminierung, zu nehmen. Wie in Abbildung 1 dargestellt, gaben 12 der befragten 15 Unternehmen (80 %) an, bereits Regelungen zum Schutz von *Whistleblowern* eingerichtet zu haben. Ein Unternehmen befand sich zum Zeitpunkt der Befragung in der Phase der Einrichtung von Schutzmaßnahmen, zwei Unternehmen hatten die Einrichtung noch nicht in Erwägung gezogen.

Zusammenfassend: Die Umsetzung der verschiedenen vom Sarbanes-Oxley Act geforderten Maßnahmen ist bei den betroffenen deutschen Unternehmen insgesamt schon weit fortgeschritten. Einzelne Maßnahmen waren zum Zeitpunkt unserer Befragung bereits von allen Unternehmen vollständig durchgeführt, andere Anforderungen wurden von der Mehrzahl der Unternehmen bereits erfüllt, während die verbleibenden Unternehmen sich zumeist in der Umsetzungs- oder der Planungsphase befanden. Eine Ausnahme bilden die Anforderungen an die Einrichtung und Dokumentation eines internen Kontrollsystems nach Section 404 Sarbanes-Oxley Act. Diese Anforderungen wurden zum Zeitpunkt unserer Befragung von keinem der 15 Unternehmen vollständig erfüllt. Wir vertiefen die Diskussion über diese Vorschriften weiter unten in Abschnitt IV.

C. Beurteilung von Zweckmäßigkeit und Wirksamkeit

1. Befragungsergebnisse zur Beurteilung der Zweckmäßigkeit

Über die Zweckmäßigkeit und Wirksamkeit der Regelungen des Sarbanes-Oxley Acts wird in Literatur und Praxis intensiv diskutiert. Begründet wurde die Einführung des Gesetzes damit, dass die Skandale um En-

22 Vgl. Bürkle 2005, S. 566.

ron, Worldcom etc. Defizite in der Corporate Governance von Unternehmen aufgedeckt hätten. Die verschärften Anforderungen des Sarbanes-Oxley Acts sollen diese Defizite abbauen und das Vertrauen der Anleger am Kapitalmarkt stärken. Kritiker des Gesetzes argumentieren, der amerikanische Gesetzgeber habe zumindest in einigen Teilbereichen überreagiert. Die Vorschriften seien zu bürokratisch, die Umsetzung in den Unternehmen führe zu unverhältnismäßig hohen Kosten, so dass das Kosten-Nutzen-Verhältnis insgesamt negativ sei.

Wir baten die Untersuchungsteilnehmer, Stellung zu dieser Diskussion zu nehmen und die Zweckmäßigkeit der Regelungen des Sarbanes-Oxley Acts im Hinblick auf das Ziel der Stärkung des Anlegervertrauens zu beurteilen. Neben den Vorschriften, die auch in Abschnitt III. B adressiert wurden (Stand der Umsetzung), wurden weitere Regelungen, die von den Unternehmen bereits seit längerem beachtet werden müssen, in die Befragung einbezogen (siehe Abbildung 2). Zur Beantwortung wurde eine fünfwertige Skala von „sehr unzuweckmäßig“ (=0) bis „sehr zweckmäßig“ (=4) vorgegeben; der Wert von 2,0 kann dabei als „Indifferenzwert“ interpretiert werden. Die Antworten wurden anschließend zu durchschnittlichen Zustimmungswerten aggregiert.

Abbildung 2: Beurteilung der Regelungen des Sarbanes-Oxley Acts im Hinblick auf das Ziel der Stärkung des Anlegervertrauens



Die Ergebnisse sind in Abbildung 2 zusammengefasst. Die Darstellung zeigt, dass die Unternehmensvertreter die Regelungen insgesamt eher positiv beurteilen. Mit nur einer Ausnahme liegen die durchschnittlichen Zustimmungswerte alle über dem Indifferenzwert von 2,0. Nur das Verbot der Vergabe von Darlehen an Vorstand, Aufsichtsrat und Management (Section 402 Sarbanes-Oxley Act) wird von den Untersuchungsteilnehmern überwiegend als unzuweckmässig eingeschätzt.²³

Die höchste Zustimmung verzeichnet mit einem durchschnittlichen Zustimmungswert von 3,0 die Forderung von Section 401 (a) Sarbanes-

²³ Der Sarbanes-Oxley Act schließt in Section 402 die Darlehensgewährung an leitende Mitarbeiter aus. Nicht betroffen von dieser Regelung sind Darlehen, die zum Zeitpunkt des Inkrafttretens des Verbots bereits bestanden. Allerdings dürfen Altverträge weder erneuert oder verlängert noch angepasst werden. Weitere Ausnahmen betreffen u.a. Kredite zur Finanzierung von Wohneigentum, Konsumentenkredite oder die Bereitstellung von Kreditkarten, soweit diese zu marktüblichen Konditionen gewährt werden. Die US-amerikanischen Regelungen gehen weit über die Regelungen des deutschen Aktienrechts hinaus, das für eine entsprechende Darlehensgewährung lediglich die Zustimmung des Aufsichtsrats verlangt (§ 89 AktG).

Oxley Act, alle Transaktionen und vertraglichen Verpflichtungen mit nicht konsolidierten Gesellschaften oder anderen Personen, die bilanziell nicht erfasst werden („*off balance sheet transactions*“), jedoch einen wesentlichen Einfluss auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der berichtenden Gesellschaft haben können, im Jahres- und Quartalsbericht anzugeben.²⁴ Wie der Fall Enron und andere Unternehmensskandale in den vergangenen Jahren gezeigt haben, besteht die Gefahr, dass durch Beziehungen mit nicht konsolidierten Unternehmen und durch *off balance sheet transactions* die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage im Jahresabschluss von Unternehmen unvollständig bzw. verzerrt dargestellt wird. Eine entsprechende Offenlegungspflicht trägt daher zur Transparenz bei und ist so geeignet, das Anlegervertrauen zu stärken.

Mit einem Durchschnittswert von 2,87 wurde die verpflichtende Einführung von Audit Committees (Section 301 Sarbanes-Oxley Act) ebenfalls überwiegend positiv beurteilt. Auch die Vorschriften über den Bericht der Unternehmensleitung zur Vollständigkeit und Richtigkeit der Berichterstattung nach Section 302 Sarbanes-Oxley Act sowie die in der Praxis besonders umstrittene Einrichtung und Dokumentation eines internen Kontrollsystems nach Section 404 Sarbanes-Oxley Act erreichten mit 2,80 und 2,60 vergleichsweise hohe Zustimmungswerte. Nur ein einziger Befragungsteilnehmer war in Bezug auf eine der beiden Fragen (Section 404 Sarbanes-Oxley Act) der Meinung, diese seien im Hinblick auf das Ziel der Stärkung des Anlegervertrauens „eher unzweckmäßig“. Alle anderen Teilnehmer äußerten sich zu beiden Fragen zumindest indifferent oder zustimmend.

Einen durchschnittlichen Zustimmungswert von 2,50 erreichte die Vorschrift nach Section 401 (b) Sarbanes-Oxley Act, der zufolge Unternehmen sogenannte pro-forma-Kennzahlen, also Kennzahlen, die nicht den US-amerikanischen Rechnungslegungsvorschriften entsprechen, auf die

24 Diese im Zusammenhang mit der Abgrenzung der wirtschaftlichen Einheit diskutierten Regelungen des Sarbanes-Oxley Acts wurden auch von den internationalen Standardsettern aufgegriffen; siehe dazu Fin 46 nach US-GAAP und SIC 12 nach IFRS.

am besten vergleichbaren US-GAAP-konformen Kennzahlen überzuleiten müssen.²⁵ Etwa gleich hoch war die Zustimmung zu den Regelungen zum Schutz sogenannter *Whistleblower* (Section 806 Sarbanes-Oxley Act) sowie der Vorschlag zur Einrichtung von Disclosure Committees. Etwas geringere Zustimmungswerte verzeichneten schließlich die Verpflichtung zur Offenlegung von Fehlern in der Rechnungslegung, die von Wirtschaftsprüfern aufgedeckt werden (Section 401 (a) Sarbanes-Oxley Act), sowie die Regelung zum Code of Ethics (Section 406 Sarbanes-Oxley Act).

Insgesamt zweifeln die Unternehmensvertreter unseren Befragungsergebnissen zufolge nicht daran, dass die zentralen Vorschriften des Sarbanes-Oxley Acts dazu geeignet sind, das Vertrauen der Anleger an den Kapitalmärkten zu stärken. Allerdings wird damit noch nicht die Frage beantwortet, ob dieser positive Effekt mit angemessenen Kosten erreicht wird. Wie nachfolgend zu zeigen sein wird, fällt das Urteil der Vertreter der betroffenen Unternehmen zu dieser Frage eindeutig negativ aus.

2. Thesen zu Zweckmäßigkeit und Wirksamkeit

Die Untersuchungsteilnehmer wurden im Rahmen der Befragung weiterhin gebeten, ihre Einschätzungen zu einer Reihe von Thesen abzugeben, die in der öffentlichen Diskussion über den Sarbanes-Oxley Act häufig geäußert werden. Eine erste Gruppe von Thesen beschäftigt sich eingehender mit der Frage der Zweckmäßigkeit und Wirksamkeit wichtiger Regelungen. In einem anschließenden Abschnitt gehen wir auf eine zweite Gruppe von Thesen zur Vereinbarkeit der Regelungen mit der deutschen Corporate Governance und dem deutschen Gesellschaftsrecht ein. Die Thesen konnten auf einer vierstufigen Skala von „stimme voll zu“ bis „stimme überhaupt nicht zu“ beurteilt werden. Die Antworten wurden anschließend kodiert („stimme voll zu“ = 3; „stimme überhaupt nicht zu“ = 0) und zu durchschnittlichen Zustimmungswerten zusammengefasst. Ein Zustimmungswert von 1,50 kann als Indifferenz der Teilnehmer in

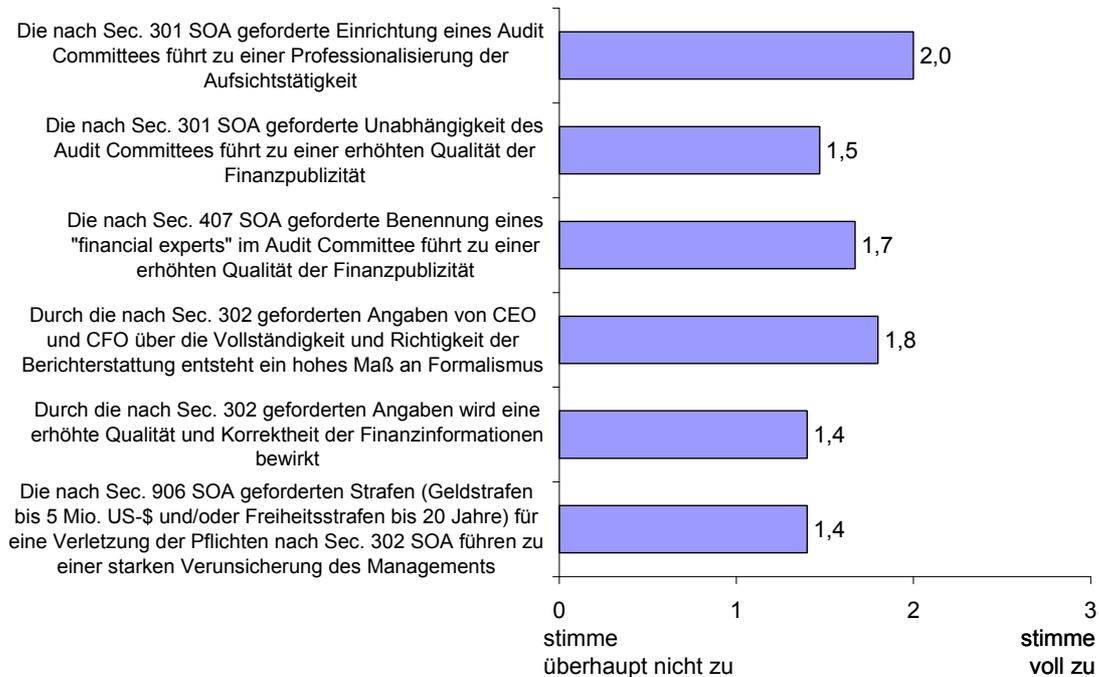
²⁵ Pro-forma-Kennzahlen dürfen grundsätzlich nicht mehr veröffentlicht werden, wenn diese irreführend sein könnten.

Bezug auf die betreffende Frage interpretiert werden. Die Antworten zur ersten Gruppe von Thesen sind in den Abbildung 3 zusammengefasst.

- (a) Die ersten drei Thesen beschäftigten sich mit der Pflicht zur Einführung eines Audit Committees nach Section 301 Sarbanes-Oxley Act. Unsere erste These lautete, die Einführung von Audit Committees führe zu einer Professionalisierung der Aufsichtstätigkeit. Sie wurde mit einem durchschnittlichen Zustimmungswert von 2,0 sehr positiv beurteilt. Nur zwei Unternehmensvertreter lehnten die These ab, die anderen 13 stimmten ihr „eher“ oder sogar „voll“ zu. Es ist anzunehmen, dass in der vergleichsweise breiten Zustimmung der Führungskräfte zu dieser These auch eine gewisse Kritik an der mangelnden Professionalität deutscher Aufsichtsräte in der Vergangenheit zum Ausdruck kommt. Diese Schwäche in der Corporate Governance deutscher Unternehmen wurde im Zusammenhang mit Unternehmensskandalen in den vergangenen Jahren häufig diskutiert.
- (b) Die zweite These lautete, die nach Section 301 Sarbanes-Oxley Act geforderte Unabhängigkeit der Mitglieder des Audit Committees führe zu einer erhöhten Qualität der Finanzpublizität. Der durchschnittliche Zustimmungswert von nur 1,47 drückt für die Gruppe der Untersuchungsteilnehmer insgesamt eine indifferente Haltung aus. Im Detail verbirgt sich dahinter ein heterogenes Meinungsbild: Sechs der Befragten stimmten der These „eher zu“, sieben lehnten sie „eher ab“, jeweils eine Person stimmte ihr voll zu bzw. lehnte sie völlig ab. Die recht starke Streuung und die insgesamt vergleichsweise geringe Unterstützung überrascht, wenn man sie im Kontext der zuvor diskutierten Fragen sieht. Wie zuvor erörtert, erwarten die Befragten infolge der Einführung von Audit Committees insgesamt eine Professionalisierung der Aufsichtstätigkeit und zudem eine Stärkung des Anlegervertrauens. Sie erwarten hingegen mehrheitlich keine Verbesserung der Finanzpublizität. Eine mögliche Interpretation für diese Antworten könnte darin bestehen, dass die Untersuchungsteilnehmer die Qualität der Finanz-

berichterstattung ihrer Unternehmen bereits für sehr gut (und daher für kaum verbesserbar) halten.

Abbildung 3: Thesen zur Zweckmäßigkeit und Wirksamkeit des Sarbanes-Oxley Acts



(c) Gemäß Section 407 Sarbanes-Oxley Act müssen Unternehmen künftig berichten, ob in ihrem Audit Committee mindestens ein sogenannter Financial Expert tätig ist. Erfüllt kein Mitglied des Committees die entsprechenden Anforderungen, muss das Unternehmen dies begründen. Unsere These lautete in diesem Zusammenhang, die Pflicht zur Benennung von Financial Experts in den Audit Committee werde zu einer Erhöhung der Qualität der Finanzberichterstattung führen. Mit einem Durchschnittswert von 1,67 traf die These auf eine vorsichtige Zustimmung. Insgesamt zehn der Befragten stimmten eher oder voll zu, nur fünf Befragte lehnten die These eher oder vollständig ab.

(d / e) Zwei weitere unserer Thesen befassten sich mit den nach Section 302 Sarbanes-Oxley Act geforderten Angaben der Unternehmens-

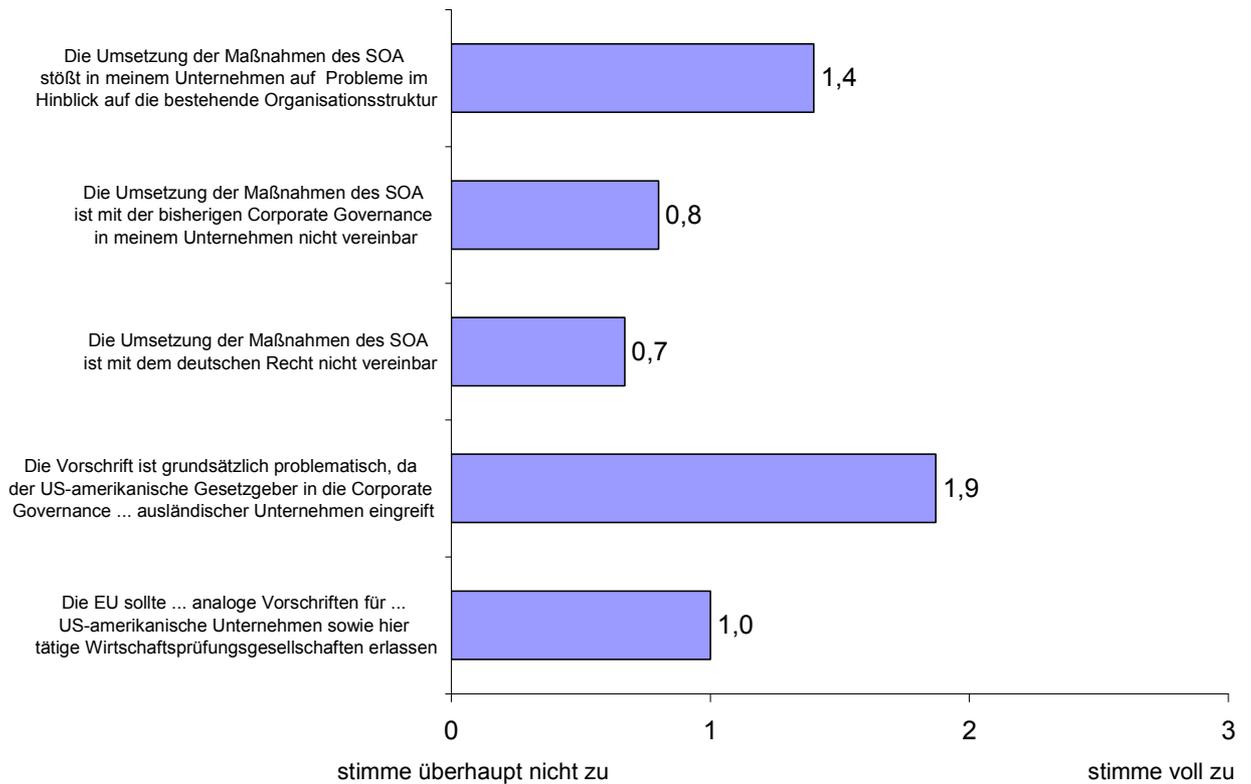
führung über die Vollständigkeit und Richtigkeit der Berichterstattung. Mit einem Durchschnittswert von 1,80 stimmen die Unternehmensvertreter mehrheitlich der These zu, die Regelung führe in den Unternehmen zu einem hohen Maß an Formalismus. Zugleich waren die Führungskräfte in Bezug auf die angestrebte positive Wirkung der Zertifizierung eher skeptisch. Die These, die persönliche Bestätigung von Vollständigkeit und Richtigkeit der Abschlüsse durch den Vorstandsvorsitzenden und den Finanzvorstand bewirke eine verbesserte Qualität und Korrektheit der Finanzinformationen, wurde von neun Teilnehmern eher abgelehnt; nur sechs Teilnehmer stimmen der These eher zu (durchschnittliche Zustimmungswert: 1,40).

- (f) Eine weitere These lautete, die vom Sarbanes-Oxley Act eingeführten hohen Strafandrohungen für Verletzungen der Pflichten des Managements aus Section 302 Sarbanes-Oxley Act (Geldstrafen von bis zu fünf Mio. US-\$ und Freiheitsstrafen von bis zu 20 Jahren) führten zu einer starken Verunsicherung des Managements. Die Befragungsteilnehmer waren in dieser Frage unentschieden: Jeweils sieben Teilnehmer stimmten der These eher zu und eher nicht zu; ein Teilnehmer lehnte die These völlig ab (durchschnittliche Zustimmungswert: 1,40).

3. Thesen zur Vereinbarkeit des Sarbanes-Oxley Acts mit deutscher Corporate Governance

Die im folgenden Abschnitt erörterten Thesen beschäftigen sich mit der Vereinbarkeit der Regelungen des Sarbanes-Oxley Acts mit der deutschen Corporate Governance und dem deutschen Gesellschaftsrecht. Zur Beantwortung wurde den Untersuchungsteilnehmern wiederum eine Skala von „stimme voll zu“ (= 3) bis „stimme überhaupt nicht zu“ (= 0) vorgegeben. Die aggregierten Ergebnisse sind in den Abbildung 4 zusammengefasst.

Abbildung 4: Thesen zur Umsetzung des Sarbanes-Oxley Acts



- (a) Der Sarbanes-Oxley Act verlangt von den Unternehmen die Einrichtung verschiedener Komitees (*Audit Committee*, *Disclosure Committee*), die Einrichtung einer Anlaufstelle für Meldungen über Verstöße gegen Bilanzierungsvorschriften, die Befolgung eines *Code of Ethics* sowie insbesondere die Einrichtung und Dokumentation eines internen Kontrollsystems in Bezug auf die Finanzberichterstattung. Wir wollten von den Vertretern der betroffenen deutschen Unternehmen wissen, ob die verschiedenen Anforderungen des Sarbanes-Oxley Acts mit den Organisationsstrukturen ihrer Unternehmen vereinbar sind. Unsere These, die Umsetzung der Anforderungen stoße im Hinblick auf die jeweilige Organisationsstruktur auf Probleme, wurde von den Unternehmen sehr unterschiedlich beantwortet: drei Unternehmensvertreter stimmten der These voll zu; drei stimmten eher zu; sechs Führungskräfte stimmten eher nicht zu; drei stimmten überhaupt nicht zu (durchschnittlicher Zustimmungswert: 1,40).

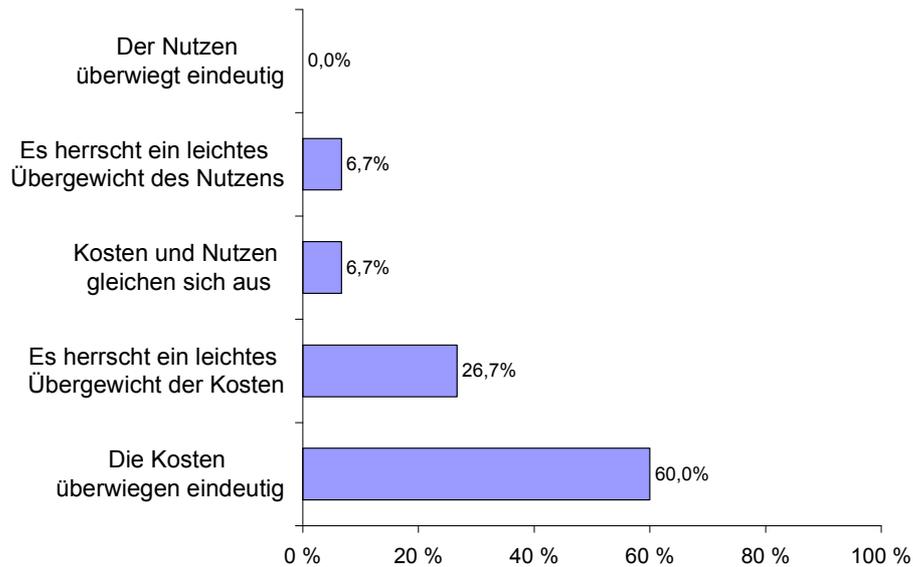
- (b / c) Zwei weitere Thesen, die besagten, die Anforderungen des Sarbanes-Oxley Acts seien mit der Corporate Governance der deutschen Unternehmen und mit dem deutschen Recht nicht vereinbar, wurden mit durchschnittlichen Zustimmungswerten von 0,80 klar zurückgewiesen.
- (d) Die vergleichsweise größte Unterstützung erhielten die Aussage, der Sarbanes-Oxley Act sei grundsätzlich problematisch, weil der US-amerikanische Gesetzgeber damit in die Corporate Governance deutscher und anderer ausländischer Unternehmen eingreife. Elf der 15 Unternehmensvertreter stimmten der These eher oder voll zu, der durchschnittliche Zustimmungswert beträgt 1,87.
- (e) Wenig Zustimmung durch die Unternehmensvertreter erfuhr jedoch der Vorschlag, die Europäische Union solle als Reaktion auf den Sarbanes-Oxley Act analoge Vorschriften für in Europa gelistete US-amerikanische Unternehmen sowie hier tätige US-amerikanische Wirtschaftsprüfungsgesellschaften erlassen. Derartige „Gegenmaßnahmen“ waren in der öffentlichen Diskussion zum Teil gefordert worden. Nur vier Unternehmensvertreter sprachen sich für Gegenmaßnahmen der EU aus, die Mehrzahl lehnte sie ab (durchschnittlicher Zustimmungswert: 1,00).

D. Beurteilung des Kosten-Nutzen-Verhältnisses der Regelungen des Sarbanes-Oxley Acts

In ihrer *Final Rule* zu den Anforderungen von Section 404 Sarbanes-Oxley Act (Release Nos. 33-8238) vom 14. August 2003 argumentiert die US-Börsenaufsichtsbehörde SEC, die zusätzlichen Anforderungen an die Unternehmen dienten der Verbesserung der Qualität der Berichterstattung und führten zu einer Erhöhung des Anlegervertrauens. Insgesamt werde die Effizienz der Kapitalmärkte gesteigert. Die SEC konzidiert allerdings, dass die Anforderungen bei den betroffenen Unternehmen zu zusätzlichen Kosten führen werden, und sie verzichtet darauf, ein Urteil dar-

über abzugeben, ob die erwarteten Kosten durch den erwarteten Nutzen überkompensiert werden.²⁶

Abbildung 5: Beurteilung von Kosten und Nutzen der Regelungen des Sarbanes-Oxley Acts



Wir baten die Vertreter der betroffenen deutschen Unternehmen um eine umfassende Beurteilung des Kosten-Nutzen-Verhältnisses der Regelungen des Sarbanes-Oxley Acts. Das Ergebnis ist in Abbildung 5 dargestellt; es überrascht in seiner Deutlichkeit. Nur ein einziger der 15 Teilnehmer kann ein leichtes Übergewicht des Nutzens über die Kosten der Regelungen erkennen, ein weiterer Teilnehmer glaubt, Kosten und Nutzen gleichen einander aus. 13 der 15 Befragten, also knapp 90 %, vertreten demgegenüber die Auffassung, die Kosten der Regelungen überträfen ihren Nutzen; neun der Unternehmensvertreter (60 %) sehen sogar ein deutliches Übergewicht der Kosten.

26 Nach den Schätzungen der SEC werden die Anforderungen von Section 404 SOA Act zur Einrichtung und Dokumentation interner Kontrollsysteme in den betroffenen Unternehmen im Durchschnitt zusätzliche Kosten in Höhe von ca. 91.000 US-Dollar pro Jahr hervorrufen; nicht in diese Schätzung einbezogen sind die zusätzlichen Gebühren für die Prüfung der internen Kontrollsysteme durch die Wirtschaftsprüfer; vgl. SEC Final Rule, Release Nos. 33-8238, Abschnitt V. Wir gehen auf die Kostenschätzung der SEC sowie auf die Kosten, die durch Section 404 SOA in den deutschen Unternehmen hervorgerufen werden, in Abschnitt IV genauer ein.

Vergleichbare Ergebnisse erbrachte eine Studie des US-amerikanischen *Financial Executive Institute* vom März 2005 zu Kosten und Nutzen von Section 404 des Sarbanes-Oxley Acts. An der Befragung nahmen 217 börsennotierte US-Unternehmen teil; das durchschnittliche Umsatzvolumen der Unternehmen lag bei 5 Mrd. US-Dollar. Ein Teil der Untersuchungsteilnehmer konzedierte zwar, dass die Vorschriften zur Einrichtung, Überprüfung und Dokumentation von finanzberichtsbezogenen internen Kontrollsystemen eine genauere und verlässlichere Berichterstattung der Unternehmen sowie einen Anstieg des Investorenvertrauens bewirken.²⁷ Allerdings urteilten 94 % der Untersuchungsteilnehmer, dass die Kosten der erforderlichen Maßnahmen den Nutzen übersteigen.

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass die Vorschriften des Sarbanes-Oxley Acts von den Unternehmensvertretern durchaus differenziert beurteilt werden. Die Manager glauben, dass die verschärften Anforderungen an die Unternehmen geeignet sind, das Vertrauen der Anleger an den Kapitalmärkten nach den Skandalen der vergangenen Jahre wieder zu stärken. Sie sind allerdings skeptisch, ob die Anforderungen tatsächlich zu materiellen Verbesserungen in der Finanzberichterstattung führen werden. Zudem stehen den schwer greifbaren Wirkungen auf das Vertrauen der Kapitalmarktteilnehmer hohe Kosten auf Seiten der Unternehmen gegenüber. Die Gesamtbeurteilung fällt negativ aus, nach Auffassung der Unternehmensvertreter übersteigen die hohen Kosten der Regelungen des Sarbanes-Oxley Acts eindeutig die erwarteten Vorteile.

27 33 % der Untersuchungsteilnehmer waren der Auffassung, die Vorschriften nach Section 404 SOA würden eine genauere Berichterstattung zur Folge haben. 39 % erwarteten eine verlässlichere Berichterstattung. Mit 54 % stimmte gut die Hälfte der Teilnehmer der These zu, die Maßnahmen bewirkten eine Erhöhung der Investorvertrauens; vgl. FEI 2005.

IV. Einrichtung und Dokumentation eines internen Kontrollsystems nach Sec. 404 Sarbanes-Oxley Act

Von allen Einzelregelungen des Sarbanes-Oxley Acts sind die Vorschriften der Section 404 zur Einrichtung und Dokumentation eines auf die Rechnungslegung bezogenen internen Kontrollsystems am umstrittensten. Die Regelungen werden von den Unternehmen vielfach als bürokratisch empfunden; ihre Umsetzung ist zeit- und kostenintensiv. Zugleich ist bei den Unternehmen eine gewisse Verunsicherung spürbar, da weder im Gesetzestext noch in den Final Rules der SEC die Anforderungen an ein internes Kontrollsystems und seine Dokumentation präzise erläutert werden.

Vor diesem Hintergrund befasst sich der nächste Abschnitt unserer Studie genauer mit diesem Teilbereich des Sarbanes-Oxley Acts. Im Folgenden wird zunächst der Begriff des internen Kontrollsystems erläutert. Im nächsten Abschnitt erläutern wir, wie Unternehmen die Anforderungen an die Dokumentation und Evaluierung der internen Kontrollsysteme nach Section 404 Sarbanes-Oxley Act erfüllen können; wir beschreiben hierzu den Ablauf eines typischen „SOX-404-Projekts“. Anschließend stellen wir die Ergebnisse unserer Befragung zur Umsetzung der Regelungen in den betroffenen deutschen Unternehmen dar.

A. Begriff des internen Kontrollsystems

Wie in den voranstehenden Abschnitten erläutert, verlangt der Sarbanes-Oxley Act von den Unternehmen die Einrichtung eines auf die externe Berichterstattung ausgerichteten internen Kontrollsystems. Das Kontrollsystem muss von der Unternehmensleitung regelmäßig auf seine Wirksamkeit überprüft werden. Die Unternehmen müssen in ihren Jahresabschlüssen über die Wirksamkeit berichten, die Wirtschaftsprüfer müssen diese Erklärung prüfen und in ihren Testaten Stellungnahmen über die Zuverlässigkeit der internen Kontrollsysteme abgeben.

Der in Section 404 des Sarbanes-Oxley Acts verwendete Begriff der *internal control structure* wird im Gesetz nicht genauer definiert. Die SEC

verwendet in ihrer Rule Final Release Nos. 33-8238 vom August 2003 den Begriff der „internal control over financial reporting“. Diesen Begriff hat auch das Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) übernommen. Der Begriff wird von den beiden Institutionen in recht abstrakter Weise wie folgt definiert:²⁸

A process designed by, or under the supervision of, the company's principal executive and principal financial officers, or persons performing similar functions, and effected by the company's board of directors, management, and other personnel, to provide reasonable assurance regarding the reliability of financial reporting and the preparation of financial statements for external purposes in accordance with generally accepted accounting principles and includes those policies and procedures that:

- (1) Pertain to the maintenance of records that, in reasonable detail, accurately and fairly reflect the transactions and dispositions of the assets of the company;*
- (2) Provide reasonable assurance that transactions are recorded as necessary to permit preparation of financial statements in accordance with generally accepted accounting principles, and that receipts and expenditures of the company are being made only in accordance with authorizations of management and directors of the company; and*
- (3) Provide reasonable assurance regarding prevention or timely detection of unauthorized acquisition, use or disposition of the company's assets that could have a material effect on the financial statements.*

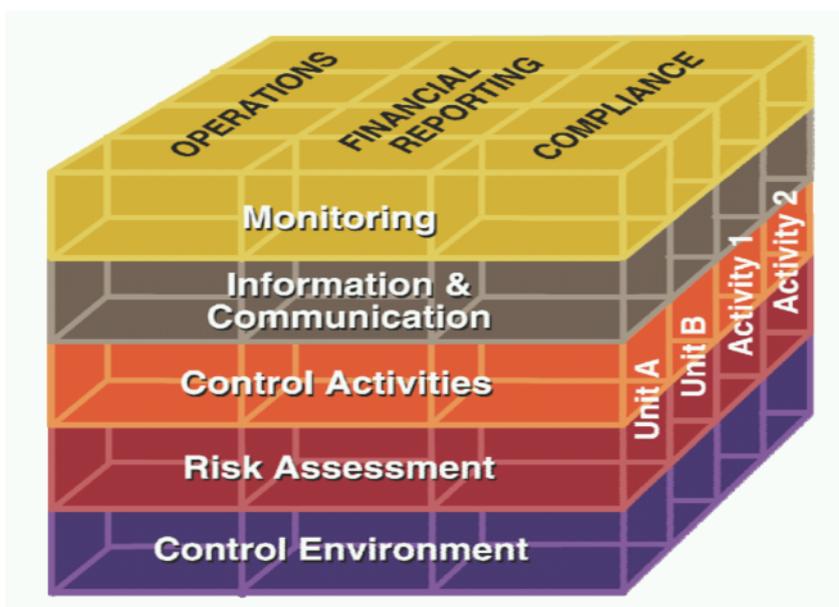
SEC und PCAOB weisen darauf hin, dass sich die Unternehmensleitung bei der Überprüfung der Effektivität des internen Kontrollsystems an einem geeigneten Rahmenkonzept orientieren muss. Als ein mögliches Rahmenkonzept zur Überprüfung der Wirksamkeit der internen Über-

28 Vgl. Prüfungsstandard No. 2 des PCAOB, Tz. 7.

wachungsmaßnahmen für das Finanzberichtswesen wird das sogenannte COSO-Framework empfohlen, also die Verlautbarung „Internal Control – Integrated Framework“ des US-amerikanischen „Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission“ (COSO) aus dem Jahr 1992.²⁹ Im COSO-Modell wird das interne Kontrollsystem sehr allgemein definiert als ein von Aufsichtsgremien, Unternehmensleitung und Mitarbeitern gesteuerter Prozess, der dazu dient, die Einhaltung der folgenden drei Ziele in Unternehmen zu gewährleisten:

- Effektivität und Effizienz der Geschäftstätigkeit,
- Zuverlässigkeit der Finanzberichterstattung,
- Einhaltung von Gesetzen und anderen Vorschriften.³⁰

Abbildung 6: COSO-Modell



Quelle: COSO-Framework 1994, S. 19.

29 In Ergänzung seines Rahmenkonzepts zur internen Kontrolle von 1992 hat COSO im Jahr 2004 ein Enterprise Risk Management Framework veröffentlicht; dieses erweiterte Framework wird auch COSO II genannt. Genauere Informationen zu den COSO-Konzepten bietet die Internet-Seite: www.coso.org. Zum COSO-Framework aus deutscher Sicht vgl. z.B. Lück / Markowski 1996.

30 Vgl. COSO-Framework 1994, S. 13. Siehe auch: IDW PS 260.

Zur Operationalisierung unterteilt COSO das interne Kontrollsystem in fünf miteinander verbundene Komponenten (siehe Abbildung 6):³¹

Kontrollumfeld: Das Kontrollumfeld bildet den Rahmen für das interne Kontrollsystem in einem Unternehmen. Es wird maßgeblich geprägt durch die grundsätzlichen Einstellungen, das Problembewusstsein und das Verhalten des Managements. Bestimmend für das Kontrollumfeld sind im Einzelnen die Unternehmenskultur, insbesondere die ethischen Werte, die Integrität und der Führungsstil des Managements, die fachlichen Kompetenzen im Unternehmen sowie die Ausgestaltung der Corporate Governance (Zuordnung von Weisungsrechten und Verantwortung, Überwachungstätigkeit des Aufsichtsrats, Grundsätze der Personalentwicklung etc.). Ein angemessenes Kontrollumfeld ist eine Voraussetzung für ein wirksames interne Kontrollsystem.

Die zweite Komponente des COSO-Frameworks besteht aus einer *Risikobeurteilung*, also einer Identifikation und Beurteilung der Risiken, denen das Unternehmen ausgesetzt ist. Ausgangspunkt für die Risikobeurteilung sind die Ziele des Unternehmens, die durch mögliche künftige Ereignisse gefährdet werden können. Die Unternehmensziele müssen aufeinander abgestimmt und untereinander konsistent sein. Das Unternehmen muss alle wesentlichen Gefährdungen der Unternehmensziele identifizieren und analysieren; weiterhin müssen geeignete Maßnahmen zur Abwehr oder Begrenzung der Risiken ergriffen werden.

Kontrollaktivitäten sind Grundsätze und Verfahren, die sicherstellen sollen, dass die Entscheidungen der Unternehmensleitung beachtet werden und die zuvor identifizierten Risiken die Erreichung der Unternehmensziele nicht gefährden.

Unterstützt werden diese Aktivitäten durch Systeme der *Information und Kommunikation*. Sie dienen dazu, die für Entscheidungen notwendigen

31 Vgl. im Folgenden auch den Prüfungsstandard PS 260 „Das interne Kontrollsystem im Rahmen der Abschlussprüfung“ des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IdW). Dieser Prüfungsstandard ist eng angelehnt an das COSO-Framework.

Informationen rechtzeitig einzuholen, aufzubereiten und in geeigneter Form an die zuständigen Personen im Unternehmen weiterzuleiten.

Die fünfte und letzte Komponente des COSO-Frameworks wird durch die *Überwachung des Internen Kontrollsystems* gebildet. Damit ist die Beurteilung der Wirksamkeit durch Mitarbeiter des Unternehmens gemeint. Diese kann prozessintegriert erfolgen oder durch prozessunabhängige Überwachungsmaßnahmen (Interne Revision).³²

Das COSO-Modell bietet ein Begriffsgerüst, in dem die wichtigsten Komponenten eines internen Kontrollsystems benannt und strukturelle Zusammenhänge zwischen ihnen aufgezeigt werden. Es kann Unternehmen daher beim Aufbau und bei der Evaluierung ihrer Systeme unterstützen. Zu beachten ist, dass das COSO-Modell ein umfassendes Modell für das gesamte System der Steuerung und Kontrolle in Unternehmen darstellt; mit seiner Hilfe soll der ziel- und ordnungsgemäße Ablauf aller betrieblichen Aktivitäten gewährleistet werden.³³ Section 404 des Sarbanes-Oxley Acts bezieht sich demgegenüber nur auf interne Überwachungsmaßnahmen für das Finanzberichtswesen.

Die Anforderung, Maßnahmen zur internen Kontrolle einzurichten, ist deutschen Unternehmen nicht fremd.³⁴ Es gehört zu den Pflichten des Vorstands einer Aktiengesellschaft, ein funktionsfähiges Kontrollsystem einzurichten, um auf diese Weise das Unternehmensgeschehen steuern und mögliche Schäden abwenden zu können. Diese Aufgabe ergibt sich aus der allgemeinen Leitungspflicht des Vorstandes (§ 76 Abs. 1 AktG) und der Sorgfaltspflicht seiner Mitglieder (§ 93 Abs. 1 AktG).³⁵ Durch das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) von 1998 wurde zudem eine klarstellende und konkretisierende Regelung ins Aktiengesetz eingefügt, der zufolge der Vorstand da-

32 Vgl. COSO-Framework 1994, S. 13 ff.

33 Vgl. Lück / Markowski 1996, S. 157 ff.

34 Begriff und Wesen der internen Kontrolle und die Gestaltung interner Kontrollsysteme werden in der deutschen Betriebswirtschaftslehre bereits seit langem intensiv diskutiert; vgl. bspw. bereits Peemöller 1970, Lück et. al. 1986.

35 Vgl. Meyding / Mörsdorf 1999, S. 8f.; nach herrschender Lehre gelten diese Anforderungen auch für die Geschäftsführung von GmbHs, siehe auch Saitz 1999, S. 73.

zu verpflichtet ist, „ein Überwachungssystem einzurichten, damit den Fortbestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklungen früh erkannt werden.“³⁶ Weiterhin muss der Vorstand nach § 289 Abs. 1 HGB im Lagebericht auch „die voraussichtliche Entwicklung mit ihren wesentlichen Chancen und Risiken beurteilen und erläutern“. Darüber hinaus muss nach § 289 Abs. 2 HGB im Lagebericht über die Risikomanagementziele und -methoden sowie über finanzwirtschaftliche Risiken berichtet werden (analog § 315 HGB für den Konzernlagebericht).³⁷ In der Literatur zum KonTraG und zu den weiteren gesetzlichen Anforderungen an die Überwachung und das Risikomanagement in deutschen Unternehmen wurde in den vergangenen Jahren regelmäßig auch auf das COSO-Framework Bezug genommen.³⁸

Das COSO-Modell hat darüber hinaus auch Eingang in die Prüfungsstandards des deutschen Instituts der Wirtschaftsprüfer (IdW) gefunden. Die Wirtschaftsprüfer müssen im Rahmen der sogenannten Systemprüfung die angemessene Ausgestaltung und Wirksamkeit der rechnungslegungsbezogenen Elemente der internen Kontrollsysteme ihrer Mandanten überprüfen. Der entsprechende IdW-Prüfungsstandard PS 260 „Das interne Kontrollsystem im Rahmen der Abschlussprüfung“ basiert weitgehend auf dem COSO-Framework.³⁹

Vergleicht man den Sarbanes-Oxley Act mit den aktuellen Anforderungen an börsennotierte Unternehmen in Deutschland, so ist festzustellen, dass deutsche Unternehmen, wie zuvor erläutert, gemäß Aktienrecht zur Einrichtung eines Überwachungssystems, insbesondere eines Systems zur frühzeitigen Erkennung bestandsgefährdender Entwicklungen, ver-

36 Die zweite Säule des Überwachungssystems deutscher Aktiengesellschaften ist der Aufsichtsrat. In § 111 Abs. 1 AktG heisst es dazu schlicht und umfassend: „Der Aufsichtsrat hat die Geschäftsführung zu überwachen.“

37 Diese umfassende Berichtspflicht über Risiken und Chancen wurde durch das Bilanzrechtsänderungsgesetz im Dezember 2004 in das HGB eingefügt. Zuvor waren Unternehmen seit dem KonTraG von 1998 verpflichtet, im Lagebericht auf „die Risiken der künftigen Geschäftsentwicklung“ einzugehen. Vgl. genauer Kaiser 2005.

38 Vgl. z.B. Hommelhoff / Mattheus 2000.

39 IDW PS 260 ist im Übrigen auch eng an den Internationalen Prüfungsstandard ISA 400 „Risk Assessments and Internal Control“ angelehnt, der ebenfalls auf dem COSO Framework aufbaut. Zu den beiden Standards vgl. genauer Menzies et al. 2004, S. 84-90.

pflichtet sind. Aufgrund der gesetzlichen Anforderungen an die Rechnungslegung sowie über die Prüfungsanforderungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer besteht implizit auch die Pflicht zur Einrichtung eines speziell auf die Berichterstattung ausgerichteten internen Kontrollsystems. Section 302 und vor allem Section 404 des Sarbanes-Oxley Acts stellen allerdings spezifischere und im Detail weiterreichende Forderungen als das deutsche Recht. Insbesondere sind die Unternehmensleitungen nach Section 404 Sarbanes-Oxley Act verpflichtet, das finanzbezugsbezogene interne Kontrollsystem jährlich zu überprüfen. Diese Tests müssen dokumentiert werden, und die Unternehmensleitung muss auf ihrer Grundlage einen Bericht über die Effektivität des Kontrollsystems veröffentlichen. Diese Erklärung muss vom Abschlussprüfer gesondert geprüft und testiert werden. Die explizite Verpflichtung zur Überprüfung und Dokumentation des internen Kontrollsystems verbunden mit der strengen Aufsicht durch SEC und PCAOB bilden die wesentlichen Unterschiede zu den gegenwärtigen rechtlichen Anforderungen in Deutschland.

Wie bereits erwähnt, sieht ein aktueller Vorschlag der EU-Kommission zur Änderung der 4. und der 7. EU-Richtlinie vor, dass börsennotierte Unternehmen künftig in ihren Lageberichten gesonderte „Corporate-Governance-Erklärungen“ abgeben müssen. Diese Erklärungen sollen unter anderem „eine Beschreibung der wichtigsten Merkmale des internen Kontroll- und des Risikomanagementsystems der Gesellschaft im Hinblick auf den Rechnungslegungsprozess“ enthalten.⁴⁰ Die auf EU-Ebene geplanten Vorschriften sind nicht so weitreichend wie die des Sarbanes-Oxley Acts. Es werden keine expliziten Anforderungen an die internen Kontrollsysteme gestellt, es wird nicht explizit verlangt, dass die Systeme von den Unternehmensleitungen regelmäßig getestet werden müssen, und es wird (in der überarbeiteten Fassung des Entwurfs zur Richtlinienänderung) lediglich eine Beschreibung der „wesentlichen Merkmale“ der

40 Zu Einzelheiten vgl. Bericht über den Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Abänderung der Richtlinien 78/660/EWG und 83/349/EWG hinsichtlich der Jahresabschlüsse bestimmter Arten von Unternehmen und konsolidierter Abschlüsse, A6-0384/2005, vom 1. Dezember 2005.

Systeme „im Hinblick auf den Rechnungslegungsprozess“ gefordert. Dennoch handelt es sich um eine markante und möglicherweise folgenreiche Erweiterung der unternehmerischen Berichtspflichten. Wie Niemeier (2006) schreibt, wird durch den Publizitätszwang ein „Handlungsdruck auf die Unternehmen ausgeübt, solche Systeme einzurichten und zu verbessern.“⁴¹ Zudem ist zu beachten, dass die Angaben über das rechnungslegungsbezogene interne Kontrollsystem im Lagebericht prüfungspflichtig sein werden. Es bleibt abzuwarten, welche Standards sich für die Überprüfung dieser Angaben durch die Wirtschaftsprüfer herausbilden und welche zusätzliche Kosten den Unternehmen daraus entstehen werden.

B. Ausgestaltung des Dokumentations- und Evaluierungsprozesses nach Section 404 Sarbanes-Oxley Act

Wie bereits erwähnt, wird weder im Sarbanes-Oxley Act selbst noch in den Final Rules der SEC genauer beschrieben, wie Unternehmen ein effektives internes Kontrollsystem einrichten und dokumentieren können. Die von den großen Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsunternehmen empfohlenen Abläufe zur Implementierung von Dokumentations- und Evaluierungsprozessen nach Section 404 Sarbanes-Oxley Act orientieren sich am Prüfungsstandard No. 2 „*An Audit of Internal Control Over Financial Reporting Performed in Conjunction with An Audit of Financial Statements*“ des PCAOB. Bedeutsam ist auch ein *Policy Statement* des PCAOB vom Mai 2005, in dem das Board seine einjährige Erfahrungen aus der Anwendung des Prüfungsstandards No. 2 sowie Ergebnisse verschiedener SEC Diskussionsrunden zu Section 404 Sarbanes-Oxley Act zusammengefasst hat. Im Folgenden wird nun ein kurzer Überblick über die wesentlichen Prozessschritte gegeben,⁴² bevor anschließend auf die Ergebnisse unserer Befragung zur Umsetzung der Vorschriften in deutschen Unternehmen eingegangen wird.

41 Vgl. Niemeier 2006.

42 Siehe zu den folgenden Ausführungen Menzies et al. 2004; KPMG 2004; Ernst & Young 2005; Deloitte & Touche et al. 2004; Deloitte & Touche 2005.

Am Beginn sogenannter „SOX-404-Projekte“ steht die Festlegung des Projektumfangs (*Project Scope*) und der Projektorganisation. Von der Projektleitung (*Steering Committee*) muss zunächst festgelegt werden, welche Elemente der Rechnungslegung (Positionen der Konzernbilanz und -GuV, Angaben in Konzernanhang und Konzernlagebericht) des Unternehmens als wesentlich anzusehen sind und daher vom internen Kontrollsystem erfasst werden sollen. Für diese Positionen (*Significant Accounts and Disclosures*⁴³) müssen anschließend Abdeckungsgrade festgelegt werden, d.h. es muss bestimmt werden, in welchem Umfang die verschiedenen Bereiche des Unternehmens in das Kontrollsystem einzubeziehen sind. Dabei ist zu bedenken, dass sich die internen Kontrollen nicht auf den engeren Funktionsbereich der Rechnungslegung beschränken dürfen, sondern dass insbesondere auch die Prozesse der Erstellung und Weiterleitung von Rechnungslegungsdaten (Mengen, Preise etc.) z.B. in der Beschaffung, in der Produktion, im Absatz, im Personal- und im Finanzbereich in das Kontrollsystem einzubeziehen sind. Die Effektivität des internen Kontrollsystems kann von der Unternehmensleitung und vom Abschlussprüfer nur dann beurteilt werden, wenn alle wesentlichen Elemente der Rechnungslegung vom internen Kontrollsystem erfasst werden und wenn ein hinreichend großer Abdeckungsgrad im Unternehmen erreicht wird. Hierzu wird in der Regel auf die Prozessstruktur des Unternehmens zurückgegriffen. Die als wesentlich identifizierten Positionen aus Bilanz und GuV müssen mit den in den Unternehmenseinheiten ablaufenden Prozessen und Transaktionen verbunden werden (*Significant Processes and Major Classes of Transactions*⁴⁴).

Der Prüfungsstandard No. 2 des PCAOB macht keine konkreten Angaben, welcher Abdeckungsgrad für eine Beurteilung des internen Kontrollsystems ausreichend ist. In Tz. 23 wird lediglich darauf hingewiesen, dass der Prüfer sowohl auf der Ebene des gesamten Abschlusses als auch auf der Ebene der einzelnen Bilanz- bzw. GuV-Posten bzw. Anhangangaben den Wesentlichkeitsgrundsatz beachten muss. Wichtig ist auch, dass der

43 Vgl. Prüfungsstandard No. 2 des PCAOB, Tz. 60-69.

44 Vgl. Prüfungsstandard No. 2 des PCAOB, Tz. 71-75.

Prüfer bei seiner Beurteilung der Funktionsfähigkeit des internen Kontrollsystems alle fünf Elemente des COSO-Rahmenkonzepts berücksichtigen muss. In diesem Zusammenhang ist zwischen zwei Arten von Kontrollen und Dokumentationen zu unterscheiden: Kontrollen auf Prozessebene und Kontrollen auf Unternehmens- bzw. Teilbereichsebene (*Company-Level Controls*⁴⁵).

Während die Prozesskontrollen der COSO-Komponente „Kontrollaktivitäten“ zuzuordnen sind, beziehen sich die *Company-Level Controls* auf die anderen vier COSO-Komponenten (Kontrollumfeld, Risikobeurteilung, Information und Kommunikation, Überwachung des internen Kontrollsystems). So gehören die Einstellungen und das Verhalten des Top Management, die Verteilung von Entscheidungskompetenzen und Verantwortlichkeiten im Unternehmen, der Prozess der Risikobeurteilung durch das Management oder das Berichtswesen zu den *Company-Level Controls*.⁴⁶ Die Einschätzung der *Company-Level Controls* ist für den Prüfer sehr bedeutsam. Gelangt er zur Auffassung, dass die übergeordneten Kontrollen wirkungsvoll sind, werden weniger Kontrollen auf Prozessebene benötigt. Ist sein Eindruck von den *Company-Level Controls* hingegen negativ, sind entsprechend mehr Kontrollen auf Prozessebene erforderlich, um die Funktionsfähigkeit des gesamten internen Kontrollsystems mit hinreichender Sicherheit zu beurteilen.⁴⁷

Die Unternehmen müssen die abstrakten Vorgaben des Sarbanes-Oxley Acts und des Prüfungsstandard No. 2 des PCAOB über den Abdeckungsgrad der Kontrollen des internen Kontrollsystems in Abstimmung mit ihren Abschlussprüfern durch geeignete Kriterien operationalisieren. Von den Wirtschaftsprüfungsgesellschaften wird hierzu ein dreistufiges Verfahren empfohlen:⁴⁸

45 Vgl. Prüfungsstandard No. 2 des PCAOB, Tz. 52-54.

46 Vgl. Prüfungsstandard No. 2 des PCAOB, Tz. 53.

47 Vgl. Menzies et al. 2004, S. 254.

48 Vgl. Menzies et al. 2004, S. 146-151; Ernst & Young 2005, S. 13-15; KPMG 2004, S. 22f.

- (1) Zunächst werden die „eigenständig wesentlichen“ Bereiche des Unternehmens identifiziert. Der Prüfungsstandard des PCAOB macht keine konkreten Angaben, wann Unternehmenseinheiten (Tochtergesellschaften, Unternehmensbereiche etc.) als „eigenständig wesentlich“ anzusehen ist. Die Unternehmen müssen daher gemeinsam mit ihren Wirtschaftsprüfern geeignete Kenngrößen entwickeln, indem sie wichtige Positionen der Bilanz oder der Gewinn- und Verlustrechnung auswählen (Umsatz, Ergebnis, Vermögen, Eigenkapital etc.) und Prozentsätze im Verhältnis zur konsolidierten Konzernbilanz bzw. Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung festlegen, bei deren Überschreiten von einer eigenständigen Wesentlichkeit der betreffenden Unternehmenseinheiten auszugehen ist.
- (2) Anschließend wird geprüft, ob zunächst für unwesentlich befundene Bereiche des Unternehmens besondere Risiken für die Finanzberichterstattung aufweisen und aus diesem Grund in die Überprüfung des internen Kontrollsystems einzogen werden müssen.
- (3) Im dritten Schritt soll schließlich noch untersucht werden, ob Unternehmensbereiche, die einzeln die Kriterien der eigenständigen Wesentlichkeit und der besonderen Risiken für die Finanzberichterstattung nicht erfüllen, gemeinsam als wesentlich anzusehen sind. Auch solche „kombiniert wesentlichen“ Bereiche sind in die Beurteilung und Dokumentation des internen Kontrollsystems einzubeziehen.

Die Wirksamkeit des internen Kontrollsystems muss von der Unternehmensleitung überprüft werden. Dazu muss der Umfang der Tests festgelegt werden. Der Abschlussprüfer wird erwarten, dass ein möglichst großer Teil der zuvor als wesentlich identifizierten Positionen des Konzernabschlusses in die Tests einbezogen wird. Menzies et al. (2004) schlagen vor, dass mit der Identifikation der eigenständig wesentlichen Unternehmenseinheiten eine Abdeckung von 60-70 % der konsolidierten Kennzahlen erreicht werden sollte. Zusammen mit der Identifikation risikobe-

hafteter und kombiniert wesentlicher Unternehmenseinheiten streben sie einen Abdeckungsgrad von insgesamt 95 % an.⁴⁹ In verschiedenen Gesprächen mit Vertretern der betroffenen deutschen Unternehmens und mit Vertretern von Wirtschaftsprüfungsgesellschaften wurden jedoch auch deutlich geringere Abdeckungsgrade für angemessen erachtet.

Mitarbeiter der SEC haben ebenfalls jüngst darauf hingewiesen, dass es keineswegs erforderlich sei, alle finanzberichtsrelevanten Prozesse bzw. Kontrollen in die Überprüfung der internen Kontrollsysteme einzubeziehen, um die Anforderungen nach Section 404 Sarbanes-Oxley Act zu erfüllen. Nach den Aussagen der SEC-Mitarbeiter müssten die Unternehmen bei ihren Entscheidungen über den Abdeckungsgrad ihrer Kontrollsysteme risikoorientierte Abwägungen vornehmen, um unnötige Kosten zu vermeiden.⁵⁰ Vertreter von Wirtschaftsprüfungsgesellschaften erklärten in Gesprächen hierzu, viele Unternehmen hätten bei der Bestimmung des Projektumfangs einen „Bottom-up-Ansatz“ verfolgt und danach gestrebt, möglichst umfassend die Prozesse im Unternehmen in die Überprüfung des internen Kontrollsystems einzubeziehen. In Übereinstimmung mit dem *Policy Statement* des PCAOB vom Mai 2005 empfehlen sie, stattdessen bei der Festlegung des Kontrollumfangs einen „risikoorientierten Top-down-Ansatz“ zu verfolgen, d.h. von für das Gesamtunternehmen signifikanten Jahresabschlusspositionen auszugehen, übergeordnete Company-level Controls in die Betrachtung einzubeziehen und unter Beachtung der Risikoeinschätzung des Managements insgesamt ein angemessenes Sicherheitsniveau anzustreben. Auf diese Weise könnten die sehr aufwändigen Kontrollen auf Prozess- und Transaktionsebene auf ein erträgliches Maß reduziert werden.

Das Kontrollsystem wird zunächst auf seine „Design Effectiveness“ überprüft.⁵¹ Dabei wird die Ausgestaltung der Kontrollen unabhängig von ihrer tatsächlichen Ausführung beurteilt. Anschließend erfolgt eine Über-

49 Vgl. Menzies et al. 2004, S. 150f.

50 Vgl. Parker 2005a, S. 20.

51 Vgl. Prüfungsstandard No. 2 des PCAOB, Tz. 88-91.

prüfung der „*Operating Effectiveness*“.⁵² Dabei versucht man einzuschätzen, inwieweit die Kontrollen in der praktischen Umsetzung tatsächlich die vorgegebenen Ziele erreichen. Kontrolltests können z.B. durch die Beobachtung der Kontrollausführung oder durch die Befragungen von mit Kontrollen beauftragten Mitarbeitern erfolgen.

Die Ergebnisse der Überprüfung sind zu dokumentieren und abschließend zu bewerten. Eine „Kontrollschwäche“ liegt vor, wenn Kontrollen aufgrund mangelhafter Ausgestaltung oder Ausführung nicht dazu geeignet sind, Falschaussagen in der Finanzberichterstattung zeitnah zu erkennen und zu verhindern. Je nach Ausmaß der Kontrollschwäche wird in „*Significant Deficiencies*“ und „*Material Weaknesses*“ unterschieden. Ersterer kennzeichnen Fehler im Kontrollsystem, die dazu führen, dass mit einer mehr als entfernten Wahrscheinlichkeit Fehler in der Berichterstattung, die als „nicht belanglos“ einzustufen sind, nicht verhindert oder aufgedeckt werden. Wesentliche Schwächen führen dazu, dass mit einer mehr als entfernten Wahrscheinlichkeit „wesentliche“ Fehler nicht verhindert oder aufgedeckt werden.⁵³

Maßnahmen zur Behebung signifikanter Kontrollschwächen erfordern die Zustimmung des Steering Committees. Sowohl die Identifizierung als auch die Beseitigung von Kontrollschwächen sind in einem Bericht festzuhalten. Das Management hat das Audit Committee und den Abschlussprüfer über wesentliche Schwächen des Internen Kontrollsystems zu informieren. Eine Bestätigung über diese Meldung muss an die SEC gegeben werden.

Wie bereits erwähnt, muss das Management von Unternehmen künftig im Rahmen der jährlichen Berichterstattung einen Bericht über die Wirksamkeit der internen Überwachungsmaßnahmen für das Finanzberichtswesen publizieren. Über Form und Inhalt des jährlichen Berichts zur Effektivität des internen Kontrollsystems gibt es weder in Section 404 Sarbanes-Oxley Act noch in den Final Rules der SEC genauere Vorschriften.

52 Vgl. Prüfungsstandard No. 2 des PCAOB, Tz. 92-107.

53 Vgl. Prüfungsstandard No. 2 des PCAOB, Tz. 9 u. 10.

In der Praxis ist davon auszugehen, dass sich die Unternehmen an ihren internen Dokumentationen orientieren werden.

In diesem Zusammenhang sollte noch einmal darauf hingewiesen werden, dass der Vorstandsvorsitzende und der Finanzvorstand die Richtigkeit und Vollständigkeit der bei der SEC eingereichten Berichte persönlich durch ihre Unterschrift bestätigen müssen. Diese Verpflichtung wird in den betroffenen Unternehmen typischerweise durch einen unternehmensweiten Zertifizierungsprozess unterstützt. Dabei bestätigen die Leiter der verschiedenen Unternehmenseinheiten, von den unteren, ausführenden Ebenen bis hin zu übergeordneten Teileinheiten (Funktions- bzw. Unternehmensbereiche, Tochtergesellschaften), dass in ihren jeweiligen Verantwortungsbereichen die Anforderungen von Section 404 Sarbanes-Oxley Act erfüllt werden. Der Vorstandsvorsitzende und der Finanzvorstand können somit auf ein die Organisationshierarchie abbildendes System von persönlichen Erklärungen zurückgreifen.⁵⁴ Eine Abtretung der Verantwortung für die Effektivität des Unternehmen Kontrollsystems an nachgelagerte Managementebenen ist jedoch nicht möglich.

Abgeschlossen wird der Evaluierungsprozess nach Section 404 Sarbanes-Oxley Act durch eine unabhängige Prüfung des internen Kontrollsystems durch den Abschlussprüfer. Der Prüfer muss – neben der eigentlichen Prüfung des Systems – auch die Einschätzung des Managements bezüglich der Effektivität der internen Kontrollen überprüfen. Der Prüfer muss über die Ergebnis dieser Prüfungen in seinem Testat berichten.⁵⁵ Das PCAOB hat in seinem Standard No. 2 detaillierte Regelungen für die Prüfung des internen Kontrollsystems durch die Abschlussprüfer entwickelt. Daneben haben die großen Wirtschaftsprüfungsgesellschaften gemeinsam ein Rahmenkonzept für die Beurteilung von Schwächen der internen Kontrollsysteme entwickelt, das eine möglichst einheitliche Vorgehensweise bei der abschließenden Beurteilung von Kontrollschwächen sicher-

54 Vgl. Ernst & Young 2005, S. 10.

55 Gemäß Standard No. 2 des PCAOB können die Prüfer die Beurteilung des finanzberichtsbezogenen internen Kontrollsystems entweder mit ihrem Testat des Jahresabschlusses kombinieren oder als eigenständigen Bericht veröffentlichen; vgl. Prüfungsstandard No. 2 des PCAOB 2005, Tz. 169.

stellen soll.⁵⁶ Diese Regelungen und Standards ermöglichen es den Unternehmensleitungen, die Erwartungen der Prüfers an die Systeme und an ihre eigenen Berichte zu antizipieren.

C. Befragungsergebnisse zu Section 404 Sarbanes-Oxley Act

1. Anpassungserfordernisse und Projektteams

Unsere erste Detailfrage zu den Anforderungen von Section 404 des Sarbanes-Oxley Acts lautete, welche Maßnahmen die Unternehmen ergreifen mussten, um die Vorschriften umzusetzen. Die vorgegebenen Antwortkategorien sind in Abbildung 7 aufgeführt; Mehrfachnennungen waren zugelassen. Wie in der Abbildung ersichtlich, waren in allen an der Untersuchung teilnehmenden Unternehmen Anpassungen erforderlich. Neun der 15 Unternehmen (60 %) der befragten Unternehmen gaben an, ihr bereits existierendes internes Kontrollsystem ausgebaut zu haben bzw. ausbauen zu wollen. Vier Unternehmen planen insbesondere den Ausbau ihres Risikomanagements. Ein Ausbau des Konzernsteuerungssystems (Planungssystem etc.) wird von keinem der Unternehmen für erforderlich gehalten. Die Anpassungsmaßnahmen konzentrieren sich somit auf die interne Überwachung. Alle teilnehmenden Unternehmen gaben an, Maßnahmen zur Dokumentation des internen Kontrollsystems ergreifen zu müssen.

In Abbildung 8 ist die Zusammensetzung der SOX-404-Projektteams dargestellt. Im Hinblick auf die unternehmensinternen Projektmitarbeiter dominieren Vertreter aus den Bereichen Interne Revision, Rechnungswesen und Controlling. Dies ist einerseits verständlich, da die Aufgabe der Teams in der Einrichtung und Dokumentation von auf die Rechnungslegung bezogenen internen Kontrollsystemen besteht. Andererseits müssen in das Kontrollsystem letztlich alle Geschäftsprozesse einbezogen werden, die wesentlichen Einfluss auf die Positionen des Jahresabschlusses und des Lageberichts haben. Eine Berücksichtigung wichtiger operativer Ge-

56 Vgl. BDO Seidman et al. (2004).

schäftseinheiten in den Projektteams erscheint vor diesem Hintergrund ratsam.⁵⁷ Fachexperten aus Wirtschaftsprüfungsgesellschaften empfehlen, auch Vertreter der Unternehmensleitung sowie der Teilbereichsleitungen in das Projektmanagement einzubinden, damit übergeordnete Company-level Controls angemessen berücksichtigt werden können.

Elf der 15 befragten Unternehmen gaben an, Wirtschaftsprüfer bzw. Wirtschaftsprüfungsgesellschaften als externe bzw. beratende Mitglieder in die Projektteams zu integrieren. Es erscheint empfehlenswert, den Fortgang der SOX-404-Projekte kontinuierlich mit den Wirtschaftsprüfern abzustimmen, um negative „Überraschungen“ bei der späteren Prüfung zu vermeiden. Allerdings darf die laufende Information und Abstimmung über das vom Unternehmen gewählte Vorgehen mit dem Abschlussprüfer des Unternehmens nicht in eine Übertragung von Entscheidungen oder Implementationsaufgaben übergehen. Die wäre nicht mit der Unabhängigkeitsanforderung nach Sec. 201 Sarbanes-Oxley Act vereinbar.⁵⁸ Aus diesem Grund ziehen mehr als die Hälfte der befragten Unternehmen andere Gesellschaften als ihren Abschlussprüfer als Berater hinzu. Typischerweise wird dabei eine der verbleibenden „Big-Four“-Gesellschaften ausgewählt.

57 Vgl. Rauchhaus / Sieler 2004, S. 21.

58 Das PCAOB betont in seinem *Policy Statement* vom Mai 2005, dass eine kontinuierliche, zeitnahe Abstimmung zwischen Unternehmen und Prüfern sowohl im Hinblick auf die Implementierung der Vorschriften von Section 404 SOA als auch im Hinblick auf allgemeine Bilanzierungsfragen grundsätzlich sehr wohl mit der Anforderung der Unabhängigkeit vereinbar ist: „[I]nformation-sharing on a timely basis between management and the auditor is necessary. ... Auditors may also provide audit clients technical advice on the proper application of GAAP, including offering suggestions for management’s consideration to improve disclosure and financial statement quality and giving updates on recent developments with accounting standards-setters. In addition, management may provide and discuss with the auditor preliminary drafts of accounting research memos, spreadsheets, and other working papers in order to obtain the auditor’s views on the assumptions and methods selected by management.“ Das PCAOB erklärt weiter, dass auch der Austausch und die Erörterung von „Draft Financial Statements“ zwischen Unternehmen und Abschlussprüfer zulässig ist.

Abbildung 7: Erforderliche Maßnahmen zur Umsetzung von Section 404 Sarbanes-Oxley Act

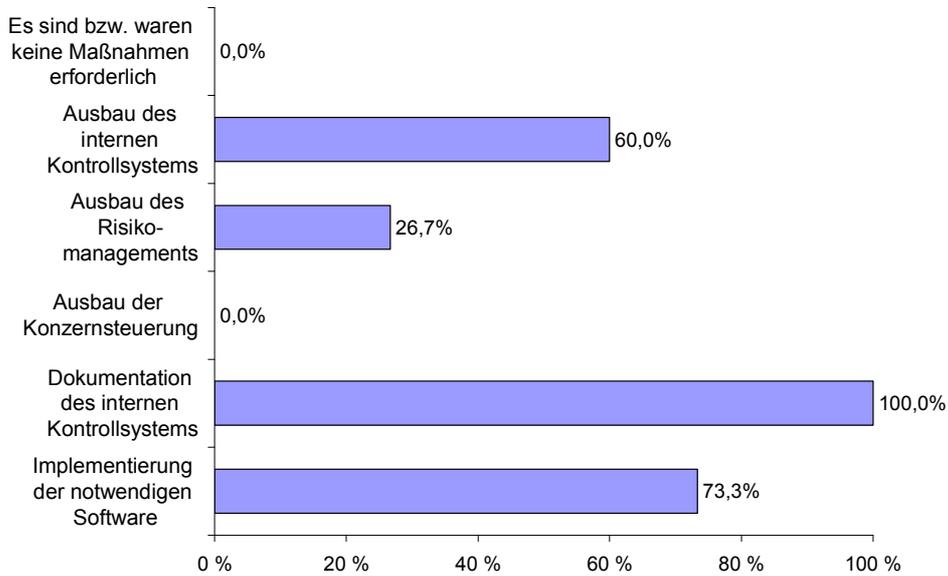
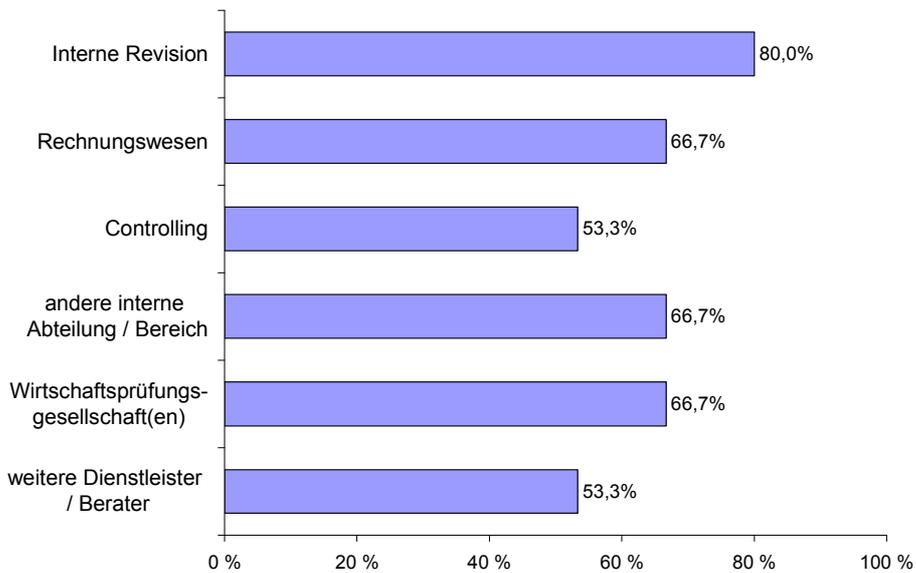


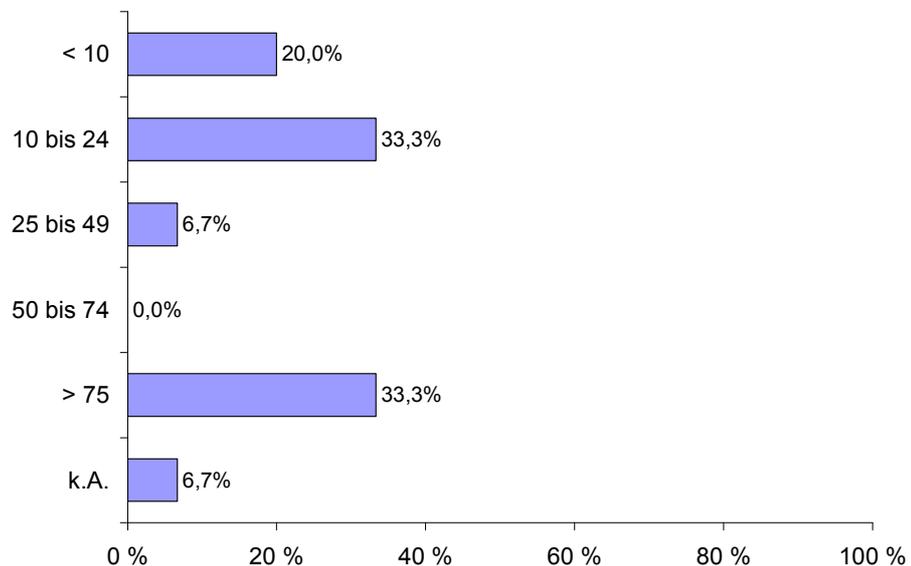
Abbildung 8: Mitglieder der Sarbanes-Oxley Act 404-Projektteams



Die Größe der SOX-404-Projektteams – gemessen an der Zahl der konzernweit beteiligten internen Mitarbeiter – ist sehr unterschiedlich (siehe Abbildung 9). Drei Unternehmen gaben an, weniger als 10 Mitarbeiter für die Umsetzung der Anforderungen abgestellt haben. In fünf Unternehmen umfassen die Teams zwischen 10 und 25 Mitarbeiter, in einem

Unternehmen sind zwischen 25 und 50 Mitarbeiter mit den Aufgaben betraut. In fünf weiteren Unternehmen liegt die Anzahl der konzernweit einbezogenen Mitarbeiter bei über 75. Ein Unternehmen machte keine Angabe zu dieser Frage. Die Größe der Teams korrelierte in gewissem Maße mit der Größe der Unternehmens; allerdings ist auch unter Berücksichtigung der Unternehmensgröße eine erhebliche Varianz der Angaben festzustellen (siehe auch die Angaben zu den durch SOX-404-Projekte verursachten Manntagen im nachfolgenden Abschnitt C. 6).

Abbildung 9: Anzahl der Mitarbeiter in den Sarbanes-Oxley Act 404-Projektteams



Die Leitung der SOX-404-Projekte wird in vier Unternehmen direkt von den Finanzvorständen wahrgenommen. In weiteren vier Unternehmen obliegt die Projektleitung den Leitern der Bereiche Rechnungslegung, in einem Fall wird sie von einem Mitarbeiter des Bereichs Rechnungslegung wahrgenommen. Zwei Unternehmen haben eigene Organisationseinheiten für die interne Kontrolle eingerichtet, die in einem Fall dem Bereich Finanzen, im anderen Fall dem Bereich Controlling zugeordnet sind. Zwei weitere Projekte werden von den Leitern der internen Revision geführt. In den verbleibenden beiden Unternehmen obliegt die Projektleitung den Bereichen Controlling und Risikomanagement.

Die Übertragung der Leitung von SOX-404-Projekten an die interne Revision ist kritisch zu sehen. Die interne Revision führt im Auftrag der Unternehmensleitung prozessunabhängige Überwachungsmaßnahmen durch, um unter anderem die Funktionsfähigkeit des internen Kontrollsystems zu überprüfen. Sie ist damit selbst ein wichtiges Element des internen Kontrollsystems. Die interne Revision sollte daher im Dokumentationsprozess nicht die Federführung übernehmen, sie sollte aber die Prozessverantwortlichen fortlaufend beraten.⁵⁹

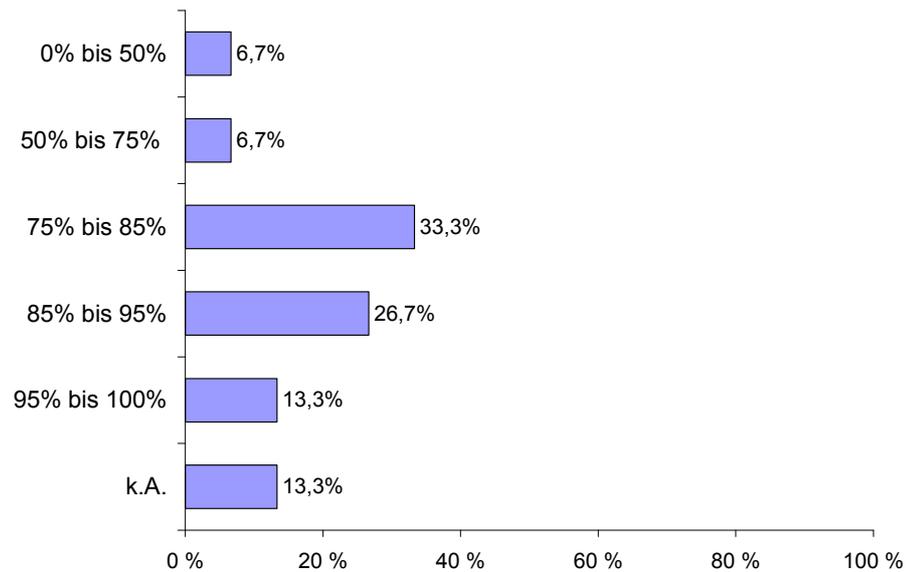
2. Identifikation der wesentlichen Einheiten

Wie im obigen Abschnitt B dargestellt, besteht ein wesentlicher erster Schritt in Projekten zur Umsetzung der Vorschriften von Section 404 Sarbanes-Oxley Act in der Bestimmung der wesentlichen Unternehmenseinheiten, die in die Prüfung und Dokumentation des internen Kontrollsystems einbezogen werden müssen. Neun Unternehmen (60 %) orientieren sich dabei an dem zuvor skizzierten, von Beratungsgesellschaften vorgeschlagenen dreistufigen Verfahren zur Auswahl der wesentlichen Unternehmenseinheiten (1. Schritt: Auswahl eigenständig wesentlicher Einheiten; 2. Schritt: Auswahl risikobehafteter Einheiten; 3. Schritt: Auswahl kombiniert wesentlicher Einheiten). Vier Unternehmen (27 %) verzichten auf den dritten Schritt, also auf die Prüfung der zunächst nicht als wesentlich bzw. risikobehaftet identifizierten Einheiten auf ihre kombinierte Wesentlichkeit. Ein weiteres Unternehmen hält den zweiten Schritt, die Prüfung der eigenständig unwesentlichen Bereiche auf besondere Risiken für die Finanzberichterstattung, für verzichtbar (führt aber eine Prüfung auf kombinierte Wesentlichkeit durch), und ein weiteres Unternehmen bestimmt die in das interne Kontrollsystem einzubeziehenden wesentlichen Unternehmensbereiche in einem einzigen Schritt, ohne Berücksichtigung etwaiger Risiken oder einer kombinierten Wesentlichkeit der zunächst nicht einbezogenen Bereiche.

⁵⁹ Vgl. Arbeitskreis „Externe und Interne Überwachung der Unternehmung“ der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V. 2004, S. 2401.

Die Unternehmen verwenden in beinahe allen Fällen mehrere quantitative und zum Teil auch qualitative Kriterien, um wesentliche Geschäftseinheiten zu identifizieren. In 13 der 15 Unternehmen (85,6 %) werden Umsatzkennzahlen verwendet, in jeweils neun Fällen stellt das operative Ergebnis sowie die Bilanzsumme die Basis für die Wesentlichkeitsbestimmung dar, drei Unternehmen orientieren sich am Eigenkapital. Weitere Kennzahlen zur Identifikation der eigenständigen Wesentlichkeit beziehen sich auf die Herstellkosten und den Verbrauch an Rohstoffen. Ein Unternehmen hat sich der Beantwortung enthalten, da die Kriterien noch in einem Workshop zu bestimmen sind.

Abbildung 10: Abdeckungsgrad der dokumentierten Prozesse (Umsatzanteil)



Um die Effektivität des internen Kontrollsystems beurteilen zu können, müssen die kontrollierten und dokumentierten Prozesse einen hinreichenden Anteil der Geschäftstätigkeit des Unternehmens abdecken. Wie bereits erwähnt und kritisch erörtert, wird in der Literatur ein Abdeckungsgrad von bis zu 95 % der konsolidierten Kennzahlen vorgeschlagen. Wie Abbildung 10 zeigt, streben allerdings nur zwei Unternehmen (13,3 %) unseres Samples einen Abdeckungsgrad von 95 bis 100 % an. Vier Unternehmen (26,6 %) liegen mit einem angestrebten Abdeckungsgrad von 85 bis 95 % nahe an der Vorgabe. Ein Drittel der 15 Unter-

nehmen plant eine Abdeckung ihrer Geschäftsaktivitäten von 75 bis 85 %, zwei Unternehmen liegen mit 50 bis 75 % bzw. von nur bis zu 50 % deutlich unter den in der Literatur für erforderlich erachteten Abdeckungsgraden. Zwei Unternehmen machten keine Angaben zur Frage des angestrebten Abdeckungsgrads des internen Kontrollsystems.

3. Dokumentation von Prozess- und Kontrolldesign

Grundlage für die Beurteilung der „Design Effektivität“ des internen Kontrollsystems ist zunächst die Dokumentation der Kontrollen durch das Management.⁶⁰ Weder die Final Rule der SEC zu Section 404 Sarbanes-Oxley Act noch der Prüfungsstandard des PCAOB enthalten hierzu detaillierte Ausführungsregelungen. Es obliegt somit den Unternehmen, gemeinsam mit ihren Wirtschaftsprüfern geeignete Verfahren für die Dokumentation festzulegen. In der Praxis hat sich diese Aufgabe als bedeutsam für den Erfolg erwiesen.

Die möglichst präzise Festlegung der Anforderungen an die inhaltliche Beschreibung der Kontrollen sowie der formalen Vorgaben (z.B. Berichtsform, Aufbewahrungspflichten und -fristen) bereits zu Beginn von SOX-404-Projekten trägt dazu bei, zeitaufwändige Nacharbeiten zu verhindern.⁶¹

(Fast) alle befragten Unternehmen erklärten, dass sie im Rahmen der Dokumentation des internen Kontrollsystems eine Beschreibung der Kontrollen vornehmen (ein Unternehmen konnte zur Dokumentation keine präzisen Angaben machen, da die entsprechenden Anforderungen zum Zeitpunkt der Befragung noch nicht definiert waren). Die Umkehr der Beweislast verpflichtet das Management nachzuweisen, auf welcher Grundlage die Aussagen zur Wirksamkeit des internen Kontrollsystems getroffen wurden. Es erscheint zweckmäßig, in die Dokumentation auch Angaben über die Risiken der kontrollierten Prozesse sowie über Sicherungsmaßnahmen und mögliche Restrisiken aufzunehmen. 13 der 14 Un-

60 Vergleich hierzu und im Folgenden Menzies et al. 2004, S. 211.

61 Vgl. Pfitzer et al. 2005, S. 14.

ternehmen, in denen die Anforderungen an die Dokumentation bereits festgelegt waren, folgen dieser Empfehlung und beschreiben auch die Risiken der jeweils kontrollierten Prozesse. Sechs der Unternehmen machen darüber hinaus Angaben über Risikosicherungsmaßnahmen, und vier Unternehmen beschreiben auch die möglichen Konsequenzen unvermeidbarer Risiken. Als weitere Angaben in der Dokumentation über die Kontrollen werden von den Unternehmen unter anderem die Frequenz und der Automatisierungsgrad der Kontrollen, die betroffenen Konten sowie die jeweils verantwortlichen Personen genannt.

4. Test der Effektivität des internen Kontrollsystems

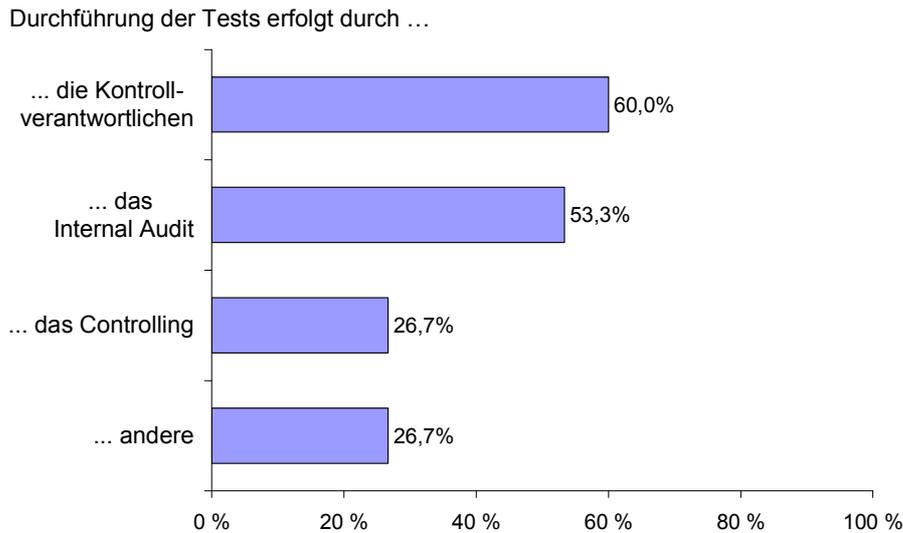
Auch die Überprüfung der operativen Effektivität des internen Kontrollsystems wird im Sarbanes-Oxley Act nicht genau geregelt. Da auch die Final Rules der SEC keine konkreten Anleitungen bieten, erscheint eine Orientierung am Prüfungsstandard des PCAOB sinnvoll. Dieser weist darauf hin, dass zur Überprüfung der operativen Effektivität verschiedene Testverfahren angewandt werden können; unter anderem ist zu prüfen, ob die Kontrollen von befugten und fachkundigen Personen und im Einklang mit den Vorschriften des Unternehmens durchgeführt wurden und ob Prüfungsinhalte angemessen dokumentiert wurden. Häufigkeit und Dauer der Tests sollen eine Aussage über ihre Eignung für die mit den Kontrollen beabsichtigten Ziele erlauben. In Abhängigkeit der Testart können diese fortlaufend (z.B. Kontrolle des Umsatzes) oder zu bestimmten Terminen (z.B. Kontrolle der Inventur) stattfinden. Der Testumfang muss einen ausreichenden Anteil der als wesentlich identifizierten Positionen des Konzernabschlusses abdecken, um die Aussagen des Managements zur Effektivität des internen Kontrollsystems zu stützen.⁶²

Die Unternehmensleitung wird die Kontrollen in der Regel nicht selbst durchführen. Eine Delegation an nachgeordnete Managementebenen, an die interne Revision, an spezielle Kontrollgruppen oder an unabhängige Wirtschaftsprüfer oder Berater erscheint sinnvoll. Nicht möglich ist aller-

62 Vgl. Prüfungsstandard No. 2 des PCAOB, Tz. 92 ff.

dings eine Übertragung der Verantwortung des Managements für die Effektivität des internen Kontrollsystems und die Richtigkeit der Rechnungslegung an externe Prüfer oder sonstige Dritte.⁶³

Abbildung 11: Durchführung der Tests der Effektivität der internen Kontrollsysteme



Praktisch alle von uns befragten Unternehmen nutzen die Möglichkeit der Delegation (siehe Abbildung 11). In neun Unternehmen (60 %) werden die Kontrollen durch sogenannte Kontrollverantwortliche, d.h. durch Angehörige mittlerer oder unterer Managementebenen in den operativen Einheiten, durchgeführt. In sieben Unternehmen (46,6 %) ist die interne Revision für die Durchführung der Kontrollen verantwortlich, in drei Unternehmen (26,6 %) das Controlling. Weiterhin wurden übergeordnete Hierarchieebenen, SOX-Beauftragte in den Unternehmensbereichen und externe Dritte als Prüfer genannt. Ein Unternehmen machte zu der Frage keine Angaben, ein weiteres Unternehmen erklärte, die Zuständigkeit für die Kontrollen müsse noch geklärt werden. Die Zahlenangaben addieren sich nicht zu 15 bzw. zu 100 %, da in den meisten Unternehmen mehrere Personengruppen an den Kontrollen beteiligt sind.

63 Vergleich hierzu Menzies et al. 2004, S. 234.

Bei der Bestimmung der Kontrollverantwortlichen sollten die Unternehmen darauf achten, dass diese unabhängig sind. Insbesondere sollten Mitarbeiter nicht die Wirksamkeit von Kontrollen überprüfen, die sie selbst durchgeführt haben. Laut Prüfungsstandard No. 2 des PCAOB, Tz. 126, ist bei derartigen „Selbstkontrollen“ (*Management Self-Assessment of Controls*) keine ausreichende Objektivität gegeben, so dass Wirtschaftsprüfer entsprechende Ergebnisse nicht als Grundlage ihrer eigenen Beurteilung nutzen dürfen. In welchem Maße die Kontrollverantwortlichen in den befragten Unternehmen die Anforderung der Unabhängigkeit erfüllen, kann von uns nicht beurteilt werden. Das Problem der Unabhängigkeit stellt sich vor allem in den operativen Einheiten. Durch den Einsatz von Mitarbeitern der internen Revision oder des Controllings kann ein höheres Maß an Unabhängigkeit erreicht werden. Angehörige dieser Funktionsbereiche sind jedoch meist nicht eng mit den operativen Geschäftsprozessen vertraut, so dass sie die Zuverlässigkeit von Kontrollen möglicherweise nicht immer kompetent beurteilen können. In der Praxis hat sich die fehlende Unabhängigkeit der kontrollierenden Personen als problematisch erwiesen.⁶⁴

5. Managementbericht

Section 404 des Sarbanes-Oxley Acts fordert vom Vorstandsvorsitzenden und dem Finanzvorstand einen Bericht über die Wirksamkeit der internen Überwachungsmaßnahmen für das Finanzberichtswesen. Die gesetzlichen Regelungen haben eine „Umkehr der Beweislast“ bewirkt: werden nachträglich Mängel in der Rechnungslegung aufgedeckt, muss die Unternehmensführung nachweisen können, dass sie die Korrektheit der Jahresberichte zuvor im guten Glauben und ohne Kenntnis der falschen oder irreführenden Angaben zertifiziert hat. Um diesen Nachweis führen zu können, muss sie die zuvor diskutierten Kontrollen eingerichtet und dokumentiert haben.⁶⁵

64 Vgl. Pfitzer et al. 2005, S. 14.

65 Vgl. Vater 2004, S. 478.

Im Rahmen unserer Befragung wurden die Unternehmen gebeten, Angaben zu den Inhalten des Managementberichts über die Effektivität der internen Kontrollen zu machen. Der Inhalt dieser jährlichen Berichte ist weder im Gesetz noch in der Final Rule der SEC genau vorgegeben.

Die Antworten auf unsere Fragen zeigen, dass sich zahlreiche Unternehmen in Bezug auf die inhaltliche Ausgestaltung des Managementberichts noch in der Planungsphase befinden. Da die in den USA börsennotierten ausländischen Unternehmen entsprechende Berichte erstmalig für Geschäftsjahre publizieren müssen, die nach dem 15. Juli 2006 enden, ist der derzeitige Projektstatus nachvollziehbar.

14 der 15 teilnehmenden Unternehmen (93,3 %) wollen nach dem derzeitigen Planungsstand übergreifende Aussagen über die internen Kontrollen der Finanzberichterstattung veröffentlichen. Vier der 14 Unternehmen gaben an, ihre Berichterstattung auf diese übergreifenden Aussagen beschränken zu wollen. Die anderen Unternehmen planen, zusätzlich detailliertere Informationen in den Bericht aufzunehmen. Acht Unternehmen (53,3 %) gaben an, auch Informationen über Kontrollschwächen, deren Einstufung sowie mögliche Auswirkungen berichten zu wollen. Die Final Rule der SEC zu Section 404 Sarbanes-Oxley Act sieht vor, dass die zertifizierenden Mitglieder der Unternehmensleitung das Audit Committee und den Abschlussprüfer des Unternehmens über etwaige Kontrollschwächen informieren müssen.⁶⁶

Sieben Unternehmen (46,6 %) wollen in ihren Managementberichten Aussagen zu wesentlichen Risiken bezüglich der Finanzberichterstattung machen. Sechs Unternehmen (40 %) planen, die „Sign-Off-Struktur“, d.h. die unternehmensinterne hierarchisch geordnete Zertifizierung der internen Kontrollen, in den Management-Bericht aufzunehmen. In vier Unternehmen (26,6 %) wird der Bericht auch eine Übersicht über Positionen der Bilanz- und der Gewinn- und Verlustrechnung mit eventuell fehlerhaften Konten enthalten. Schließlich bekundete ein Unternehmen (7 %)

⁶⁶ Das Management ist darüber hinaus verpflichtet, in ihrem Managementbericht wesentliche Änderungen der internen Überwachung offenzulegen; vgl. zu diesen Berichts- bzw. Offenlegungspflichten Section 302 (a) (5) u. (6) SOA.

seine Absicht, über die Beurteilung sogenannter „weicher“ Komponenten des COSO-Modells zu berichten.

6. Kosten der Umsetzung der Vorschriften nach Section 404 Sarbanes-Oxley Act

Wie in Kapitel III der Studie bereits erörtert, sollen die Vorschriften des Sarbanes-Oxley Acts Nutzen für die Anleger an den Kapitalmärkten stiften. Die SEC argumentiert, die von Section 404 Sarbanes-Oxley Act bewirkten zusätzlichen Anforderungen an die Unternehmen würden die Qualität der Berichterstattung verbessern, das Anlegervertrauen stärken und insgesamt die Effizienz der Kapitalmärkte steigern. Zugleich verursachen die Vorschriften jedoch auch Kosten, und vor allem die Kosten der Einhaltung der Vorschriften von Section 404 Sarbanes-Oxley Act werden von den betroffenen Unternehmen zum Teil als unverhältnismäßig hoch kritisiert. In vielen Fällen verursacht die Compliance mit Section 404 Sarbanes-Oxley Act Kosten in Millionenhöhe – nach Informationen der *Financial Times* betragen die Umsetzungskosten bei General Electric 30 Mio. US-Dollar.⁶⁷

Die Kostenschätzungen, die die US-Börsenaufsichtsbehörde SEC nach gesetzlichen Auflagen (Paperwork Reduction Act 1995) erstellen muss, sind demgegenüber relativ moderat. Die SEC schätzt, dass die Anforderungen von Section 404 Sarbanes-Oxley Act in den betroffenen Unternehmen über die ersten drei Jahre der Anwendung im Durchschnitt zusätzliche Kosten in Höhe von ca. 91.000 US-Dollar pro Jahr hervorrufen wird.⁶⁸ Die Schätzungen beruhen auf Erhebungen bei zahlreichen Unternehmen sowie darauf aufbauenden Analysen der SEC bezüglich der Arbeitszeiten, die erforderlich sind, um die zusätzlichen quartalsmäßigen und jährlichen Berichtspflichten zu erfüllen. Die Kosten im Jahr der erstmaligen Anwendung von Section 404 Sarbanes-Oxley Act schätzt die SEC auf durchschnittlich 182.000 US-Dollar. In den beiden Folgejahren sinken

67 Vgl. Roberts 2004, S.11.

68 Vgl. hierzu und im Folgenden SEC Final Rule, Release Nos. 33-8238, Abschnitt V.

die Kosten gemäß den Erwartungen der SEC um 75 % auf dann nur noch 45.500 US-Dollar.

Den Schätzungen liegt die Annahme zugrunde, dass der Arbeitsaufwand in den Unternehmen zu drei Vierteln von internen Mitarbeitern getragen wird, zu einem Viertel von externen Beratern; die Arbeitsstunden von internen Mitarbeitern werden mit 200 US-Dollar kalkuliert, Arbeitsstunden von externen Beratern mit 300 US-Dollar. Weiterhin weist die SEC darauf hin, dass die Kosten der Compliance mit Section 404 Sarbanes-Oxley Act stark von der Unternehmensgröße und -komplexität abhängen. In großen und komplexen Unternehmen dürften die Kosten deutlich höher sein als die Durchschnittswerte, in kleinen, einfach strukturierten Unternehmen entsprechend geringer.

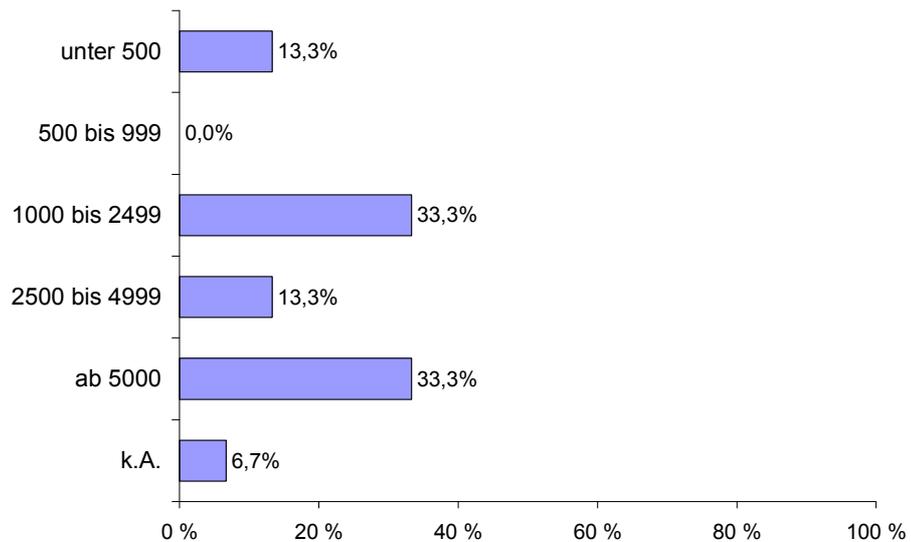
Wie im Folgenden gezeigt wird, liegen die erwarteten Kosten der Einhaltung der Vorschriften von Section 404 Sarbanes-Oxley Act bei den betroffenen deutschen Unternehmen weit über den Schätzungen der SEC. Zudem ist zu beachten, dass die SEC die zusätzlichen Gebühren für die Prüfung der internen Kontrollsysteme durch die Wirtschaftsprüfer nicht in ihre Schätzung einbezieht. Unserer Erhebung zufolge ist auch diese Kostenkomponenten durchaus von erheblicher Bedeutung.

Wir haben in unserer Befragung versucht, Angaben über die Kosten der Befolgung der Vorschriften von Section 404 Sarbanes-Oxley Act durch die betroffenen deutschen Unternehmen zu erhalten. Unsere Fragen konzentrieren sich auf die Kosten der erstmaligen Einrichtung der Systeme (Personal-/Zeitaufwand für SOX-404-Projekte, IT-Kosten) sowie auf die erwarteten zusätzlichen Kosten für die Prüfung durch die Wirtschaftsprüfer. Im Fragebogen wurden zur Schätzung der Arbeitszeiten bzw. Kosten jeweils Intervalle vorgegeben. Wie nachfolgend im Einzelnen beschrieben, wurden die erhobenen Intervalldaten anschließend in durchschnittliche Kostenschätzungen transformiert, um einen Vergleich mit den Schätzungen der SEC zu ermöglichen.

Die Unternehmen wurden von uns gebeten, den zur Umsetzung der Vorschriften von Section 404 Sarbanes-Oxley Act erforderlichen gesamten unternehmensinternen und externen Personalaufwand in Manntagen

auszudrücken. Wie Abbildung 12 zeigt, streuen die Angaben über die erwarteten Manntage erheblich. Zwei Unternehmen (13,3 %) gaben an, für ihre „SOX-404-Projekte“ einen Arbeitsaufwand von weniger als 500 Manntagen zu planen. Die Schätzungen aller anderen Unternehmen liegen bei mehr als 1.000 Manntagen: Fünf Unternehmen (33,3 %) rechnen mit einer Bindung von Mitarbeiterkapazität im Umfang von 1.000 bis 2.500 Manntagen, zwei Unternehmen (13,3 %) mit 2.500 bis 5.000 Manntagen und weitere fünf Unternehmen (33,3 %) mit mehr als 5.000 Manntagen. Die Frage wurde von einem Unternehmen nicht beantwortet. Wie zu erwarten, zeigt sich bei der Beantwortung eine positive Korrelation mit der Größe der Unternehmen.

Abbildung 12: Durch Section 404 Sarbanes-Oxley Act verursachte (externe und interne) Manntage



Verschiedene Annahmen sind erforderlich, um die geschätzten Arbeitszeiten in Kosten umzurechnen. Wir nehmen an, dass die tatsächlich erforderliche Arbeitszeit in der ersten von uns angegebenen Antwortkategorie „kleiner als 500 Manntage“ bei 250 Manntagen liegt. Bei den anderen Intervallen gehen wir vorsichtig jeweils vom unteren Rand der vordefinierten Wertebereiche aus (für das Intervall „1.000 bis 2.500 Manntage“ gehen wir folglich von 1.000 Manntagen aus, bei „mehr als 5.000

Manntagen“ von exakt 5.000 Manntagen).⁶⁹ Weiterhin legen wir unseren Kostenschätzungen eine Arbeitszeit von acht Stunden pro Tag zugrunde.

Für die Bewertung der Arbeitsstunden ist es von Bedeutung, in welchem Maße die Unternehmen zur Bewältigung der zusätzlichen Anforderungen auf Unterstützung durch externe Berater zurückgreifen. Diese Information haben wir im Rahmen unserer Befragung erhoben. Sieben Unternehmen (46,6 %) gaben an, bis zu 10 % des erforderlichen Arbeitsaufwands an externe Berater zu vergeben, sechs Unternehmen (40 %) übertragen zwischen 10 % und 25 % der Projektarbeitszeit an Berater. In den meisten Unternehmen erfolgt die Umsetzung der Anforderungen von Section 404 Sarbanes-Oxley Act somit überwiegend durch eigene Mitarbeiterkapazitäten. In einem weiteren Unternehmen liegt der Anteil der Berater zwischen 25 % und 50 %, und ein Unternehmen lässt mehr als der Hälfte der Projektarbeitszeit durch Externe erbringen. Wir nehmen für die anschließende Schätzung der Beraterkosten an, dass der tatsächliche Anteil im ersten Antwortintervall („bis zu 10 %“) bei fünf Prozent liegt, in den anderen Intervallen legen wir den Anteil auf den jeweiligen unteren Rand der Wertebereiche.

Um unsere Kostenschätzung vergleichbar zur Schätzung der SEC zu machen, verwenden wir für die internen Mitarbeiter einen Stundensatz von 160 Euro und für die externen Berater einen Satz von 240 Euro.⁷⁰ Auf der Grundlage dieser Informationen und Annahmen verursacht die Anpassung der internen Kontrollsysteme und die Einführung von Systemen zu ihrer Überprüfung und Dokumentation in den betroffenen deutschen Unternehmen im Durchschnitt Arbeitskosten für interne und externe Mit-

69 Die Annahmen, die getroffen werden, um auf Basis der vorliegenden Intervalldaten durchschnittliche Kosten zu schätzen, sind hier und im Folgenden bewusst vorsichtig gewählt. Üblicherweise wird in Lehrbüchern zur deskriptiven Statistik vorgeschlagen, bei der Berechnung von Mittelwerten (oder Varianzen und Standardabweichungen) aus Intervalldaten von den Mittelpunkten der Intervalle auszugehen. Dem liegt die Vorstellung zugrunde, dass die tatsächlichen (Punkt-)Werte gleichmäßig über die Intervalle verteilt sind. Vgl. z.B. Diehl / Kohr 2003, S. 68.

70 Wie bereits erwähnt, basiert die Kostenschätzung der SEC basiert auf einem angenommenen Stundenkostensatz von 200 US-Dollar für interne Mitarbeiter und einem Stundensatz von 300 US-Dollar für externen Beratern; vgl. SEC Final Rule, Release Nos. 33-8238, Abschnitt V. Bei einem Wechselkurs von 1,25 US\$/Euro erhält man Kostensätze von 160 Euro je Mitarbeiterstunde und 240 Euro je Beraterstunde.

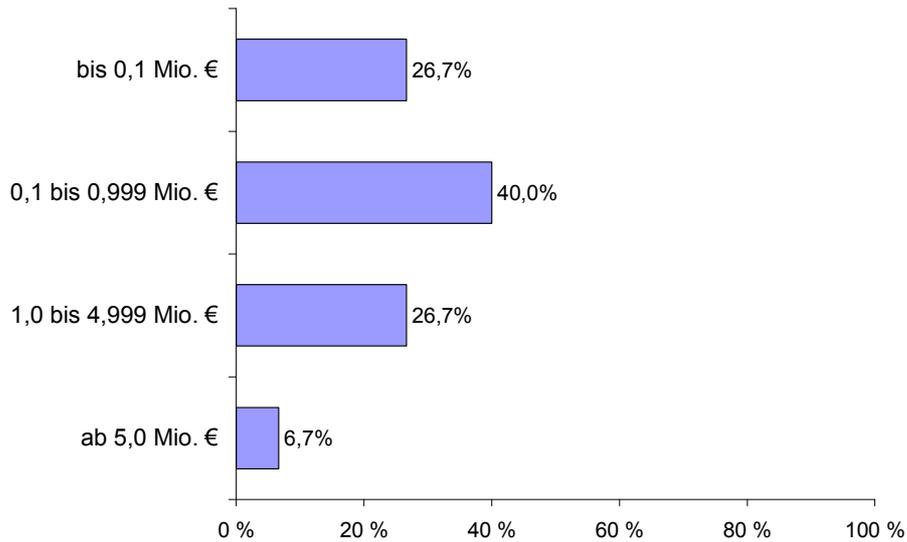
arbeiter in Höhe von 3.819.857 Euro. Unseren Schätzungen zufolge liegt der Minimalwert der entsprechenden Kosten bei 366.000 Euro, der höchste Schätzwert liegt bei 8.400.000 Euro. Wie in der nachfolgenden Tabelle 3 dargestellt, setzen sich die gesamten Arbeitskosten zusammen aus den Kosten der Arbeitszeiten der internen Mitarbeiter in Höhe von durchschnittlich 3.146.142 Euro und Kosten der Arbeitszeiten der externen Berater in Höhe von durchschnittlich 673.714 Euro.

Neben den Arbeitskosten für interne Mitarbeiter und externe Berater sind die Kosten der Einführung bzw. Anpassung von IT-Systemen zu berücksichtigen. Umfang und Komplexität der internen Kontrollsysteme sowie die Anforderungen an die Dokumentation der Kontrollen lassen eine Unterstützung durch spezialisierte Informationssysteme sinnvoll erscheinen. Experten von Wirtschaftsprüfungsgesellschaften unterstützen diese Aussage; sie betonen, eine Sammlung isolierter Word- oder Excel-Dateien führe unweigerlich ins „administrative Chaos“. Wie zuvor berichtet, haben elf der 15 Unternehmen eine spezielle Software zur Unterstützung der Durchführung und Evaluation der internen Kontrollen beschafft, in den anderen Unternehmen sind Anpassungen vorhandener Software erforderlich.

Abbildung 13 zeigt, welche zusätzlichen Kosten die befragten deutschen Unternehmen aus der Anpassung bestehender Systeme bzw. der Einrichtung neuer Systeme erwarten. Vier Unternehmen (26,7 %) erwarten einen vergleichsweise geringen Aufwand von unter 100.000 Euro. Sechs Unternehmensvertreter (40 %) gaben an, die Einrichtung und die Dokumentation der Kontrollen werde IT-Kosten von bis zu einer Million Euro verursachen. Vier Unternehmen rechnen mit Kosten zwischen einer und fünf Millionen Euro, und ein Unternehmen erwartet IT-Kosten, die über fünf Millionen Euro liegen. Zur Berechnung von durchschnittlichen IT-Kosten sowie zur anschließenden Ermittlung von Gesamtkosten wurde wiederum angenommen, dass die tatsächlichen Kosten in der Mitte des ersten Wertebereichs (50.000 Euro) sowie jeweils am linken Rand der anderen Wertebereiche liegen. Demzufolge betragen die durchschnittlichen Kosten für

die Einführung neuer Software oder die Anpassung der bestehenden IT-Systeme 653.333 Euro.

Abbildung 13: Kosten durch Einführung bzw. Anpassung von IT-Systemen



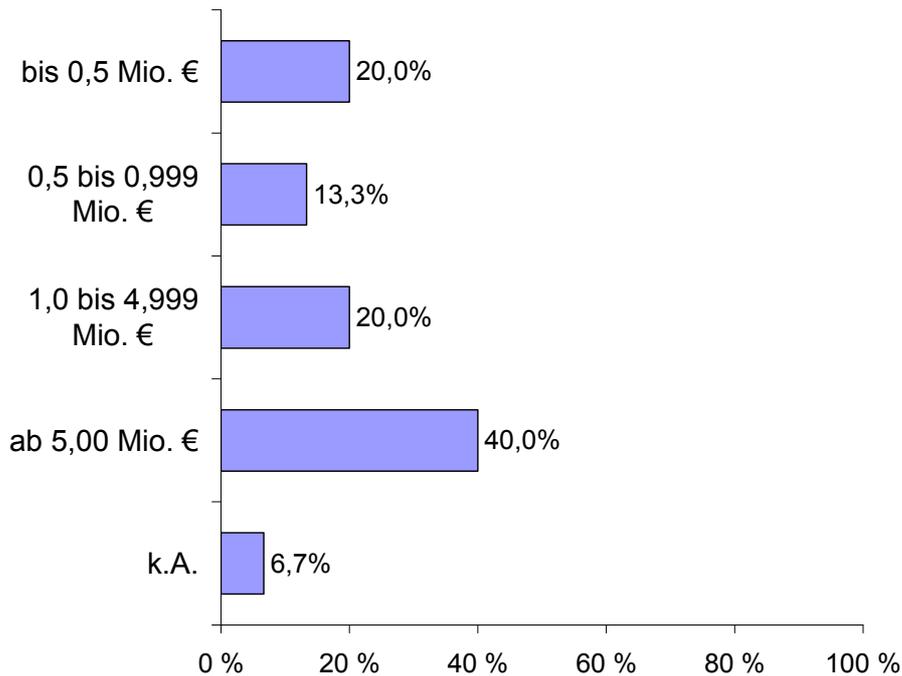
Unsere abschließende Frage zu Section 404 Sarbanes-Oxley Act richtete sich auf die zusätzlich anfallenden Gebühren für die Abschlussprüfung. Die Wirtschaftsprüfer müssen, wie oben erläutert, den jährlichen Bericht der Geschäftsleitung über die Effektivität des auf die Finanzberichterstattung bezogenen internen Kontrollsystems prüfen. Sie müssen darüber hinaus selbst eine Stellungnahme über die Zuverlässigkeit des Systems abgeben. Im Rahmen des risikoorientierten Prüfungsansatzes wurde vom Abschlussprüfer auch bislang bereits eine Einschätzung des internen Kontrollsystems vorgenommen. Ziel der Systemprüfung ist es abzuschätzen, in welchem Maße aussagebezogene Prüfungshandlungen (analytische Prüfungshandlungen, Einzelfallprüfungen) erforderlich sind, um

das Ziel zu erreichen, Prüfungsaussagen mit hinreichender Sicherheit treffen zu können.⁷¹

Bislang hatte die Prüfung des internen Kontrollsystems für sich betrachtet keine hervorgehobene Bedeutung; sie orientierte sich weitgehend an formalen Ordnungskriterien. War das interne Kontrollsystem nach Einschätzung des Prüfers ordnungsgemäß, konnten sich die Prüfungshandlungen auf Kurzanalysen und ausgewählte Stichproben beschränken. Wie uns in Diskussionen mit Vertretern der führenden Wirtschaftsprüfungsgesellschaften verdeutlicht wurde, muss sich der Prüfer nach den Regelungen des Sarbanes-Oxley Act nun weit intensiver mit dem internen Kontrollsystem und seinen Prozessen beschäftigen. Zudem müssen die Prüfungshandlungen weit umfangreicher sein. Weiterhin ist zu beachten, dass der Abschlussprüfer alle Aussagen der jährlichen Erklärung der Unternehmensleitung über die Funktionsfähigkeit des Systems beurteilen muss. Als weiteren Grund für die intensiveren Prüfungen und die deutlich gestiegenen Kosten werden von den Wirtschaftsprüfern auch Befürchtungen im Hinblick auf etwaige Haftungsrisiken genannt.

71 Vgl. IDW PS 260.26. Siehe zur Funktion von Systemprüfungen im Rahmen des risikoorientierten Prüfungsansatzes auch Marten et al. 2003b, Abschnitt II.3.2.2. Siehe auch Parker 2005b, S. 28.

Abbildung 14: Höhe der zusätzlichen Prüfungsgebühren in Folge von Section 404 Sarbanes-Oxley Act



Wir baten die Unternehmensvertreter, die Höhe der zusätzlichen jährlichen Prüfungsgebühren zu schätzen, die durch Section 404 Sarbanes-Oxley Act verursacht werden (vgl. Abbildung 14). Drei Unternehmen (20 %) bezifferten den erwarteten Mehraufwand für die Abschlussprüfung auf bis zu 500.000 Euro. Zwei Unternehmen rechnen mit zusätzlichen Prüfungsgebühren zwischen 500.000 und 1 Million Euro, drei weitere Unternehmen erwarten Kosten, die zwischen 1 Million und 5 Millionen Euro liegen. Sechs Unternehmen erklärten, sie erwarteten zusätzliche Prüfungsgebühren von mehr als 5 Millionen Euro. Ein Unternehmen beantwortete die Frage nicht. Auch in Bezug auf die Prüfungsgebühren treffen wir die Annahme, dass die tatsächlichen zusätzlichen Gebühren in der Mitte des ersten Wertebereichs (250.000 Euro) sowie jeweils am linken Rand der anderen Wertebereiche liegen (500.000 Euro, 1 Mio. Euro, 5 Mio. Euro). Aus dieser Annahme und den Angaben der Untersuchungsteilnehmer errechnen sich durchschnittliche erwartete zusätzliche Prüfungsgebühren in Höhe von 2.650.000 Euro.

Interessant ist die Frage, in welchem Verhältnis diese zusätzlichen Kosten der Abschlussprüfung zu den bislang üblichen Prüfungshonoraren stehen. Einer Befragung von Lenz und Bauer (2004) zufolge lagen die durchschnittlichen Prüfungshonorare bei DAX-30-Unternehmen („ohne Ausreißer und Extremwerte“) im Jahr 2003 bei 5,085 Mio. Euro. Berücksichtigt man, dass in unserer Stichprobe auch kleinere Unternehmen enthalten sind, die nicht dem DAX-30 angehören, so lässt sich vermuten, dass die Prüfungshonorare der in den USA börsennotierten deutschen Unternehmen infolge von Section 404 Sarbanes-Oxley Act um ca. 50 bis 60 % gestiegen sind.

Tabelle 4: Kosten der Befolgung von Section 404 Sarbanes-Oxley Act⁷²

Kostenkomponente	Mittelwert
Kosten für interne Mitarbeiter	3.146.142 €
Kosten für externe Berater	673.714 €
IT-Kosten	653.333 €
zusätzliche Prüfungsgebühren	2.650.000 €
Gesamtkosten	7.123.189 €

Fasst man die Schätzungen für die einzelnen Kostenkomponenten zusammen, ergeben sich geschätzte Gesamtkosten für die Befolgung der Anforderungen von Section 404 Sarbanes-Oxley Act in Höhe von durchschnittlich 7.123.189 Euro (siehe Tabelle 4). Der kleinste Schätzwert beträgt 550.000 Euro, der höchste Wert liegt bei 11.000.000 Euro. Diese Zahlen verdeutlichen, dass die Anforderungen des Sarbanes-Oxley Acts für die betroffenen deutschen Unternehmen mit massiven Kostenbelastungen verbunden sind.

72 Wie zuvor im Text erläutert, beruhen die Kostenschätzungen auf Intervalldaten für die Arbeitszeiten (Manntage) der internen Mitarbeiter, der externen Berater, der IT-Kosten und der zusätzlich erwarteten Prüfungsgebühren. Zusätzlich wurden – in Anlehnung an die Schätzungen der SEC – Annahmen über die Stundensätze für interne und externe Mitarbeiter getroffen (160 bzw. 240 Euro / Stunde).

Allgemein ist von einem positiven Zusammenhang zwischen der Größe der in den USA notierten Unternehmen und den Kosten der Einrichtung, Dokumentation und Prüfung der internen Kontrollsysteme auszugehen. Auch die SEC weist in ihrer Beurteilung von Nutzen und Kosten auf die Größenabhängigkeit der Kosten hin. Unsere Befragungsergebnisse bestätigen diese Erwartung. Feststellbar ist eine positive Korrelation zwischen der Größe der antwortenden Unternehmen und der Höhe der einzelnen Kostenkomponenten sowie der Höhe der erwarteten Gesamtkosten.

Unsere Kostenschätzungen können mit den Ergebnissen einer Studie von *Financial Executives International* verglichen werden. In der Studie vom März 2005 werden für das gesamte Sample von 217 US-amerikanischen Unternehmen Kosten der *Compliance* mit Section 404 Sarbanes-Oxley Act im ersten Jahr der Anwendung in Höhe von durchschnittlich 4.355.972 US-Dollar ermittelt. Allerdings sind die geschätzten Kosten erheblich von der Größe der Unternehmen abhängig. Für große Unternehmen mit Umsatzerlösen von mehr als fünf Milliarden US-Dollar ermittelte *Financial Executives International* durchschnittliche Kosten von 10.475.356 US-Dollar. Diese setzen sich zusammen aus internen Arbeitskosten in Höhe von 3.238.440 US-Dollar, externen (Beratungs-)Kosten in Höhe von 4.056.623 US-Dollar und zusätzlichen Prüfungsgebühren in Höhe von 3.180.293 US-Dollar (IT-Kosten wurden nicht ermittelt).⁷³ Die zusätzlichen Prüfungskosten entsprachen einem Anteil von knapp 50 % der gesamten Prüfungsgebühren der Unternehmen. Anders formuliert: die Prüfungsgebühren der US-amerikanischen Unternehmen haben sich infolge von Section 404 Sarbanes-Oxley Act praktisch verdoppelt.⁷⁴

Abschließend sei angemerkt, dass die Erhebung von Daten über die Kosten von SOX-404-Projekten mit methodischen Problemen behaftet ist, da die Erfassung, Bewertung und zeitliche Zuordnung des Projektaufwands

73 In einer parallel durchgeführten Studie von Charles River Associates (2005), an der 90 Fortune-1000-Unternehmen teilnahmen, wurden durchschnittliche „404 Compliance Costs“ in Höhe von insgesamt 7,8 Mio. US-Dollar ermittelt; darin waren zusätzliche Prüferkosten in Höhe von 1,9 Mio. US-Dollar enthalten.

74 Siehe hierzu auch The Economist, Special Report Sarbanes-Oxley, 21. Mai 2005, S. 73-75.

in den Unternehmen mit Unsicherheiten behaftet ist. Aus demselben Grund ist auch ein Vergleich von Kostenschätzungen unterschiedlicher Studien nur mit Einschränkungen möglich. Wir gehen davon aus, dass unsere Schätzungen für die Kosten der Einrichtung, Dokumentation und Prüfung der internen Kontrollsysteme sehr vorsichtig sind. In Gesprächen mit Vertretern der betroffenen deutschen Unternehmen wurden zum Teil erheblich höhere Belastungen genannt als die von uns geschätzten Beträge. Dennoch liegen die von uns geschätzten Arbeitskosten, die zur Erfüllung der Anforderungen von Section 404 Sarbanes-Oxley Act in den betroffenen deutschen Unternehmen anfallen, ganz erheblich über den entsprechenden Schätzungen der SEC. Genauer: unsere Schätzung der gesamten (internen und externen) Arbeitskosten in Höhe von 3.819.857 Euro entspricht dem 21fachen der von der SEC geschätzten durchschnittlichen Kosten der erstmaligen Anwendung in Höhe von 182.000 US-Dollar!

Angesichts der bürokratischen Anforderungen und der erheblichen zusätzlichen Kosten, die den Unternehmen durch die Vorschriften des Sarbanes-Oxley Acts aufgebürdet wurden, verwundert es nicht, dass in jüngerer Zeit vor allem in den Kreisen der betroffenen Unternehmen sehr kritisch über die Vor- und Nachteile von Börsennotierung in den USA – und über die Möglichkeiten von „Delistings“ – diskutiert wird. Dieser Diskussion ist der anschließende Teil V unserer Untersuchung gewidmet.

V. Sarbanes-Oxley Act und Notierung an US-Börsen

A. Auslandsnotierungen von Aktien: Bedeutung und Motive

Aktien deutscher Unternehmungen sind bereits seit langem an ausländischen Börsen notiert. Bereits in den 50er Jahren waren mehr als 30 deutsche Unternehmungen an ausländischen Börsen vertreten, die überwiegende Mehrzahl in der Schweiz.⁷⁵ Einer aktuellen Untersuchung des Deutschen Aktieninstituts (2005) zufolge sind derzeit 55 deutsche Unternehmen mit ihren Aktien an ausländischen Börsen notiert. Die meisten der Unternehmen haben neben ihrer ursprünglichen Notierung in Deutschland eine einzige Auslandsnotierung erlangt, andere Unternehmen sind an mehreren Börsen im Ausland notiert.⁷⁶ Insgesamt verfügen die vom Deutschen Aktieninstitut erfassten 55 Unternehmen über 117 Auslandsnotierungen. Die meisten Auslandsnotierungen entfallen auf europäische Börsen (SWX (Schweiz), Euronext (Amsterdam/Paris), LSE (London) etc.). Im Verlauf der 90er Jahre haben jedoch zahlreiche deutsche Unternehmen auch Notierungen an US-amerikanischen Börsen, insbesondere an der New York Stock Exchange und an der NASDAQ erlangt. Darüber hinaus sind einige Unternehmen auch an der Tokioter Börse notiert.

Als wichtigstes Argument für eine Zweitnotierung von Aktien an ausländischen Börsen (*Cross Listing*) wird in der Literatur die Überwindung der (partiellen) Segmentierung der Kapitalmärkte angeführt.⁷⁷ Mit einer Auslandsnotierung sinken die Informations- und Transaktionskosten der ausländischen Anleger. Diese Anleger können die Aktien nun an ihrem heimischen Kapitalmarkt zu den ihnen vertrauten Usancen und in ihrer Heimatwährung erwerben. Die Notierung an der ausländischen Börse geht, so die Argumentation weiter, auch mit einer intensiveren Berichterstattung am jeweiligen Finanzplatz einher, so dass ausländische Anle-

75 Vgl. Paul 1993.

76 Über die größte Zahl an Auslandsnotierungen verfügt die Volkswagen AG, die an 13 ausländischen Börsen notiert ist; vgl. DAI 2005, S. 17.

77 Vgl. im Folgenden Glaum / Mandler 1996, S. 55-61; Roll et al. 1998; siehe auch Pagano et al. 2002.

ger besser mit Informationen versorgt werden. Insgesamt wird daher die Nachfrage nach den Aktien im betreffenden ausländischen Markt stimuliert, die Aktionärsbasis des Unternehmens verbreitert und die Liquidität der Aktie erhöht. Dies führt im Ergebnis zu einer Kurssteigerung und damit längerfristig zu einer Senkung der Kapitalkosten der Unternehmen.

Das Argument der Überwindung der Segmentierung der Kapitalmärkte durch Auslandsnotierungen hat allerdings in den vergangenen beiden Jahrzehnten aufgrund der Deregulierung und Liberalisierung der Kapitalmärkte sowie vor allem infolge der drastisch gesunkenen Informations- und Transaktionskosten an Bedeutung verloren. Im Zeitalter des Internet-Banking und elektronischer Börsen sind Informationen über Anlagealternativen an den wichtigen internationalen Finanzplätzen weltweit verfügbar und institutionelle und zum Teil auch private Anleger können Wertpapiere ohne deutliche Mehrkosten an den jeweiligen Heimatbörsen der Unternehmen erwerben.

Weitere Argumente für eine Zweitnotierung von Börsen im Ausland bestehen darin, dass

- bestimmte institutionelle Anleger (z.B. Pensionsfonds) aufgrund gesetzlicher Vorschriften oder interner Statuten nur solche Wertpapiere in ihr Portefeuille aufnehmen dürfen, die an den jeweiligen nationalen Börsen notiert sind;⁷⁸
- auf diese Weise die Einrichtung von Aktienoptionsprogrammen für Führungskräfte und Mitarbeiter ermöglicht bzw. erleichtert wird;⁷⁹
- damit der Einsatz der eigenen Aktien als Zahlungsmittel bei Akquisitionen vereinfacht wird;⁸⁰
- die Unternehmen – u.a. aufgrund der intensiveren Berichterstattung in den Medien – operative Vorteile in ihren Beschaffungs- und Absatzmärkten erzielen können;

78 Das Deutsche Aktieninstitut nimmt in seiner Studie kritisch zur empirischen Relevanz dieses Arguments Stellung; vgl. genauer DAI 2005, S. 26.

79 Vgl. genauer DAI 2005, S. 29.

80 Vgl. genauer DAI 2005, S. 37f.

- Analysten und Investoren in bestimmten Märkten ein besseres Verständnis für neue Technologien aufweisen und die betreffenden Marktsegmente daher eine höhere Liquidität aufweisen; dieses Argument wird vor allem im Zusammenhang mit Notierungen von High-Tech-Unternehmen (Biotech-Unternehmen etc.) an US-Börsen herangezogen;⁸¹
- mit der Akzeptanz der Publizitätsvorschriften und der Kapitalmarktaufsicht des betreffenden Landes ein positiver Signaleffekt verbunden ist; das Management der Unternehmen verpflichtet sich damit zu einem investorenfreundlichen Verhalten und unterwirft sich freiwillig einer intensiveren Kapitalmarktkontrolle; auch dieses Argument dient primär dazu, Notierungen an US-Börsen zu erklären.⁸²

Den erwarteten Vorteilen einer Börsennotierung im Ausland sind die Kosten gegenüberzustellen. Dabei sind zunächst die direkten Kosten für die erstmalige Erlangung einer Notierung sowie die laufenden Gebühren zu nennen. Beispielsweise fällt bei der Notierung an der New York Stock Exchange eine *Original Listing Fee* an, die je nach Zahl der ausgegebenen Aktien zwischen 150.000 und 250.000 US-Dollar liegt. Die jährliche *Continuing Annual Fee* beträgt – ebenfalls in Abhängigkeit von der Zahl der ausstehenden Aktien – zwischen 35.000 und 500.000 US-Dollar.⁸³ Daneben sind auch die indirekten Kosten einer Auslandsnotierung in das Kalkül einzubeziehen, die sich aus zusätzlichen Anforderungen an die Rechnungslegung und Publizität sowie allgemein an die Corporate Governance ergeben können. Zu berücksichtigen sind schließlich auch Haftungsrisiken, die aus der Berührung mit dem betreffenden ausländischen Kapitalmarktrecht resultieren.⁸⁴

Die indirekten Kosten galten schon immer als bedeutsame Barriere gegen eine Notierung von Aktien an US-Börsen. Im Blickpunkt standen dabei

81 Vgl. hierzu z.B. Pagano et al. 2002, S. 2685.

82 Vgl. hierzu z.B. Pagano et al. 2002, S. 2656f.

83 Vgl. dazu die Informationen auf den Internet-Seiten der New York Stock Exchange: <http://www.nyse.com/Frameset.html?displayPage=/listed/1022221392217.html> (Stand: September 2005).

84 Vgl. DAI 2005, S. 42f.

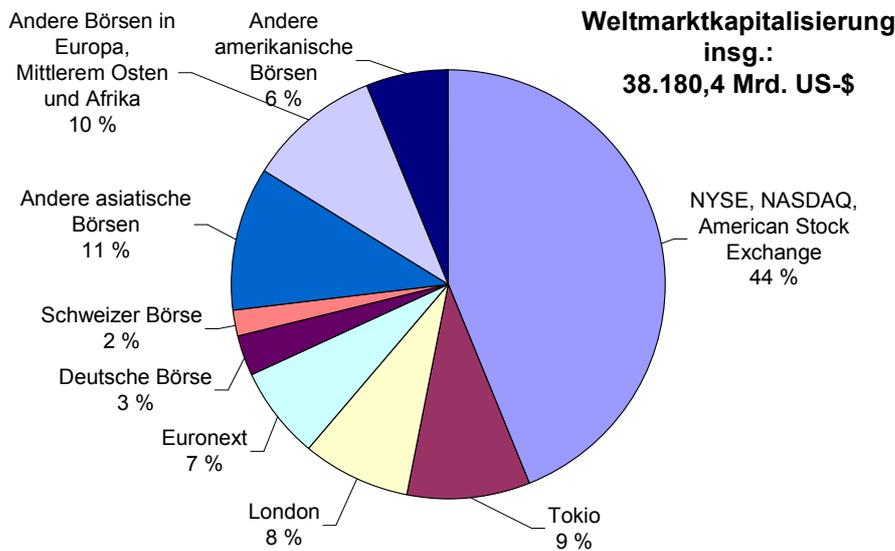
in der Vergangenheit die umfangreichen Publizitätsanforderungen der SEC, insbesondere die Pflicht, Jahresabschlüsse nach US-GAAP (oder zumindest Überleitungsrechnungen für Eigenkapital und Jahresergebnis) erstellen zu müssen.⁸⁵ Wie in den vorangegangenen Kapiteln dieser Studie gezeigt, entsteht den in den USA gelisteten Unternehmen seit der Verabschiedung des Sarbanes-Oxley Acts ein erheblicher zusätzlicher regulatorischer Aufwand. Nach einer kurzen Beschreibung des US-Aktienmarkts und gehen wir in Abschnitt C auf die Kapitalmarkteffekte von Auslandslistings ein. Abschnitt D ist sodann den Ergebnissen unserer Befragung gewidmet; wir stellen in diesem Abschnitt dar, wie sich der zusätzliche regulatorische Aufwand des Sarbanes-Oxley Acts auf die Beurteilung der Vor- und Nachteile von US-Börsennotierungen durch die betroffenen Unternehmen auswirkt.

B. Börsennotierungen in den USA

Der US-Aktienmarkt ist mit weitem Abstand der bedeutendste Aktienmarkt der Welt. Die gesamte Marktkapitalisierung aller inländischen börsennotierten Unternehmen lag Ende Juli 2005 bei ca. 38.180 Mrd. US-Dollar (Deutschland: 1.162 Mrd. US-Dollar bzw. 956,7 Mrd. Euro). Wie in Abbildung 15 dargestellt, entfallen etwa 44 % der Weltmarktkapitalisierung auf den US-amerikanischen Markt.

85 Vgl. Glaum / Mandler 1996, S. 70-78.

Abbildung 15: Anteil wichtiger Aktienmärkte an der Weltmarkt-kapitalisierung



Stand: Juli 2005

Quelle: World Federation of Exchanges; eigene Berechnungen.

Die wichtigste amerikanische Börse ist mit einer Kapitalisierung (inländischer Unternehmen) von 13.331,9 Mrd. US-Dollar und 2.284 notierten in- und ausländischen Unternehmen die New York Stock Exchange (NYSE). Insgesamt sind an der NYSE 448 ausländische Aktien notiert. An zweiter Stelle hinsichtlich Marktkapitalisierung und Handelsvolumen steht die NASDAQ, ein computergestütztes Wertpapierinformations- und -handelssystem, „das formal zwar keine Börse ist, dessen organisatorische Ausgestaltung jedoch einer Börse entspricht;“⁸⁶ die Zahl der an der NASDAQ gelisteten Unternehmungen übertrifft mit 3.190 sogar die der NYSE; die gesamte Marktkapitalisierung beträgt 3.598,7 Mrd. US-

86 Metzger 1994, S. 16 f. Die Abkürzung NASDAQ steht für: National Association of Securities Dealers Automated Quotation. The Nasdaq Stock Market, Inc., die Betreiberin von NASDAQ, hat schon im Jahr 2001 bei der SEC formal den Status einer Börse beantragt; bislang (September 2005) ist diesem Antrag jedoch noch nicht stattgegeben worden.

Dollar; insgesamt 332 der an der NASDAQ notieren Unternehmen stammen aus dem Ausland.⁸⁷

Mit deutlichem Größenabstand folgt schließlich die *American Stock Exchange* (AMEX), die sich eher auf den Optionshandel und auf Notierungen kleinerer Unternehmen spezialisiert hat. Darüber hinaus existieren in den USA sieben weitere, von der SEC anerkannte „*National Securities Exchanges*“:⁸⁸ Dabei handelt es sich um die *Boston Stock Exchange*, die *Chicago Board Options Exchange*, die *Chicago Stock Exchange*, die *International Securities Exchange* (eine elektronische Börse für Aktienoptionen, die seit Mai 2000 existiert), die *National Stock Exchange* (früher: *Cincinnati Stock Exchange*), die *Pacific Stock Exchange* in San Francisco sowie die *Philadelphia Stock Exchange*. Zwei weitere Börsen sind von der SEC aufgrund des geringen Handelsvolumens von einer formalen Registrierung befreit: die *Arizona Stock Exchange*, eine elektronische Börse, die auf den Handel außerhalb der Öffnungszeiten anderer Börsen spezialisiert war, mittlerweile aber ihren Betrieb eingestellt hat, sowie *virt-x*, eine in Großbritannien ansässige und mit der Schweizer Börse verbundene elektronische Börse, die auf den internationalen Handel mit wichtigen europäischen Aktientiteln ausgerichtet ist.

87 Alle Zahlenangaben beziehen sich auf den Stand Ende Juli 2005; vgl. World Federation of Exchanges (<http://www.world-exchanges.org>).

88 Siehe <http://www.sec.gov/answers/exchanges.htm>.

Tabelle 5: Deutsche Unternehmen mit Börsennotierungen in den USA

Unternehmen	Börsen ¹⁾	Form	Zeitpunkt
Allianz AG	NYSE	ADR Common	Nov. 2000
Altana AG	NYSE	ADR Common	Mai 2002
Aixtron AG	NASDAQ	ADR Common	März 2005
BASF AG	NYSE	ADR Common	Juni 2000
Bayer AG	NYSE	ADR Common	Juni 2002
DaimlerChrysler AG	NYSE	Common Stock	Okt. 1998 (1993 ²⁾)
Deutsche Bank AG	NYSE	Common Stock	Okt. 2001
Deutsche Telekom AG	NYSE	ADR Common	Nov. 1996
E.ON AG	NYSE	ADR Common	Okt. 1997
Epcos AG	NYSE	ADR Common	Okt. 1999
Fresenius Medical Care AG	NYSE	ADR Common	Sept. 1996
Fresenius Medical Care AG	NYSE	ADR Preferred	Nov. 1996
GPC Biotech AG	NASDAQ	ADR Common	Juni 2004
Infineon Technologies AG	NYSE	ADR Common	März 2000
Pfeiffer Vacuum Technol. AG	NYSE	ADR Common	Juli 1996
SAP AG	NYSE	ADR Common	Aug. 1998
Schering AG	NYSE	ADR Common	Okt. 2000
SGL Carbon AG	NYSE	ADR Common	Juni 1996
Siemens AG	NYSE	ADR Common	März 2001

Stand: Juli 2005.
 Quellen: www.nyse.com, www.nasdaq.com

Anmerkungen:
 *) Mehrere deutsche Unternehmen werden an verschiedenen US-Börsen gehandelt. Z.B. wird die DaimlerChrysler-Aktie an der NYSE, der Chicago Stock Exchange, der Pacific Stock Exchange und der Philadelphia Stock Exchange gehandelt. An der Philadelphia Stock Exchange werden neben DaimlerChrysler auch die Aktien von Allianz, BASF, Bayer, Deutsche Bank, Deutsche Telekom, E.ON, Fresenius Medical Care, Infineon, SAP und Siemens gehandelt (siehe <http://www.phlx.com/products/equities/phlxex.htm>). Dabei ist zu berücksichtigen, dass an den kleineren Börsen auch Titel gehandelt werden können, die formal nur an der NYSE oder der NASDAQ gelistet sind.
 **) DaimlerChrysler ist seit Oktober 1998 an der NYSE notiert; das Listing der Daimler-Benz AG an der NYSE erfolgte im September 1993.

Im Oktober 1993 wurde Daimler Benz als erstes deutsches Unternehmen an der NYSE notiert. In den davor liegenden Jahren hatten sich zahlreiche deutsche Unternehmen vergeblich um Notierungen ihrer Aktien in den USA bemüht. Die Unternehmen hatten versucht, ein US-Börsenlisting auf der Grundlage ihrer HGB-Rechnungslegung zu erreichen. In Verhandlungen mit der SEC wiesen sie darauf hin, dass US-amerikanische Unternehmen mit US-GAAP-Abschlüssen an deutschen Börsen gelistet werden konnten; sie forderten daher umgekehrt eine Akzeptanz der deutschen Abschlüsse durch die US-Börsenaufsicht. Die SEC beharrte jedoch damals und bis heute auf der Position, dass Unterneh-

men, die eine Notierung an einer US-Börse erlangen wollen, sich denselben Publizitätsanforderungen wie US-Unternehmen unterwerfen, also unter anderem auch US-GAAP-Abschlüsse bzw. entsprechende Überleitungsrechnungen vorlegen müssen. Mit Daimler war 1993 erstmals ein deutsches Unternehmen bereit, diese Forderung zu akzeptieren.

Wie in Tabelle 5 dargestellt, erlangten insbesondere im Zeitraum von 1996 bis 2002 eine Reihe weiterer deutscher Unternehmen Zweitnotierungen ihrer Aktien in den USA. DaimlerChrysler und die Deutsche Bank sind direkt mit ihren Aktien an der NYSE registriert, da sie über sogenannte *Global Registered Shares* verfügen.⁸⁹ In der Regel werden jedoch nicht die eigentlichen Aktien der deutschen (und anderer ausländischer) Unternehmen in den USA notiert, sondern sogenannte *American Depository Shares* bzw. *Receipts* (ADR).⁹⁰ ADRs sind handelbare Wertpapierzertifikate, die das Eigentum an ausländischen Aktien verbriefen. Die Zertifikate lauten auf ein bestimmtes Vielfaches oder einen Bruchteil des Eigentums an einer Aktie. Sie werden üblicherweise von einer Bank in den USA emittiert, während die zugrundeliegenden Auslandsaktien gleichzeitig bei der Depotbank im Heimatland (z.B. Deutschland) verwahrt werden. Aus Sicht der ausländischen Investoren bestehen die Vorteile eines Handels mit ADRs anstelle von Aktien darin, dass es in den USA registrierte und an US-Börsen notierte Wertpapiere sind, die in US-Dollar gehandelt werden; die Dividendenzahlungen erfolgen ebenfalls in US-Dollar. Aus Sicht der Emittenten ist vorteilhaft, dass die Papiere genau den rechtlichen und institutionellen Anforderungen des US-amerikanischen Kapitalmarkts angepasst sind und eine international einheitliche Registrierung und Verwaltung von Aktien sehr aufwändig ist.

Es gibt verschiedene Formen von ADRs. Zunächst sind „Unsponsored ADRs“ von „Sponsored ADRs“ zu unterscheiden. Bis Anfang der 80er Jahre konnten Unsponsored ADRs ohne Beteiligung – eventuell sogar gegen den Willen – der Unternehmungen, um deren Aktien es sich han-

89 Vgl. hierzu auch Karoly 2003, S. 409 ff.

90 Vgl. zu ADRs ausführlich Gande 1997.

delte, von US-Banken emittiert und US-Investoren angeboten werden. Die SEC hat allerdings 1983 sehr restriktive Regelungen für die Ausgabe von „Un-sponsored ADRs“ erlassen, so dass seitdem praktisch nur noch ADR-Programme, die von den betroffenen ausländischen Unternehmen initiiert und finanziert sind, für den Börsenhandel zugelassen werden.

ADR-Programme sind auf verschiedene Marktsegmente gerichtet, die mit unterschiedlichen Anforderungen einhergehen: *ADR Level I* ermöglichen (wie im Falle der Un-sponsored ADRs) lediglich den Zugang zum freien Markt (*Over-the-Counter Market*); eine Zulassung zum Handel an Börsen (einschließlich der NASDAQ) ist damit nicht möglich. Der Vorteil dieses Marktsegments besteht aus Sicht ausländischer Unternehmen darin, dass sie von den Anforderungen des Securities Exchange Acts von 1934 ausgenommen sind; damit entfallen die Publizitätsanforderungen (US-GAAP-Jahresabschlüsse, 20-F-Berichte etc.) sowie alle anderen Anforderungen der SEC – also auch die Befolgung des Sarbanes-Oxley Acts. Erst ein *ADR Level II* berechtigt zu einer Notierung an einer US-Börse (auch: NASDAQ), und *ADR Level III* finden bei öffentlichen Neuemissionen von Wertpapieren Anwendung (*Public Offering*). Unternehmen, die ADR Level II oder Level III emittieren und damit die Zulassung zum amtlichen Handel an US-Börsen erlangen, unterliegen als Foreign Private Issuer in vollem Maße den Publizitäts- und sonstigen Anforderungen der SEC.

Eine weitere Form des Zugangs zum US-Kapitalmarkt besteht für ausländische Unternehmungen schließlich in sog. „*Private Placements*“, bei denen Wertpapiere ausschließlich an „qualifizierte institutionelle Investoren“ abgegeben werden.⁹¹ Derartige Transaktionen unterliegen der sogenannten Rule 144A, die von der SEC erlassen wurde, um ausländischen Emittenten einen erleichterten Zugang zum US-Kapitalmarkt zu bieten: Eine Registrierung der Wertpapiere bei der SEC ist nicht erforderlich; damit finden auch die sonst üblichen Publizitätsvorschriften der SEC keine Anwendung. Nachteilig ist aus Sicht der Unternehmen die Be-

91 Vgl. Glaum / Mandler 1996, S. 67.

schränkung des Anlegerkreises auf die Gruppe der qualifizierten institutionelle Investoren. Auch ein öffentlicher Sekundärhandel mit Rule-144A-Wertpapieren ist ausgeschlossen, die Papiere dürfen nur innerhalb der Gruppe der qualifizierten institutionellen Investoren wiederverkauft werden.

C. Kapitalmarkteffekte von Börsennotierungen im Ausland

Seit Ende der 80er Jahre sind zahlreiche empirische Studien durchgeführt worden, die sich mit unterschiedlichen Wirkungen von Zweitnotierungen von Aktien im Ausland auf die Aktienkurse der betreffenden Unternehmen beschäftigen (Bewertung, Renditen, Umsätze, Volatilität etc.). Die weitaus meisten dieser Untersuchungen basieren auf Daten für den US-Kapitalmarkt, d.h. auf den Notierungen von ausländischen Unternehmen an US-Börsen.

Während frühere empirische Studien zu Kapitalmarktreaktionen auf Zweitnotierungen an ausländischen Börsen zu uneinheitlichen Resultaten gelangten, wird der Bewertungseffekt von Cross Listings in der neueren Literatur überwiegend als positiv eingeschätzt. Eine Ereignisstudie von Knight und Pretty (2003), die auf Daten von 767 ADR-Programmen (334 börsennotierte und 433 Over-the-Counter Programme) über den Zeitraum von 1980 bis 2003 beruht, zeigt, dass die Aktienkurse der Unternehmen im Jahre nach einer Börsennotierung in den USA eine kumulierte risikoadjustierte abnormale Rendite von mehr als 10 % verzeichneten. Unternehmen, die ein Level-I-Programm auflegen, das zum Handel im Over-the-Counter Markt qualifiziert, erzielen etwas geringere Kurszuwächse. Positive Kurseffekte von etwa 15 % werden erreicht, wenn Level-I ADR-Programme zu vollwertigen Börsennotierungen (Level-II oder Level-III ADR) aufgestockt werden. Dieser Kursanstieg von Aktien, die in den USA bereits im Freihandel zugänglich waren, kann damit erklärt werden, dass nur mit der Registrierung von Level-II oder Level-III ADR-Programmen ein Handel an organisierten Börsen (NYSE, NASDAQ etc.) möglich ist und sich die Unternehmen zugleich zur Übernahme der US-amerikanischen Publizitätspflichten verpflichten und der Aufsicht durch

die US-Börsenaufsicht unterwerfen. Konsistent mit diesen Ergebnissen wurden starke Kursrückgänge von 20 bis 25 % beobachtet, wenn Unternehmen ihre US-Programme von vollwertigen Börsennotierungen (ADR Level II und III) zu Notierungen im Freihandel (ADR Level I) zurückstufen oder die US-Zweitnotierung ihrer Aktien völlig beendeten.

Eine andere aktuelle und sehr umfangreiche Studie von Doidge, Karolyi und Stulz (2005) zeigt, dass Unternehmen mit einer Zweitnotierung ihrer Aktien in den USA am Kapitalmarkt höher bewertet sind als Unternehmen ohne ein US-Börsenlisting. Die Studie basiert auf Daten der Jahre 1997 bis 2004 für Unternehmen aus 40 Ländern. Für 2004 werden insgesamt 9.250 Unternehmen erfasst, von denen 1.061 über eine Präsenz am US-Kapitalmarkt verfügen (Börsennotierung, Freihandel über ADR Level I und Privatplatzierungen nach Rule 144a). Das sogenannte Tobin q der Unternehmen, vereinfacht dargestellt als Quotient aus Marktwert und Buchwert des gesamten Unternehmensvermögens, liegt zum Jahresende 2004 für die in den USA gelisteten Unternehmen bei 1,53, während der Wert für die nicht in den USA gelisteten Unternehmen nur 1,39 beträgt. Die Differenz, die sogenannte *Cross Listing Premium*, beträgt somit 0,14 oder 10,1 %. Die Prämie unterliegt im Zeitablauf gewissen Schwankungen, sie ist allerdings für das Gesamtsample aller Unternehmen aus allen Ländern in allen betrachteten Jahren von 1997 bis 2004 positiv. Bei einer differenzierten Betrachtung erhalten die Autoren für einzelne Länder in bestimmten Jahren eine negative Differenz zwischen den Tobin- q -Werten von in den USA gelisteten und nicht in den USA gelisteten Unternehmen, also ein *Cross Listing Discount*. Für die überwiegende Zahl der Länder wird jedoch eine Prämie ermittelt; für deutsche Unternehmen ergeben sich in allen Jahren positive Differenzen. Bedeutsam ist, dass die *Cross Listing Premium* für Unternehmen, die an einer offiziellen Börse notiert sind, weit höher sind als für Unternehmen, die nur am Freihandel teilnehmen oder ihre Aktien über Privatplatzierungen an institutionelle Investoren begeben. Doidge, Karolyi und Stulz (2005) prüfen auch, ob die Cross-Listing-Differenzen auf unternehmensspezifischen Eigenschaften beruhen; auch bei Berücksichtigung entsprechender Kontrollvariablen (Unternehmensgröße, Wachstum, Branche) ergibt sich für in den USA

börsennotierte Unternehmen eine signifikante *Cross Listing Premium*. Trotz dieser Tests muss allerdings offen bleiben, ob die ermittelten Prämien wirklich ursächlich auf die Zweitnotierungen in den USA zurückgeführt werden können. Es kann nämlich nicht ausgeschlossen werden, dass – auch unter Berücksichtigung der genannten Kontrollvariablen – systematisch höher bewertete Unternehmen ein Zweitlisting in den USA anstreben und die *Cross Listing Premia* damit durch einen „Selbstselektionsprozess“ hervorgerufen werden.

Weitere empirische Studien deuten darauf hin, dass Zweitnotierungen im Ausland, insbesondere Notierungen ausländischer Unternehmen an US-Börsen, sich tendenziell positiv auf die längerfristigen Kapitalkosten der betreffenden Unternehmen auswirken, mit einem Anstieg der Liquidität der betreffenden Aktien einhergehen (höhere Umsätze, engere Geld-Brief-Spannen),⁹² eine größere Zahl an Finanzanalysten anziehen und den Analysten zudem – vermutlich infolge der intensiveren Publizitätspflichten – eine präzisere Schätzung von erwarteten Gewinnen ermöglichen.⁹³

D. US-Börsennotierungen deutscher Unternehmen unter dem Eindruck des Sarbanes-Oxley Acts: Befragungsergebnisse

1. Ziele der US-Börsennotierungen

Im Folgenden werden die Ergebnisse unserer Befragung zu den US-Börsennotierungen dargestellt und diskutiert. Wir erörtern zunächst, welche Ziele die deutschen Unternehmen mit ihren Zweitnotierungen an US-Börsen verfolgen haben und in welchem Maße sie diese Ziele erreichen konnten.

Wir baten die Unternehmensvertreter, die Bedeutung unterschiedlicher Ziele für die US-Börsennotierungen ihrer Unternehmen auf einer fünfwertigen Skala von „keine Bedeutung“ (=0) bis „sehr große Bedeutung“

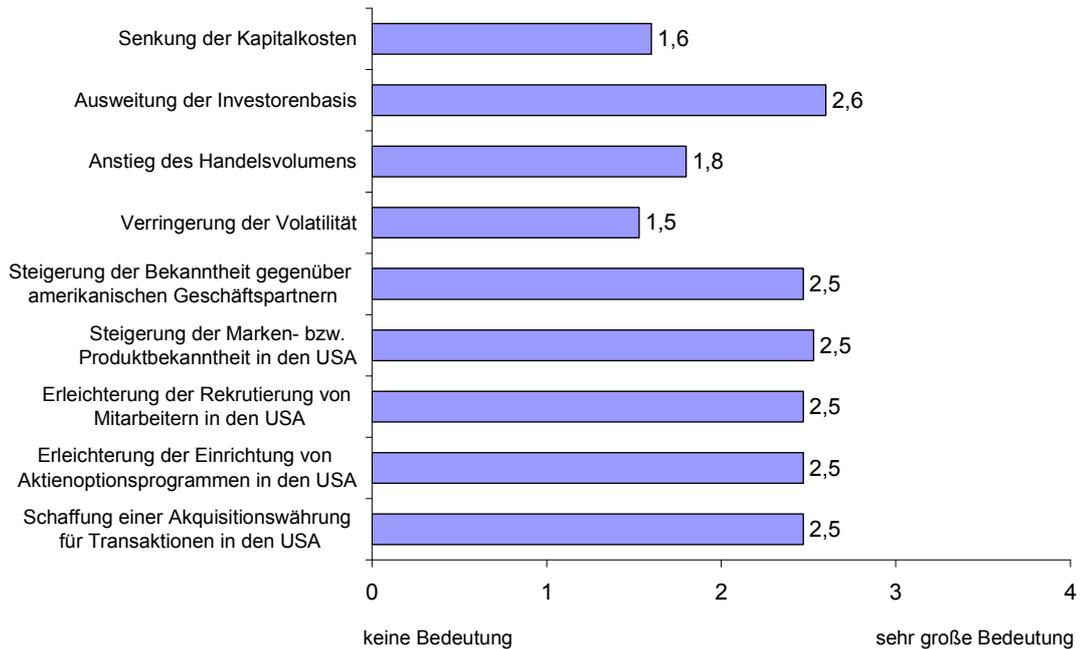
92 Vgl. hierzu die Literaturübersichten bei Glaum / Mandler 1996, S. 56-58, bei Karolyi 1998 sowie – zur neueren Literatur – bei Board et al. 2004.

93 Vgl. hierzu Lang et al. 2002; siehe zum Zusammenhang zwischen Auslandslistings einerseits und Rechnungslegung und Offenlegung andererseits auch Leuz 2003.

(=4) anzugeben. Die Antworten wurden anschließend zu durchschnittlichen Bewertungen aggregiert. Die Ziele wurden im Fragebogen untergliedert in (i) das Ziel der Senkung der Kapitalkosten, in (ii) daraus abgeleitete finanzwirtschaftliche (Teil-) Ziele und (iii) in nicht-finanzwirtschaftliche Ziele.

Abbildung 16 ist zu entnehmen, dass die Unternehmensvertreter dem übergeordneten Ziel der Reduzierung von Kapitalkosten im Hinblick auf die Listings ihrer Unternehmen am US-amerikanischen Kapitalmarkt deutlich weniger Bedeutung beimessen, als dies erwartet werden könnte. Der durchschnittliche Zustimmungswert liegt bei nur 1,60. Im Einzelnen verbergen sich hinter dem Durchschnittswert von 1,60 sehr heterogene Beurteilungen: Ein Unternehmensvertreter gab an, das Ziel der Senkung der Kapitalkosten sei im Hinblick auf die US-Börsennotierung seines Unternehmens von sehr großer Bedeutung; jeweils drei Befragungsteilnehmer maßen dem Ziel große bzw. einige Bedeutung zu; fünf Führungskräfte urteilten, das Ziel sei für die US-Börsennotierung von geringer Bedeutung, und für drei Unternehmen war das Ziel sogar bedeutungslos. Dieser Befund steht in deutlichem Widerspruch zur Literatur, in der allgemein angenommen wird, dass das Ziel der Reduzierung der Kapitalkosten für die Zweitnotierungen von Unternehmen an ausländischen Börsen von sehr großer Bedeutung ist.

Abbildung 16: Bedeutung unterschiedlicher Ziele für US-Börsennotierungen



Weiterhin wird in der wissenschaftlichen Literatur zu Auslandsnotierungen (und in unserem Fragebogen) unterstellt, dass verschiedene weitere finanzwirtschaftliche oder nicht-finanzwirtschaftliche Ziele in einer Mittel-Zweck-Beziehung zum übergeordneten Ziel der Reduzierung der Kapitalkosten stehen. Wir baten die Untersuchungsteilnehmer, die Bedeutung von drei weiteren finanzwirtschaftlichen Zielen und fünf nicht-finanzwirtschaftlichen Zielen zu beurteilen (siehe Abbildung 16).

Das Ziel der Ausweitung der Investorenbasis wird von der überwiegenden Mehrzahl der Teilnehmer als bedeutsam für US-Börsennotierungen angesehen; der Mittelwert von 2,60 ist der höchste Durchschnittswert über alle Ziele. Darin kann allerdings ein gewisser Widerspruch zur vergleichsweise niedrigen Beurteilung des Ziels der Kapitalkostensenkung gesehen werden, da die Ausweitung der Investorenbasis, wie zuvor erläutert, in der Literatur meist nicht als Ziel per se, sondern als Mittel zur Reduzierung der Kapitalkosten verstanden wird. Das zweite finanzwirtschaftliche Teilziel, der Anstieg des Handelsvolumens, wurde von den Unternehmensvertretern mit einem Durchschnittswert von 1,80 als eini-

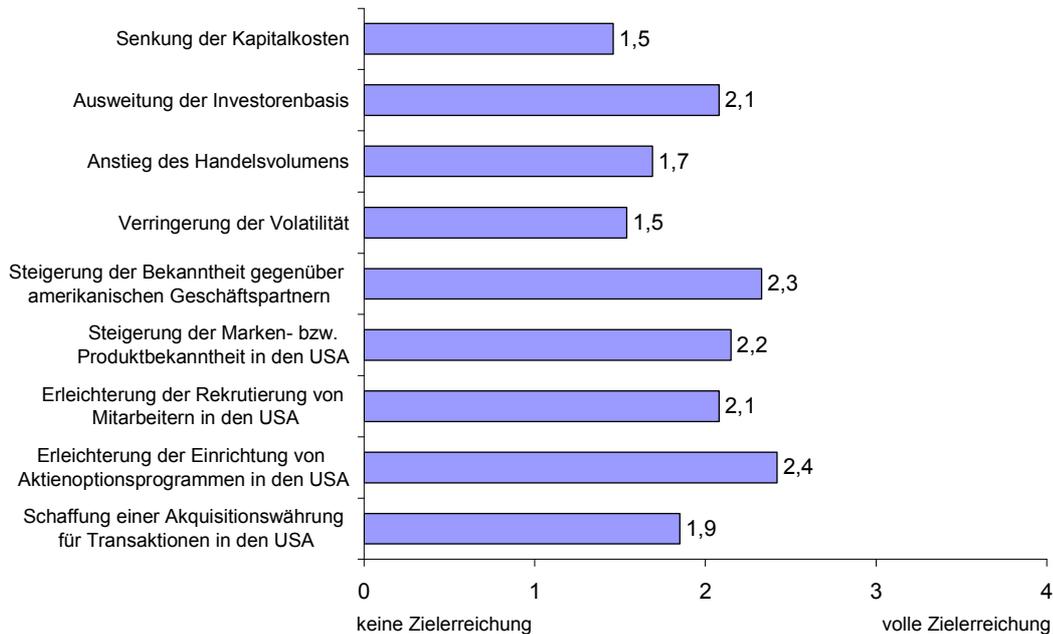
germaßen bedeutsam, das Ziel der Verringerung der Volatilität des Aktienkurses mit einer Beurteilung von 1,53 als eher nachrangig angesehen.

Im Vergleich zu den finanzwirtschaftlichen Zielen erhalten die nicht-finanzwirtschaftlichen Ziele für die Börsennotierungen in den USA von den Unternehmensvertretern höhere Bewertungen (siehe Abbildung 16). Vier der fünf von uns vorgegebenen Ziele wurden mit durchschnittlichen Werten von 2,47 beurteilt, das Ziel der Steigerung der Marken- bzw. Produktbekanntheit erhielt den Wert 2,53.

Interessanterweise decken sich die Ergebnisse unserer Befragung sehr genau mit den Ergebnissen einer Studie von Fatemi / Rad (1996). Fatemi und Rad befragten Vertreter von an ausländischen Börsen notierten niederländischen Unternehmen nach den Motiven ihrer Auslandslistings. Auch hier gab nur eine Minderheit von 43 % der Untersuchungsteilnehmer an, dass finanzwirtschaftliche Motive den Ausschlag für die Notierung gegeben hätten. Das wichtigste finanzwirtschaftliche Motiv war – wie bei den von uns befragten deutschen Unternehmen – das Ziel der Ausweitung der Investorenbasis. Die Mehrzahl der Unternehmensvertreter gab an, nicht-finanzwirtschaftliche Ziele seien die wichtigsten Argumente für das Listing an ausländischen Börsen gewesen, und im Einklang mit unseren Befunden standen auch bei den niederländischen Unternehmen die Ziele der Förderung des Absatzes sowie des Bekanntheitsgrads und des Unternehmensimages im Vordergrund.⁹⁴

94 Vgl. Fatemi / Rad 1996, S. 353.

Abbildung 17: Erreichung der Ziele für US-Börsennotierungen



Wir wollten von den Unternehmensvertretern auch wissen, in welchem Ausmaß es ihnen gelungen ist, die mit ihren US-Börsennotierungen angestrebten Ziele zu erreichen. Den Befragungsteilnehmern wurde dazu der gleiche Zielkatalog wie bei dem zuvor diskutierten Fragenkomplex vorgelegt, und sie wurden gebeten, auf einer fünfteiligen Skala anzugeben, in welchem Maße die Ziele jeweils erreicht wurden (keine Zielerreichung = 0 bis vollständige Zielerreichung = 4). Die aggregierten Beurteilungen sind in Abbildung 17 dargestellt. (Anzumerken ist, dass diese Frage von zwei Unternehmen nicht beantwortet wurde, die Durchschnittswerte in Abbildung 17 beziehen sich folglich auf eine Datenbasis von 13 Unternehmen.)

Die durchschnittlichen Zielerreichungsgrade sind über alle angegebenen Ziele hinweg eher niedrig. Insbesondere ist es den deutschen Unternehmen den Aussagen unserer Befragungsteilnehmer zufolge nicht gelungen, durch eine Notierung ihrer Aktien an US-Börsen ihre Kapitalkosten zu senken. Der Durchschnittswert der Zielerreichung liegt bei nur 1,46; dieser Wert ist der geringste über alle vorgegebenen Ziele (siehe Abbil-

dung 17).⁹⁵ Das Ziel der Ausweitung der Investorenbasis erreicht mit 2,08 einen mittleren Zielerreichungsgrad; die Erreichung der beiden weiteren finanzwirtschaftlichen Teilziele, Anstieg des Handelsvolumens und Verringerung der Volatilität, wird mit 1,69 und 1,54 eher negativ beurteilt. Im Vergleich dazu beurteilen die Führungskräfte die Erreichung der nicht-finanzwirtschaftlichen Ziele etwas positiver; mit Ausnahme des Ziels der Schaffung einer Akquisitionswährung (Durchschnittswert: 1,85) liegen die durchschnittlichen Beurteilungen über dem mittleren Wert von 2,0. Das Ziel der Steigerung der Mitarbeitermotivation durch Aktienoptionsprogramme erreicht den höchsten Zielerreichungswert von 2,42.

Die Ergebnisse unserer Befragung zur Bedeutung und zur Erreichung der finanzwirtschaftlichen Ziele von US-Börsennotierungen stehen im Kontrast zu der positiven Beurteilung von Auslandsnotierungen in der jüngeren empirischen Literatur. Wie im vorangegangenen Abschnitt dargelegt, deuten die jüngeren Kapitalmarktstudien darauf hin, dass Auslandsnotierungen im Durchschnitt durchaus zu positiven Kapitalmarktreaktionen führen (positive abnormale Renditen, höhere Bewertungen, bessere Liquidität etc.). Eine detaillierte Betrachtung der Befragungsergebnisse zeigt, dass die Beurteilung der Zielerreichung durch die Teilnehmer stark variiert. Während drei Unternehmensvertreter angeben, dass beinahe alle finanzwirtschaftlichen Ziele von ihren Unternehmen völlig verfehlt wurden, beurteilen zwei andere Führungskräfte die Kapitalmarktwirkung der US-Börsenlistings überaus positiv. Relativierend mag schließlich angemerkt werden, dass es für die Unternehmensvertreter schwierig sein dürfte, die möglicherweise sehr feinen und komplexen Effekte der Auslandslistings auf die Kurse ihrer Aktien im täglichen Unternehmens- und Kapitalmarktgeschehen zuverlässig wahrzunehmen.

95 Anzumerken ist, dass die Befragungsteilnehmer dem Ziel der Senkung der Kapitalkosten in unserer Befragung keine besondere Bedeutung beigemessen haben (siehe oben, Abbildung 16). Insofern könnte eventuell argumentiert werden, der niedrige Zielerreichungsgrad sei (auch) auf die eher niedrige Erwartungshaltung der Unternehmen zurückzuführen.

2. Bedeutung ausländischer Aktionäre und Umsätze an US-Börsen

Im Rahmen unserer Untersuchung wurden die Unternehmen auch gebeten anzugeben, welche Anteile ausländische Aktionäre – und speziell US-amerikanische Anleger – am Eigenkapital ihrer Unternehmen halten. Derartige Informationen werden von den Unternehmen in bestimmten Zeitabständen im Rahmen von Aktionärsbefragungen ermittelt.⁹⁶ Die entsprechenden Fragen waren im Fragebogen offen formuliert; die Antworten wurden anschließend kategorisiert. Die Ergebnisse sind in Abbildung 18 zusammengefasst.

Bei einem der Unternehmen liegt der Anteil ausländischer Anleger bei nur 10 %. In allen anderen Fällen sind die Auslandsanteile am Eigenkapital weit höher, der zweitniedrigste Wert liegt bei 30 %. Insgesamt liegt die entsprechende Quote bei vier Unternehmen zwischen 30 und 39,9 %. Bei fünf Unternehmen besitzen ausländische Investoren 40 bis 49,9 % des Aktienkapitals; bei drei weiteren Unternehmen befinden sich 50 bis 59,9 % des Eigenkapitals in ausländischem Eigentum. In einem Unternehmen beträgt die Quote 75 % und in einem weiteren Unternehmen sogar 85 %. Fünf der 15 Unternehmen befinden sich somit mehrheitlich im Eigentum ausländischer Investoren.

96 Die Eigentumsverhältnisse von Publikumsaktiengesellschaften können sich allerdings auch kurzfristig und ohne genaue Kenntnis der Unternehmen verändern. Die Angaben der Unternehmen entsprechen daher möglicherweise nicht mehr dem aktuellen Stand. Zu den Aktionärsstrukturen deutscher Großunternehmen siehe auch DAI / Börsen-Zeitung 2005.

Abbildung 18: Anteil ausländischer Aktionäre am Eigenkapital der Unternehmen

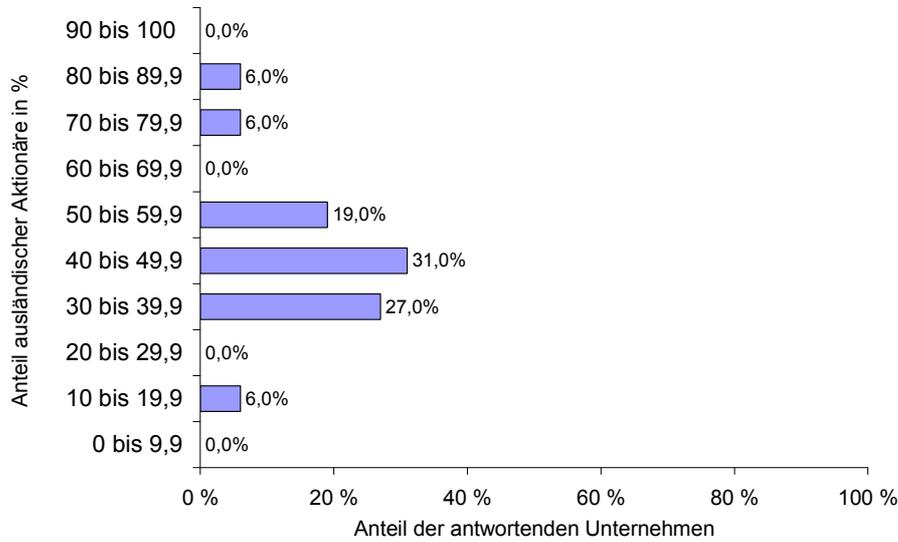
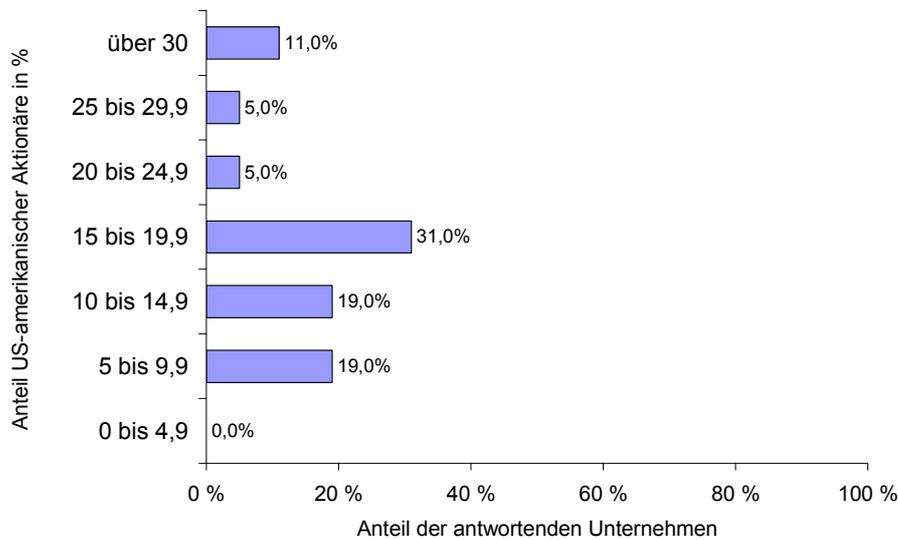


Abbildung 19: Anteil US-amerikanischer Aktionäre am Eigenkapital der Unternehmen

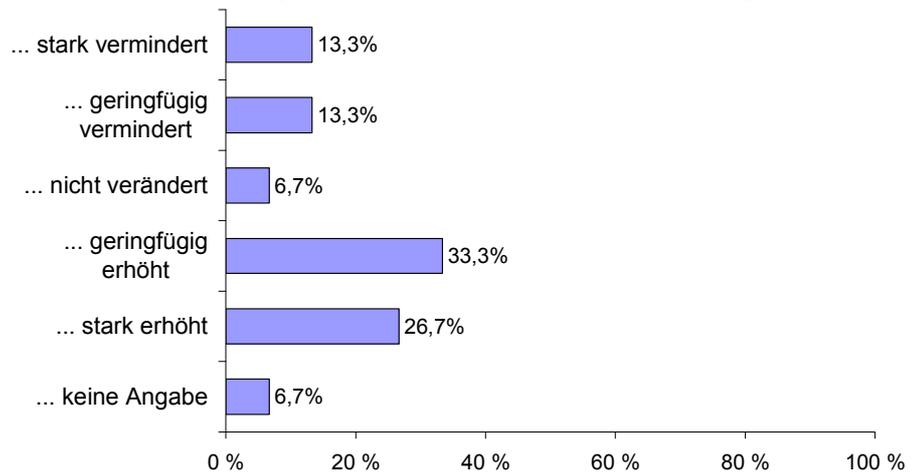


In Abbildung 19 ist dargestellt, welche Anteile US-amerikanische Anleger am Aktienkapital der an der Befragung teilnehmenden Unternehmen halten. Bei den meisten Unternehmen liegt der Anteil der US-amerikanischen Anleger zwischen 5 und 20 %. Bei zwei Unternehmen liegt der Anteil zwischen 20 und 30 %, und in einem Fall zwischen 30 und 40 %.

Im vorangegangenen Abschnitt wurde deutlich, dass aus Sicht der Unternehmen ein wesentliches Ziel der US-Auslandsnotierungen in der Verbreiterung der Aktionärsbasis besteht. Um genauer zu überprüfen, in welchem Maße dieses Ziel erreicht werden konnte, baten wir die Unternehmensvertreter anzugeben, ob sich der Anteil ausländischer Anleger seit dem Zeitpunkt der Notierung der betreffenden Aktie an der NYSE bzw. der NASDAQ erhöht hat. Die Antworten sind in Abbildung 20 zusammengefasst. In vier Unternehmen (26,6 %) hat sich der Anteil der ausländischen Unternehmen seit der Aufnahme der US-Auslandsnotierung stark erhöht, in fünf Unternehmen (33,3 %) wurde eine geringe Erhöhung verzeichnet. In einem Unternehmen veränderte sich die Bedeutung ausländischer Anleger nicht. Interessanterweise ging der Anteil ausländischer Investoren in vier Unternehmen (26,6 %) sogar zurück, davon in zwei Fällen sogar stark. Ein Unternehmen machte keine Angaben zu dieser Frage.

Abbildung 20: Veränderung des Anteils ausländischer Aktionäre am Eigenkapital seit Aufnahme der US-Notierung

Der Anteil ausländischer Aktionäre am Eigenkapital der Unternehmen hat sich seit der Notierung der Aktien an der New York Stock Exchange ...



Insgesamt hat sich der Anteil ausländischer Aktionäre am Aktienkapital der Unternehmen somit in den vergangenen Jahren tendenziell erhöht. Allerdings lassen sich aus diesen Angaben keine direkten Aussagen über

den Nutzen der US-Börsennotierungen ableiten. Dies wurde zum Teil auch von den Befragungsteilnehmern in erläuternden Kommentaren betont. Vielmehr sind die Veränderungen der Aktionärsstrukturen vor dem Hintergrund einer in den vergangenen 10 bis 15 Jahren stark angestiegenen internationalen Portfolio-Diversifikation der Anleger in den wichtigen Industriestaaten zu sehen.⁹⁷

Um die Bedeutung der US-Börsennotierung für den Handel mit Aktien besser einschätzen zu können, haben wir für die an der NYSE notierten deutschen Unternehmen Umsatzdaten im Xetra-Handelssystem der Deutschen Börse und Umsatzdaten an der NYSE für das Jahr 2004 miteinander verglichen.⁹⁸ In Tabelle 6 sind in der ersten und der zweiten Datenspalte die durchschnittlichen täglichen Umsätze der Aktien im Xetra-Handelssystem und an der NYSE dargestellt. In Spalte (4) ist die Summe der durchschnittlichen Tagesumsätze über diese beiden Handelsplätze gebildet. Spalte (5) zeigt den Anteil der Umsätze an der NYSE an der Summe der Umsätze, die in Xetra und an der US-amerikanischen Börse insgesamt erzielt werden.

97 Vgl. hierzu ausführlich Szczecki 2002; siehe auch Stulz 2005.

98 Xetra ist ein von der Deutsche Börse AG bereitgestelltes elektronisches Handelssystem, an das insgesamt 350 Banken und Wertpapierhandelshäuser in Deutschland und in anderen europäischen Ländern angeschlossen sind. Über 90 % des Handels mit deutschen Aktien und etwa 95 des Handels mit DAX-Werten wird über Xetra abgewickelt. Vgl. Deutsche Börse AG 2003.

Tabelle 6: Umsätze deutscher Unternehmen im Xetra-Handelssystem der Deutschen Börse AG und an der New York Stock Exchange

	Durchschnittliche tägliche Umsätze 2004 Xetra [in Mio. Euro]	Durchschnittliche tägliche Umsätze 2004 NYSE [in Mio. Euro]	Summe der durchschnittlichen täglichen Umsätze 2004 Xetra, NYSE [in Mio. Euro]	Anteil der Umsätze an der NYSE an der Summe von Xetra und NYSE
	(1)	(2)	(3)=(1)+(2)	(4)=(2)/(3)
Allianz AG	230,441	2,202	232,644	0,95%
Altana AG	26,578	0,371	26,949	1,38%
BASF AG	121,728	3,227	124,956	2,58%
Bayer AG	88,690	3,031	91,721	3,30%
DaimlerChrysler AG	178,913	19,551	198,464	9,85%
Deutsche Bank AG	261,032	6,691	267,724	2,50%
Deutsche Telekom AG	299,554	8,893	308,448	2,88%
E.ON AG	172,914	2,591	173,789	0,50%
Epcos AG	9,169	0,085	9,254	0,92%
Fresenius Medical Care AG ¹⁾	16,759	0,763	17,521	4,35%
Infineon Technologies AG	112,346	7,951	120,297	6,61%
Pfeiffer Vacuum Techn. AG	0,470	0,036	0,506	7,21%
SAP AG	190,060	52,814	242,874	21,74%
Schering AG	52,211	1,710	53,921	3,17%
SGL Carbon AG	2,989	0,062	3,051	2,05%
Siemens AG	288,786	10,479	299,265	3,50%

*Quelle: Reuters, Angaben der Unternehmen, eigene Berechnungen.
) In die Auswertung wurden sowohl Stamm- als auch Vorzugsaktien einbezogen.

Man erkennt, dass die Aktienumsätze an der NYSE für die meisten deutschen Unternehmen nur eine geringe Bedeutung aufweisen. Die Anteile an der Summe aus Xetra- und US-Börsenumsätzen liegt bei drei Unternehmen unter 1 %; in neun weiteren Fällen liegen die US-Umsätze zwischen 1 unter 5 %. Höhere Umsatzanteile in den USA verzeichnen lediglich die Aktien von Infineon Technologies AG (6,61 %), Pfeiffer Vacuum Technology AG (7,21 %), DaimlerChrysler AG (9,85 %) und SAP AG (21,74 %). Insgesamt bestätigen die Daten die Aussagen empirischer Studien, denen zufolge bei Zweitnotierungen von Aktien im Ausland an den ausländischen Börsen in den meisten Fällen kein größeres Umsatzvolumen verzeichnet wird. Dies wird damit erklärt, dass es die ausländischen institutionellen Investoren vorziehen, ihre Transaktionen am liquideren inländischen Heimatmarkt des betreffenden Unternehmens auszuführen.

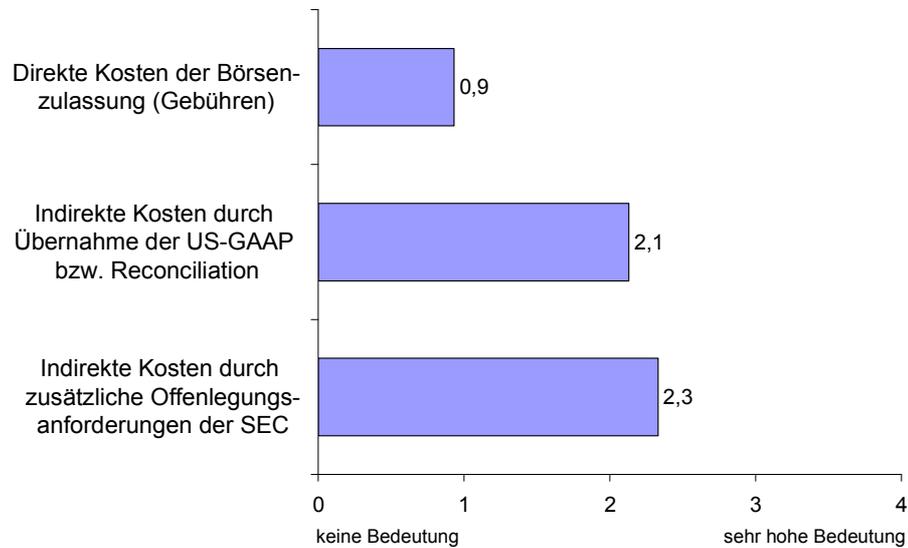
3. Kosten von US-Börsennotierungen und Diskussion um „Delisting“ und „Deregistrierung“

Wie in Abschnitt V. A erläutert, sind Zweitnotierungen von Aktien im Ausland mit Kosten verbunden. Im Rahmen unserer Befragung wurden die Unternehmensvertreter gebeten anzugeben, welche Bedeutung unterschiedlichen Kostenkategorien bei ihren Entscheidungen für ein Listing in den USA beigemessen wurde (0 = keine Bedeutung; 4 = sehr große Bedeutung). Gefragt wurde nach der Bedeutung der direkten Kosten der Börsenzulassung, der indirekten Kosten aus der Übernahme der US-GAAP-Rechnungslegung für die Konzernjahresabschlüsse sowie der indirekten Kosten, die aus den zusätzlichen Anforderungen der SEC an die Unternehmenspublizität resultieren.

Die aggregierten Antworten sind in Abbildung 21 zusammengefasst. Die überwiegende Mehrzahl der Unternehmen gab an, den direkten Kosten der Börsenzulassung, also insbesondere den Gebühren der Börsen, bei ihren Entscheidungen über eine US-Börsennotierung eine sehr geringe Bedeutung beigemessen zu haben (durchschnittlicher Zustimmungswert 0,93). Im Einklang mit den Ergebnissen früherer Untersuchungen⁹⁹ wurden die indirekten Kosten als weitaus bedeutsamer bezeichnet. Mit Zustimmungswerten von 2,13 bzw. 2,33 wurde beiden indirekten Kostenkategorien eine große Bedeutung beigemessen. Interessanterweise wurden die Kosten der zusätzlichen SEC-Offenlegungsanforderungen als noch schwerwiegender eingestuft als die Kosten der Übernahme der US-GAAP.

99 Siehe z.B. Mittoo 1992, Fanto / Karmel 1997.

Abbildung 21: Bedeutung unterschiedlicher Kosten bei Entscheidung über US-Börsennotierung



Durch den Sarbanes-Oxley Act, insbesondere durch die Anforderungen von Section 404 Sarbanes-Oxley Act, werden den in den USA gelisteten Unternehmen erhebliche zusätzliche regulatorische Belastungen aufgebürdet. Wie im vorangegangenen Teil IV der Studie im Einzelnen dargestellt, belaufen sich die Kosten für die Einrichtung, Dokumentation und Prüfung der internen Kontrollsysteme nach Section 404 Sarbanes-Oxley Act in den betroffenen deutschen Unternehmen im Durchschnitt auf etwa 7,1 Mio. Euro, in einzelnen Fällen dürften die Kosten noch erheblich über unseren sehr vorsichtigen Schätzwerten liegen. Zwar ist davon auszugehen, dass diesen Kosten auch Verbesserungen im Finanzberichtswesen und in der Corporate Governance der Unternehmen insgesamt gegenüberstehen. Auch Vertreter großer Wirtschaftsprüfungsgesellschaften weisen in Gesprächen darauf hin, dass sich die „SOX-404-Projekte“ spürbar positiv auf die Qualität der Rechnungslegung der Unternehmen auswirken.¹⁰⁰ Wie zuvor dokumentiert (siehe Teil III, Abschnitt D), beurteilen die

¹⁰⁰ Wie zuvor bereits erwähnt, bestätigten auch Teilnehmer einer Untersuchung des *Financial Executive Institute* in den USA, dass die Vorschriften zur Einrichtung, Überprüfung und Dokumentation von finanzberichtsbezogenen internen Kontrollsystemen eine genauere und verlässlichere Berichterstattung der Unternehmen sowie einen Anstieg des Investorvertrauens bewirken; vgl. FEI 2005.

Führungskräfte der betroffenen Unternehmen die Maßnahmen des Sarbanes-Oxley Acts jedoch sehr kritisch; ihrer Auffassung zufolge überwiegen die Kosten eindeutig die zu erwartenden Vorteilen.

Es ist offenkundig, dass sich mit den erheblichen zusätzlichen Belastungen infolge des Sarbanes-Oxley Acts das gesamte Kosten-Nutzen-Kalkül der Unternehmen in Bezug auf ihre US-Listings verschiebt. Insbesondere für Unternehmen, deren Aktien nur in geringem Umfang an der NYSE gehandelt werden und die auch ansonsten die Ziele ihrer US-Börsennotierung nicht erreichen konnten, ist der Sarbanes-Oxley Act daher ein Anlass, über die Möglichkeiten eines „Rückzugs“ von der Wall Street nachzudenken. In den Worten der *Financial Times*:

„A growing groundswell of European companies are considering delisting from the US in response to what they see as the onerous burden of Sarbanes-Oxley.“¹⁰¹

In diesem Zusammenhang ist auch zu bedenken, dass viele der US-Notierungen in der Phase der Börseneuphorie Ende der 1990er und Anfang der 2000er Jahre vorgenommen wurden. Mit dem allgemeinen Kursrückgang an den Börsen sind die Erwartungen gesunken, die in die US-Zweitnotierungen gesetzt werden. Und schließlich ist der Nutzen von Auslandsnotierungen, wie schon erwähnt, angesichts der Liberalisierung der wichtigen nationalen Kapitalmärkte und des Rückgangs der Informations- und Transaktionskosten im Zeitalter des Internet und der elektronischen Börsen insgesamt zurückgegangen. Deutsche Unternehmen haben daher in jüngerer Zeit zahlreiche Zweitnotierungen an europäischen Börsen sowie an der Tokioter Börse aufgegeben (umgekehrt haben aus den gleichen Gründen auch zahlreiche ausländische Unternehmen ihre Zweitnotierungen an der Frankfurter Börse beendet.¹⁰²).

101 Tassel / Parker 2004, S. 22. Siehe auch Epstein 2005, S. A10. Nach Angaben in der Wirtschaftspresse stellen zahlreiche Unternehmen vor allem in Frankreich, Großbritannien und Deutschland entsprechende Überlegungen an. Einem Bericht der *Financial Times* zufolge strebt mehr als die Hälfte der deutschen in den USA notierten Unternehmen ein Delisting an; vgl. Jenkins, 2004, S. 1. Vgl. auch FAZ vom 13. November 2004, S. 21; FAZ vom 28. Dezember 2004, S. 13.

102 Vgl. FAZ v. 21. September 2005, FAZ v. 24. September 2005.

Im Hinblick auf einen Rückzug vom US-Kapitalmarkt ist zu unterscheiden zwischen dem „Delisting“ von der betreffenden US-Börse und der „Deregistrierung“, d.h. der Befreiung von den Publizitätspflichten und den sonstigen Anlegerschutzvorschriften nach dem US-amerikanischen Kapitalmarktrecht, einschließlich der Befolgung des Sarbanes-Oxley Acts.¹⁰³ Die beiden Vorgänge sind miteinander verknüpft, da der Handel von Wertpapieren an organisierten US-Börsen gemäß Section 12 (a) und (b) Securities Exchange Act zwingend eine Registrierung bei der SEC voraussetzt. Das Delisting von einer US-amerikanischen Börse ist gemäß Section 12(d) Securities Exchange Act relativ problemlos möglich. Voraussetzung ist ein Beschluss des Vorstands des Unternehmens, eine Mitteilung an die betreffende Börse (ggf. die Erfüllung weiterer börsenspezifischer Anforderungen) sowie ein Antrag an die SEC gemäß Rule 12d2-2(d). Dieser Antrag wird von der SEC veröffentlicht; erfolgt innerhalb einer Frist von 21 Tagen kein Widerspruch von Anlegern, genehmigt die SEC das Delisting.¹⁰⁴

Die Bedingungen für eine Entlassung aus den umfangreichen Berichtspflichten der SEC (Deregistrierung) sind demgegenüber so restriktiv ausgelegt, dass sie – außer im Falle des *Going Private*, also des völligen Rückzugs von der Börse – von großen, international tätigen Unternehmen faktisch nicht erfüllt werden können. Um die Deregistrierung zu erlangen, muss ein Emittent gemäß SEC Rule 12g-4(a)(2) oder SEC Rule 12g-4(a)(1) nachweisen, dass weniger als 300 Aktionäre des Unternehmens ihren Wohnsitz in den USA haben. Für Unternehmen mit einer Bilanzsumme von kleiner 10 Mio. US-Dollar ist die entsprechende Anzahl 500 Anleger. Bei der Feststellung der Anlegerzahl genügt es nicht, die registrierten Anleger in die Beurteilung mit einzubeziehen. Vielmehr ist das Unternehmen verpflichtet, weltweit Auskünfte bei Finanzintermediären einzuholen. Und selbst wenn der Nachweis der geringen US-Anlegerzahl gelingt und eine Deregistrierung erfolgt, können die Regi-

103 Vgl. zu den Vorschriften für ein Delisting und eine Deregistrierung genauer DAI 2004, S. 21-26.

104 Vergleiche hierzu auch DAI 2005, S. 57f.

strierung und damit die Offenlegungspflichten zu einem späteren Zeitpunkt wiederaufleben, wenn der SEC ein erneutes Überschreiten der kritischen Anlegerzahlen bekannt wird.

Die US-amerikanischen Deregistrierungs-Regelungen werden in jüngerer Zeit auf wirtschaftspolitischer Ebene und in der Wirtschaftspresse intensiv diskutiert. Die zuvor skizzierten Regelungen, die gemäß der generellen Ausrichtung des amerikanischen Kapitalmarktrechts dem Schutz der Anleger gelten sollen, werden von den betroffenen ausländischen Unternehmen, die eine Deregistrierung erwägen, als unverhältnismäßig angesehen.¹⁰⁵ Deutsche und andere europäische Unternehmen sowie Interessenverbände, Politiker und Vertreter der Europäischen Kommission haben sich der US-Börsenaufsicht SEC gegenüber für eine Lockerung der Regelungen ausgesprochen. Darüber hinaus wurden der SEC konkrete Änderungsvorschläge unterbreitet. So hatten mehrere europäische Verbände, darunter der Bundesverband der Deutschen Industrie und das Deutsche Aktieninstitut, im Februar 2004 vorgeschlagen, die bisherige Grenze von 300 US-amerikanischen Anlegern durch eine Umsatzschwelle zu ersetzen.¹⁰⁶ Eine Deregistrierung sollte demzufolge möglich sein, wenn

„das ausländische Unternehmen mindestens zwei Jahre an einer US-amerikanischen Börse notiert war, weniger als fünf Prozent des globalen Börsenumsatzes der betreffenden Aktie im letzten Geschäftsjahr in den Vereinigten Staaten gemacht wurden und ein Haupthandelsmarkt mit mindestens 55 Prozent des Gesamtumsatzes außerhalb der Vereinigten Staaten besteht.“¹⁰⁷

Wie die Gegenüberstellung der Aktienumsätze in New York und im Xetra-System in Tabelle 6 zeigt, stünde nach einer solchen Regelung den meisten deutschen Unternehmen eine Deregistrierung offen. Der Vor-

105 Eine Studie des Deutschen Aktieninstituts aus dem Jahr 2004, die sich ebenfalls mit der Einstellung deutscher Unternehmen gegenüber den derzeitigen Regelungen der Deregistrierung beschäftigt, kommt zu ähnlichen Ergebnissen. 12 der insgesamt 15 Untersuchungsteilnehmer gaben an, die Regelungen für unangemessen zu halten; kein Unternehmen hielt die Regelungen für angemessen. DAI 2004, S. 28.

106 Vergleiche hierzu DAI 2005, S. 63ff.

107 DAI 2005, S. 64.

schlag der europäischen Verbände wurde auch von der Bundesregierung und der EU-Kommission unterstützt.¹⁰⁸

Im Rahmen unserer Befragung baten wir die Unternehmensvertreter, die Position ihrer Unternehmen in der Diskussion um US-Deregistrierungsvorschriften darzustellen. Elf der 15 Teilnehmer an der Befragung (73,3 %) erklärten, ihre Unternehmen unterstützten die Bemühungen der europäischen Verbände um eine Erleichterung des vollständigen Rückzugs von US-Börsen. Die übrigen vier Teilnehmer gaben an, ihre Unternehmen hätten bisher keine Stellung zu dieser Diskussion bezogen. Kein Unternehmen sprach sich für die Beibehaltung der bisherigen SEC-Regelungen aus.

Das zunächst vorgeschlagene Umsatzmodell wurde von der US-Börsenaufsicht SEC mit Hinweis auf ihre gesetzliche Verpflichtung auf das Ziel des Aktionärsschutzes abgelehnt. Im März 2005 übermittelten die oben genannten Interessenverbände daraufhin der SEC einen Alternativvorschlag. Danach sollte eine Deregistrierung nach zwei Kriterienbündeln möglich sein:¹⁰⁹

- Unternehmen, die „hochliquide und transparente Heimatmärkte“ haben und deren Finanzberichterstattung aufgrund nationaler Regelungen nach IOSCO- und IFRS-Standards erfolgt, sollen zur Deregistrierung berechtigt sein, wenn ihr Handelsvolumen in den USA geringer als 5 % ist und ihr Handelsvolumen am „Hauptmarkt“ außerhalb der USA mindestens 55 % des gesamten Handelsvolumens beträgt.
- Alternativ sollen sich Unternehmen auch dann deregistrieren lassen können, wenn eine der folgenden Bedingungen gegeben ist:
 - 10 % oder weniger des Grund- bzw. Aktienkapitals werden von US-Investoren gehalten;
 - 10 % oder weniger der Aktionäre haben ihren Wohnsitz in den USA;
 - weniger als 3.000 Aktionäre haben ihren Wohnsitz in den USA.

108 Vgl. DAI 2005, S. 64.

109 Vgl. Roberts 2005, S. 11; The Economist v. 18. Dezember 2004, S. 136; Epstein 2005, S. A10.

Nach langem Zögern ist die SEC nun jüngst auf die Kritik an den Deregistrierungsregelungen eingegangen. Im Dezember 2005 hat sie einen Entwurf für eine Neufassung zur Diskussion gestellt. Danach soll eine endgültige Deregistrierung von Aktien ausländischer Emittenten in den USA künftig möglich sein, wenn die folgenden Bedingungen kumulativ erfüllt werden:¹¹⁰

- das ausländische Unternehmen ist seit zwei Jahren in den USA gelistet und hat mindestens zwei Jahresberichte nach den Vorschriften der SEC eingereicht;
- das Unternehmen hat in den vergangenen 12 Monaten in den USA keine Wertpapiere emittiert;¹¹¹
- die Aktie war in den vergangenen zwei Jahren auch im jeweiligen Heimatland des Unternehmens registriert;
- das Unternehmen publiziert Jahresabschlüsse und andere Informationen gemäß den Anforderungen des Heimatlandes¹¹² und macht diese Informationen im Internet in englischer Sprache verfügbar;
- das Unternehmen hat eine weltweite Marktkapitalisierung von mindestens 700 Mio. US-Dollar („well known seasoned issuer“), der durchschnittliche tägliche Aktienumsatz in den USA beträgt maximal 5 % des entsprechenden Umsatzes im „Primary Trading Market“ des Wertpapiers und US-Investoren halten 10 % oder weniger des Grund- bzw. Aktienkapitals;
oder
US-Investoren halten 5 % oder weniger des weltweiten Grund- bzw. Aktienkapitals (unabhängig von der Marktkapitalisierung des Unternehmens);
oder
die Aktie wird von weniger als 300 Personen mit Wohnsitz in den USA gehalten.

110 Vgl. genauer SEC Release Nos. 34-53020 vom 27. Dezember 2005, Internet-Dokument, <http://www.sec.gov/rules/proposed/34-53020.pdf>

111 Von dieser Bedingung sind im Entwurf Ausnahmen vorgesehen, z.B. für den Verkauf von Wertpapieren an Mitarbeiter; siehe genauer SEC Release Nos. 34-53020 vom 27. Dezember 2005.

112 Diese Detailvorschrift nimmt Bezug zu den Informationspflichten gemäß der bereits bestehenden Ausnahmegenehmigung Rule 12g3-2(b), die z.B. für ADR Level I gilt.

Der Entwurf der neuen Deregistrierungsvorschriften ist im Vergleich zu den bisherigen, außerordentlich restriktiven Vorschriften zweifelsohne ein Fortschritt. Ein Argument für das Entgegenkommen der SEC besteht darin, dass sich die derzeitigen Regelungen als ernsthaftes Hindernis für neue Auslandsnotierungen an US-Börsen durch Unternehmen aus Europa und insbesondere Asien erweisen.¹¹³

Allerdings ist zu beachten, dass sich der nun zur Diskussion gestellte Entwurf vorrangig an der Zahl bzw. am Anteil US-amerikanischer Anleger am Aktienkapital der gelisteten Unternehmen orientiert. Im Gegensatz zu den Vorschlägen des DAI und der anderen europäischen Interessenverbände reicht der Nachweis eines geringen US-Handelsvolumens zur Begründung der Deregistrierung von Aktien alleine nicht aus. Unserer Erhebung zufolge liegt der Anteil von US-Aktionären am Aktienkapital nur in vier der betroffenen deutschen Unternehmen bei 10 % oder darunter. Nur diese vier Unternehmen könnten daher eine Deregistrierung erlangen, sollten die vorgeschlagenen Regelungen von der SEC in Kraft gesetzt werden. Es bleibt abzuwarten, welche Stellungnahmen die SEC im Verlauf der 60-tägigen Kommentierungsfrist zu ihrem Vorschlag erhält und ob sie sich bei der Verabschiedung der endgültigen Regelungen zu weiteren Erleichterungen wird durchringen können.

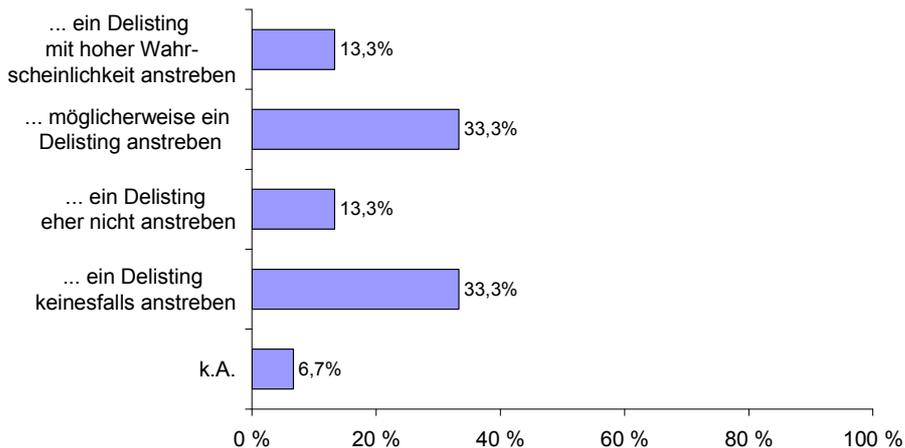
Eine interessante Frage besteht darin, wie die in den USA gelisteten Unternehmen reagieren werden, falls es zu deutlich verbesserten Möglichkeiten für eine Deregistrierung vom US-Kapitalmarkt kommen sollte. Einem Bericht der *Financial Times* vom November 2004 zufolge streben zahlreiche größere deutsche Unternehmen eine Beendigung ihrer US-Börsennotierungen an. Um ein aktuelles und systematisches Meinungsbild zu erheben, haben wir die Unternehmensvertreter im Rahmen unserer Untersuchung gefragt, ob ihre Unternehmen ein Delisting mit einer vollständigen Deregistrierung vom US-Kapitalmarkt anstreben würden, falls ein solcher Rückzug – nach einer Änderung der gegenwärtigen SEC-

113 Vgl. DAI 2005, S. 65-68. Siehe auch SEC Release Nos. 34-53020 vom 27. Dezember 2005.

Vorschriften – leicht möglich wäre. Die Antworten sind in Abbildung 22 zusammengefasst.

Abbildung 22: Delisting / Deregistrierung deutscher Unternehmen vom US-Kapitalmarkt im Falle vereinfachter Regelungen

Falls die Regelungen für ein vollständiges Delisting (Deregistrierung) von US-Börsen stark vereinfacht würden, würde unser Unternehmen ...



Danach würden nur zwei der an der Untersuchung teilnehmenden Unternehmen (13,3 %) ein Delisting (incl. Deregistrierung) in dem geschilderten, hypothetischen Fall „mit hoher Wahrscheinlichkeit anstreben“. Fünf Unternehmen (33,3 %) würden unter den angegebenen Umständen das Delisting „möglicherweise anstreben“. Zwei Unternehmen (13,3 %) äußerten vorsichtig, sie würden ein Delisting „eher nicht“ anstreben, und fünf Unternehmen (33,3 %) machten deutlich, dass ein Delisting auch nach einer Vereinfachung der Deregistrierungsvorschriften für sie „keinesfalls“ in Frage komme. Ein Unternehmen beantwortete die Frage nicht.

VI. Zusammenfassung

1. Der Sarbanes-Oxley Act wurde vom US-amerikanischen Gesetzgeber im Sommer 2002 als Reaktion auf die Unternehmensskandale um Enron, Worldcom etc. verabschiedet. Die zahlreichen Einzelvorschriften des Gesetzes zielen darauf ab, die Finanzberichterstattung der börsennotierten Unternehmen zu verbessern, indem die Verantwortlichkeiten des Managements und des Board of Directors sowie der Wirtschaftsprüfer genauer definiert, leistungsfähigere Kontrollen vorgeschrieben und schärfere Sanktionen eingeführt werden. Vom Gesetz sind alle Unternehmen betroffen, die Wertpapiere an US-amerikanischen Börsen notiert haben, also auch diejenigen deutschen Unternehmen, deren Aktien an der New York Stock Exchange oder der Computerbörse NASDAQ notiert sind.
2. Allerdings sollten sich nicht nur die in den USA börsennotierten Unternehmen intensiv mit dem Sarbanes-Oxley Act auseinandersetzen. Maßnahmen zur Regulierung des US-Kapitalmarktes waren in der Vergangenheit häufig Anstoß für vergleichbare rechtliche Veränderungen in Europa. Hinzuweisen ist in diesem Zusammenhang auf geplante Änderungen der 4., 7. und 8. EU-Richtlinie. Von besonderer Bedeutung ist, dass börsennotierte Unternehmen in der EU künftig in ihren Lageberichten „Corporate-Governance-Erklärungen“ abgeben müssen, in denen unter anderem die wichtigsten Merkmale ihrer rechnungslegungsbezogenen internen Kontrollsysteme zu beschreiben sein werden. Zwar sind die geplanten EU-Regelungen nicht so weitreichend wie die des Sarbanes-Oxley Acts. Die vorgesehene Erweiterung der Berichtspflichten ist jedoch nicht unproblematisch, da die Angaben im Lagebericht prüfungspflichtig sein werden.
3. An unserer empirischen Untersuchung zu den Wirkungen des Sarbanes-Oxley Acts auf deutsche Unternehmen, die Ende 2004, Anfang 2005 durchgeführt wurde, nahmen 15 der insgesamt 18 mit Aktien an der NYSE bzw. der NASDAQ notierten deutschen Unter-

nehmen teil. Auf die an der Untersuchung teilnehmenden Unternehmen entfällt ein Anteil von 97,3 % der gesamten Marktkapitalisierung der 18 Unternehmen, die zum Zeitpunkt der Befragung in den USA gelistet waren.

4. Unsere Befragung zeigt, dass die Umsetzung der vom Sarbanes-Oxley Act geforderten Maßnahmen bei den betroffenen deutschen Unternehmen schon weit fortgeschritten ist. Zahlreiche Maßnahmen waren zum Zeitpunkt unserer Befragung bereits von allen Unternehmen vollständig durchgeführt, andere Anforderungen wurden von der Mehrzahl der Unternehmen erfüllt, während die verbleibenden Unternehmen sich zumeist in der Umsetzungs- oder Planungsphase befanden. Eine Ausnahme bilden die Anforderungen an die Einrichtung und Dokumentation eines internen Kontrollsystems nach Section 404 Sarbanes-Oxley Act. Diese Anforderungen wurden zum Zeitpunkt unserer Befragung von keinem der 15 Unternehmen vollständig erfüllt.
5. Die Vorschriften des Sarbanes-Oxley Acts werden von den Unternehmensvertretern differenziert beurteilt. Die an unserer Untersuchung teilnehmenden Führungskräfte glauben, dass die verschärften Anforderungen an die Unternehmen geeignet sind, das Vertrauen der Anleger an den Kapitalmärkten nach den Skandalen der vergangenen Jahre wieder zu stärken. Sie sind allerdings skeptisch, ob die Anforderungen zu materiellen Verbesserungen in der Finanzberichterstattung führen werden. Zudem stehen den schwer quantifizierbaren Wirkungen auf das Vertrauen der Kapitalmarktteilnehmer hohe Kosten auf Seiten der Unternehmen gegenüber. Die Gesamtbeurteilung fällt negativ aus. Nach Auffassung der Unternehmensvertreter übersteigen die hohen Kosten der Regelungen des Sarbanes-Oxley Acts eindeutig die erwarteten Vorteile.
6. Von allen Einzelregelungen des Sarbanes-Oxley Acts sind die Vorschriften der Section 404 am umstrittensten. Danach muss die Unternehmensleitung ein auf die Finanzberichterstattung ausgerichtetes internes Kontrollsystem einrichten und regelmäßig seine Funk-

tionsfähigkeit überprüfen. Die Kontrollen müssen dokumentiert werden und die Unternehmen müssen in ihren Jahresabschlüssen über die Wirksamkeit berichten. Die Wirtschaftsprüfer müssen diese Erklärungen prüfen und in ihren Testaten selbst Stellungnahmen über die Zuverlässigkeit der internen Kontrollsysteme abgeben. Die Regelungen von Section 404 Sarbanes-Oxley Act werden von den Unternehmen vielfach als bürokratisch empfunden; ihre Umsetzung erweist sich in der Praxis als außerordentlich zeit- und kostenintensiv.

7. In Abschnitt IV der vorliegenden Studie haben wir den Begriff des internen Kontrollsystems genauer erläutert und anschließend dargestellt, wie Unternehmen die Anforderungen an die Dokumentation und Evaluierung der internen Kontrollsysteme nach Section 404 Sarbanes-Oxley Act erfüllen können. Wir haben dazu den Ablauf eines typischen „SOX-404-Projekts“ beschrieben. Anschließend haben wir mit Bezug zu den verschiedenen Projektschritten die Ergebnisse unserer Befragung zur Umsetzung der Vorschriften in den deutschen Unternehmen dargestellt.
8. Schätzungen der US-Börsenaufsichtsbehörde SEC zufolge betragen die Kosten der Anwendung von Section 404 Sarbanes-Oxley Act in den betroffenen Unternehmen im ersten Jahr durchschnittlich 182.000 US-Dollar, für die beiden Folgejahren werden Kosten in Höhe von durchschnittlich 45.500 US-Dollar erwartet. Berücksichtigt wurden bei diesen Schätzungen die Kosten für interne und externe Mitarbeiter. Die SEC weist darauf hin, dass die Kosten der Umsetzung von Section 404 Sarbanes-Oxley Act stark von der Unternehmensgröße und -komplexität abhängt.
9. Unserer Befragung zufolge verursacht die Implementation von Section 404 Sarbanes-Oxley Act in den betroffenen deutschen Unternehmen weitaus höhere Kosten. Die Anpassung der internen Kontrollsysteme und die Einführung von Systemen zu ihrer Überprüfung und Dokumentation erfordert nach unseren Schätzungen im Durchschnitt Arbeitskosten für interne Mitarbeiter in Höhe von

3,146 Mio. Euro, Kosten für externe Berater in Höhe von 0,674 Mio. Euro, Kosten für die Einführung bzw. Anpassung von IT-Systemen in Höhe von 0,653 Mio. Euro sowie zusätzliche Prüfungsgebühren in Höhe von 2.650 Mio. Euro. Die geschätzten Gesamtkosten infolge von Section 404 Sarbanes-Oxley Act belaufen sich demzufolge auf durchschnittlich 7,123 Mio. Euro. Anzumerken ist, dass die Erhebung von Daten über die Kosten von SOX-404-Projekten mit methodischen Problemen behaftet ist. Wir gehen davon aus, dass unsere Kostenschätzungen sehr vorsichtig sind. In Gesprächen mit Vertretern der betroffenen deutschen Unternehmen wurden zum Teil erheblich höhere Belastungen genannt.

10. Durch den Sarbanes-Oxley Act, insbesondere durch die Anforderungen von Section 404 Sarbanes-Oxley Act, werden den in den USA gelisteten Unternehmen erhebliche zusätzliche regulatorische Belastungen aufgebürdet. Für ausländische Unternehmen verändern diese zusätzlichen Belastungen das Kosten-Nutzen-Kalkül von Zweitnotierungen in den USA. In Abschnitt V der Studie sind wir genauer auf diese Überlegung eingegangen. Wir haben zunächst die Argumente für und gegen Zweitnotierung von Aktien im Ausland allgemein dargestellt, kurz die Möglichkeiten des Zugangs ausländischer Unternehmen zum US-Aktienmarkts beschrieben und anschließend ausgewählte Ergebnisse empirischer Studien zu den Kapitalmarkteffekten von Auslandslistings in den USA skizziert. Die jüngeren Untersuchungen deuten darauf hin, dass Auslandsnotierungen im Durchschnitt zu positiven Wirkungen am Kapitalmarkt führen.
11. Das Ziel der Ausweitung der Investorenbasis ist unserer Befragung zufolge für die an der Untersuchung teilnehmenden Unternehmen ein vergleichsweise wichtiges Ziel von US-Börsenlistings. Anderen finanzwirtschaftlichen Zielen, insbesondere auch dem übergeordneten Ziel der Reduzierung der Kapitalkosten, wird relativ geringe Bedeutung beigemessen. Als recht bedeutsam werden nicht-finanzwirtschaftliche Ziele bezeichnet. Zahlreiche Unternehmensvertreter

geben an, mit den US-Listings vor allem die finanzwirtschaftlichen Ziele verfehlt oder nur in geringem Maße erreicht zu haben. Zwar hat sich in den meisten Unternehmen der Anteil ausländischer Aktionäre am Aktienkapital seit der Zweitnotierung in den USA erhöht. Allerdings wird dieser Anstieg zum Teil nicht als direkte Folge der US-Börsennotierungen gesehen. Zieht man die Aktienumsätze, die an den amerikanischen Börsen verzeichnet werden, als Indikator für den Nutzen der Zweitnotierungen heran, ergibt sich ein ernüchterndes Bild. Bei der überwiegenden Zahl der Unternehmen liegen die Anteile der US-Börsenumsätze am Gesamtumsatz der Aktien (gemessen als Summe aus US-Umsätzen und Umsätze im Xetra-System der Deutsche Börse AG) im niedrigen einstelligen Bereich, zum Teil sogar unter einem Prozent.

12. Presseberichten ist zu entnehmen, dass sich zahlreiche deutsche und europäische Unternehmen als Folge der erheblichen zusätzlichen Belastungen, die der Sarbanes-Oxley Act mit sich bringt, gerne von der Wall Street zurückziehen würden, wenn ein solcher Schritt leicht möglich wäre. Während ein „Delisting“ von US-amerikanischen Börsen recht einfach zu erlangen ist, ist die „Deregistrierung“, d.h. die Befreiung von den Publizitätspflichten und den sonstigen Anlegerschutzvorschriften, nach den derzeitigen SEC-Vorschriften an extrem restriktive, in der Praxis kaum erfüllbare Bedingungen geknüpft: Die Unternehmen müssten den Nachweis führen, dass weniger als 300 Aktionäre ihren Wohnsitz in den USA haben. Diese Regelungen werden seit einiger Zeit kontrovers diskutiert. Europäische Verbände, darunter der Bundesverband der Deutschen Industrie und das Deutsche Aktieninstitut, haben der SEC Änderungsvorschläge unterbreitet. Die SEC hat jüngst einen Vorschlag mit deutlich weniger restriktiven Deregistrierungsregelungen zur Diskussion gestellt. Unabhängig vom Aktienhandelsvolumen in den USA ist eine Deregistrierung allerdings auch danach nicht möglich, wenn mehr als 10 % des Aktienkapitals von in den USA ansässigen Aktionären gehalten werden. Unserer Erhebung zufolge könnten nur vier der betroffenen deutschen Unternehmen

von den vorgeschlagenen erleichterten Deregistrierungsregelungen Gebrauch machen.

13. Im Rahmen unserer Untersuchung wurden die Unternehmen gefragt, ob sie ein Delisting mit einer vollständigen Deregistrierung vom US-Kapitalmarkt anstreben würden, falls ein solcher Rückzug nach einer Änderung der gegenwärtigen SEC-Vorschriften leicht möglich wäre. Zwei der an der Untersuchung teilnehmenden 15 Unternehmen würden danach ein Delisting (incl. Deregistrierung) „mit hoher Wahrscheinlichkeit anstreben“. Fünf Unternehmen würden das Delisting „möglicherweise anstreben“. Zwei Unternehmen gaben an, sie würden ein Delisting auch unter den angegebenen Umständen „eher nicht“ anstreben, und fünf Unternehmen betonten, ein Delisting komme für sie „keinesfalls“ in Frage.

VII. Literaturverzeichnis

- Arbeitskreis „Externe und Interne Überwachung der Unternehmung“ der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V. (2004): Auswirkungen des Sarbanes-Oxley Act auf die Interne und Externe Unternehmensüberwachung, in: Betriebs-Berater, Nr. 44, S. 2399-2407.
- Bassen, A. / Kleinschmidt, M. / Zöllner, C. (2004): Corporate Governance Quality Study 2004 – Analyse der Corporate Governance deutscher Unternehmen aus Investorenperspektive, in: Finanz Betrieb, Nr. 7/8, S. 527-533.
- BDO Seidman et al. (2004): A Framework for Evaluating Control Exceptions and Deficiencies. Version 3, December 2004, o.O.
- Benston, G. J. / Hartgraves, A. L. (2002): Enron: What happened and what we can learn from it, in: Journal of Accounting and Public Policy, Vol. 21, Summer, S. 105-127.
- Board, J. / Sutcliff, C. / Wells, S. (2004): Distortion or Distraction: US Restrictions on EU Exchange Trading Screens, London School of Economics, City Research Series No. 3
- Bürkle, J. (2005): Corporate Compliance – Pflicht oder Kür für den Vorstand der AG?, in: Betriebs-Berater, Nr. 11, S. 565-570.
- Charles River Associates (2005): Sarbanes-Oxley Section 404 – Costs and Remediation of Deficiencies: Estimates from a Sample of Fortune 1000 Companies. April 2005, Washington D.C.
- COSO - The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (1994): Internal Control – Integrated Framework, Vol. 01, 2. Auflage, 1994, Jersey City.
- DAI - Deutsches Aktieninstitut (2004): Delisting und Deregistrierung deutscher Emittenten in den USA. Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 28.
- DAI - Deutsches Aktieninstitut (2005): Dual Listing – Eine ökonomische und juristische Analyse der Auslandsnotierungen deutscher Unternehmen. Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 30.
- DAI - Deutsches Aktieninstitut / Börsen-Zeitung (Hrsg.) (2005): Dax-Aktionärsstrukturen. Frankfurt/Main.
- Deloitte & Touche LLP et al. (2004): Perspectives on Internal Control Reporting. A Resource for Financial Market Participants, December, o.O.
- Deloitte & Touche LLP (2005): Sarbanes-Oxley Section 404 – Compliance Challenges for Foreign Private Issuers, o.O.
- Deutsche Börse AG (2003): Europe's Premier Listing Platform. Frankfurt am Main.
- Diehl, J. M. / Kohr, H. U. (2004): Deskriptive Statistik, 13. Auflage, Eschborn.
- Doidge, C. / Karolyi, G. A. / Stulz, R. M. (2005): The Valuation Premium for Non-US Stocks Listed in US Markets, Working Paper, University of Toronto / Ohio State University.

- Epstein, D. (2005): Goodbye, Farewell, Auf Wiedersehen, Adieu ..., in: Wall Street Journal, 9. Februar 2005, S. A10.
- Ernst & Young (2005): Emerging Trends in Internal Controls, März. o.O.
- Ernst & Young (2003): Sarbanes-Oxley Act – Die Regelungen zur Section 404 – Oder: Ein „Act“ mit sieben Siegeln. o.O.
- EZB - Europäische Zentralbank (2005): Entwicklung des Regelungsrahmens für die Unternehmensführung und -kontrolle (Corporate Governance), Monatsbericht, Mai 2005, S. 93-106.
- Fatemi, A./Rad, A.T. (1996): Determinants of Cross-Border Listings, The Dutch Evidence, in: Levis, M. (Hrsg) Empirical issues in raising equity capital, Amsterdam, S. 347-356.
- Fanto, J. A. / Karmel, R. S. (1997): A Report on the Attitudes of Foreign Companies Regarding a U.S. Listing, Stanford Journal of Law, Business and Finance, Summer 1997, Vol. 3 No. 1, S. 51-83.
- FAZ - Frankfurter Allgemeine Zeitung: Siemens prüft den Rückzug von der New Yorker Börse, 13. November 2004, S. 21.
- FAZ - Frankfurter Allgemeine Zeitung: „Wir würden die Notierung in New York sofort einstellen lassen“, 28. Dezember 2004, S. 13.
- FAZ - Frankfurter Allgemeine Zeitung: SEC signalisiert Lockerung der Regeln für Delisting, 26. Januar 2005, S. 21.
- FAZ - Frankfurter Allgemeine Zeitung: Rückzug aus Frankfurt, 21. September 2005, S. 25.
- FAZ - Frankfurter Allgemeine Zeitung: Aktiengesellschaften werden auslandsmüde, 24. September 2005, S. 25.
- FEI - Financial Executive Institute (2005): Survey on Sarbanes Oxley Section 404 Implementation, March, o.O.
- Gande, A. (1997): American Depository Receipts: Overview and Literature Survey, in: Financial Markets, Institutions and Instruments, Vol. 6, No. 5, S. 61-83.
- Glaum, M / Mandler, U. (1996): Rechnungslegung auf globalen Kapitalmärkten : HGB, IAS und US-GAAP, Wiesbaden.
- Glaum, M. (2005): Internationalisierung der Rechnungslegung: Stand und Entwicklungstendenzen, in: Brandt, W. / Picot, A. (Hrsg.): Unternehmenserfolg im internationalen Wettbewerb. Strategie, Steuerung und Struktur. Kongress-Dokumentation 58. Betriebswirtschaftler-Tag 2004, Stuttgart 2005, S. 145 – 174.
- Gruson, M. / Kubicek, M. (2003): Der Sarbanes-Oxley Act, Corporate Governance und das deutsche Aktienrecht, in: Die Aktiengesellschaft, Nr. 8, S. 337-352.
- Healy, P. M. / Palepu, K. G. (2003): The Fall of Enron, in: Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, Spring, S. 3-26.
- Hommelhoff, P. / Mattheus, D. (2000): Gesetzliche Grundlagen: Deutschland und international, in: Dörner, Dietrich, et al. (2000): Praxis des Risikomanagement. Stuttgart, S. 5-40.
- Jenkins, P.(2004): Most German Companies want to drop US listings. in: Financial Times, 19. November 2004, S. 1.

- Kaiser, K. (2005): Auswirkungen des Bilanzrechtsreformgesetzes auf die zukunftsorientierte Lageberichterstattung, in: Die Wirtschaftsprüfung, Nr. 8, S. 405-418.
- Karolyi, G. A. (1998): Why do Companies List Shares Abroad? A Survey of the Evidence and its Managerial Implications, in: New York University Salomon Bros Center Monograph Series.
- Karoly, G. A. (2003): DaimlerChrysler AG: The first truly global share. In: Journal of Corporate Finance, Vol. 9, S. 409-430.
- Knight, R. F. / Pretty, D. J. (2003): Depositary Receipts – Investing in a World Class Asset, Oxford Metrica, New York.
- KPMG (2004): Sarbanes Oxley Section 404 – An Overview of the PCAOB's Requirements, April, o.O.
- Lanfermann, G. / Maul, S. (2002): Auswirkungen des Sarbanes-Oxley Acts in Deutschland, in: Der Betrieb, Nr. 34, S. 1725-1732.
- Lanfermann, G. (2006): Modernisierte EU-Richtlinie zur gesetzlichen Abschlussprüfung, in: Der Betrieb, Nr. 49, S. 2645-2650.
- Lang, M. / Lins, K. / Miller, D. (2002): ADRs, Analysts and Accuracy: Does Cross Listing in the US Improve a Firm's Information Environment and Increase Market Value?, in: Journal of Accounting Research, Vol. 41 (Supplement), S. 317-346.
- Lenz, H. / Bauer, M. (2004): Prüfungs- und Beratungshonorare von Abschlussprüfern deutscher börsennotierten Aktiengesellschaften, in: Die Wirtschaftsprüfung, Nr. 18, S. 985-998.
- Leuz, C. (2003): Auslandslistings und Offenlegung: Chancen und Probleme empirischer Rechnungswesenforschung, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 55. Jg., Nr. 6, S. 623-636
- Lück, W. / Markowski, A. (1996): Internal Control COSO Report; Guidance on Criteria of Control; Internal Financial Control, in: WPK-Mitteilungen, 35. Jg., S. 157-160.
- Lück, W., et al. (1986): Interne Überwachung und Jahresabschlussprüfung, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 38. Jg., S. 996-1006.
- Marten, K.-U. / Köhler, A.G. / Meyer, S. (2003a): Umbruch im Peer-Review-System – Deutscher Status quo und der Sarbanes-Oxley Act of 2002, in: Die Wirtschaftsprüfung, Nr. 1-2, S. 10-17.
- Marten, K.-U. / Quick, R. / Ruhnke, K. (2003b): Wirtschaftsprüfung, 2. Auflage, Stuttgart.
- Menzies, C. (Hrsg.) (2004): Sarbanes-Oxley Act – Professionelles Management interner Kontrollen, Stuttgart.
- Metzger, J. (1994): US-Börsen. Institut für Kapitalmarktforschung, J.W.Goethe-Universität Frankfurt am Main, Beiträge zur Theorie der Finanzmärkte, Nr. 7, Februar.
- Meyding, T. / Mörsdorf, R. (1999): Neuregelungen durch das KonTraG und Tendenzen in der Rechtsprechung, in: Saitz, B. / Braun, F. (Hrsg.): Das Kontroll- und Transparenzgesetz, Wiesbaden, S. 3-46.

- Mittoo, U. R. (1992): Managerial Perception of the Net Benefits of Foreign Listing: Canadian Evidence, in: Journal of International Financial Management and Accounting, Vol. 4, N. 1, S. 40-62.
- Niemeier, C.D. (2003): The Public Company Accounting Oversight Board's Role in Re-Establishing Credibility in Financial Reporting, in: Die Wirtschaftsprüfung, Sonderheft 2003, S. S112-115.
- Niemeier, W. (2006): Die Steigerung der Aussagekraft des handelsrechtlichen Jahresabschlusses durch die Änderungen der 4. und 7. Richtlinie, erscheint demnächst in: Die Wirtschaftsprüfung.
- Pagano, M. / Röell, A.A. / Zechner, J. (2002): The Geography of Equity Listing: Why Do Companies List Abroad?, in: Journal of Finance, Vol. LVII, No. 6, December 2002. S. 2651-2694.
- Paul, W. (1993): Die Entwicklung und Bedeutung deutscher Aktien auf den internationalen Kapitalmärkten. In: Kredit und Kapital, 25. Jg., Nr. 1, S. 91-111.
- Parker, A. (2005a): 'Use your Judgement on Sarbanes 404', in: Financial Times, 17. Mai 2005, S. 20.
- Parker, A. (2005b): Sarbanes-Oxley work Doubles Fees for big Accounting Firms, in: Financial Times, 9. Februar 2005, S. 28.
- PCAOB - Public Company Accounting Oversight Board (2004): An Audit of Internal Control Over Financial Reporting Performed in Conjunction With an Audit of Financial Statements, Auditing Standard No. 2, June.
- PCAOB - Public Company Accounting Oversight Board (2005): Policy Statement regarding Implementation of Auditing Standard No. 2, PCAOB Release No. 2005-009, May 16, 2005.
- Peemöller, V. H. (1970): Internal Control. Frankfurt/Aschaffenburg 1970.
- Pfitzer, N. / Oser, P. / Orth, C. (2005): Reform des Aktien-, Bilanz- und Aufsichtsrechts, Stuttgart.
- Rauchhaus, R. / Sieler, C. (2004): Anforderungen des Sarbanes-Oxley Gesetzes, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 15. November 2004, S. 21.
- Roberts, D. (2004): The Boardroom Burden: Calls for Reform are Replaced by Concern that Corporate shake-up has Gone Too Far, in: Financial Times, 1. Juni 2004, S. 11.
- Roll, P. / Kilka, P. / Schiereck, D. (1998): Zur Vorteilhaftigkeit von Zweitnotierungen an ausländischen Wertpapierbörsen – Ein Überblick, in: Die Betriebswirtschaft, 58. Jg., Nr. 6, S. 770-784.
- Saitz, B. (1999): Risikomanagement als umfassende Aufgabe der Unternehmensleitung, in: Saitz, B. / Braun, F. (Hrsg.): Das Kontroll- und Transparenzgesetz, Wiesbaden, S. 69-98.
- SEC – US Securities and Exchange Commission, Final Rules:
Release Nos. 33-8124, Internet-Dokument,
<http://www.sec.gov/rules/final/33-8124.htm>.
Release Nos. 33-8177, Internet-Dokument,
<http://www.sec.gov/rules/final/33-8177.htm>.

- Release Nos. 33-8238, Internet-Dokument,
<http://www.sec.gov/rules/final/33-8238.htm>.
- Szcecki, B. (2002): Internationale Portfoliodiversifikation und „Home Bias“ aus Sicht deutscher Anleger, Aachen.
- Tassel, T. / Parker, A. (2004): A European Business steps up SEC battle, in: Financial Times, 10. Dezember 2004, S. 22.
- The Economist (2004): Internal Audits – 404 Tonnes of Paper, 18. Dezember 2004, S. 136.
- The Economist (2005): A Price worth Paying?, Special Report Sarbanes-Oxley, 21. Mai 2005, S. 73-75.
- Tucker, S. / Buck, T. (2005): Protest force EU audit plan rethink, in: Financial Times, 16. Juni 2005, S. 1.
- Tucker, S. / Parker, A. (2005): Sarbanes-Oxley reforms `go too far`, says author, in: Financial Times, 8. Juli 2005, S. 6.
- Vater, H. (2004): Bedeutung, Funktion und Konzeption von Disclosure Committees nach den Vorgaben des Sarbanes-Oxley Act, in: Kapitalmarktorientierte Rechnungslegung, Nr. 11, S. 474-479.
- Wall Street Journal Europe (2004): Law Takes Toll on Listing, 20. September 2004, S. M1.
- Warncke, M. (2005): Prüfungsausschuss und Corporate Governance – Einrichtung, Organisation und Überwachungsaufgabe, Berlin.

In der Reihe "Studien des Deutschen Aktieninstituts" sind erschienen:

- Heft 1: Erfahrungen von Neuemittenten am deutschen Aktienmarkt
- Heft 2: Neue Bilanzierungsüberlegungen in Deutschland
- Heft 3: Rendite und Risiko von Aktiendepots aus DAX-Aktien
- Heft 4: Der Börsengang kommunaler Unternehmen
- Heft 5: Diversifikationspotentiale in einem einheitlichen europäischen Finanzmarkt
- Heft 6: Aktie versus Rente
- Heft 7: Investor Relations im Internet
- Heft 8: Erfahrungen von Neuemittenten am deutschen Aktienmarkt 1998
- Heft 9: Einführung und Ausgestaltung von Risikomanagementsystemen
- Heft 10: Börsengang und Beschäftigungsentwicklung
- Heft 11: Investor Relations im Internet
- Heft 12: Aktienindizes
- Heft 13: Beteiligungssysteme für breite Mitarbeiterkreise
- Heft 14: Die Bedeutung von Aktienindizes für deutsche börsennotierte Unternehmen
- Heft 15: Corporate Governance
- Heft 16: IR-Portale im Internet
- Heft 17: Rechnungslegung der Unternehmen am Neuen Markt
- Heft 18: Ethisch orientierte Aktienanlage
- Heft 19: Directors Dealings
- Heft 20: Aufsichtsratsvergütung bei deutschen börsennotierten Unternehmen
- Heft 21: Die Europa AG – Eine Perspektive für deutsche Unternehmen?
- Heft 22: Nachhaltigkeit und Shareholder Value
- Heft 23: Empfehlungen zur Aufsichtsratsvergütung- Ein Modell
- Heft 24: Kapitalmarkt und Mittelstand
- Heft 25: Die Zukunft der Aktie
- Heft 26: Aktie versus Rente
- Heft 27: Aktienmarkt und Marktmanipulation
- Heft 28: Delisting und Deregistrierung deutscher Emittenten in den USA
- Heft 29: Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre
- Heft 30: Dual Listing
- Heft 31: Private Anleger und derivative Geldanlagen
- Heft 32: Wertorientierte Überwachung durch den Aufsichtsrat

Abruf bzw. Bestellung im Internet unter:

http://www.dai.de/dai_publicationen – Studien

DEUTSCHES AKTIENINSTITUT



Deutsches Aktieninstitut e.V.
Niedenu 13-19 60325 Frankfurt am Main
Tel. 0 69/9 29 15-0 Fax 0 69/9 29 15-12
E-Mail dai@dai.de Internet <http://www.dai.de>

ISBN 3-934579-35-3

