SOX Around the World –

Konsequenzen für Risikomanagement und -berichterstattung deutscher Emittenten

Georg Stadtmann und Markus F. Wißmann

Zusammenfassung

Im Rahmen dieses Beitrags wird untersucht, inwieweit der Sarbanes Oxley Act (SOX) das Risikomanagement und die Risikoberichterstattung deutscher Emittenten in den USA beeinflusst. Es wird auf Unterschiede und Gemeinsamkeiten des deutschen und des US-amerikanischen Corporate Governance Systems im Hinblick auf das Risikomanagement und das interne Kontrollsystem eingegangen. Hierbei werden auch Kosten und Nutzen der SOX-Implementierung für die deutschen Emittenten berücksichtigt. Als Ergebnis ist festzuhalten, dass aus Sicht der Emittenten der US-amerikanische Kapitalmarkt durch das In-Kraft-Treten von SOX unattraktiver geworden ist.

Abstract

We investigate how the Sarbanes-Oxley Act (SOX) impacted corporate transparency in the statutory risk disclosure of foreign private issuers listed in the United States. We examine whether SOX is complementary to and consistent with the existing national standards that foreign issues are obliged to comply with in addition to SOX. Furthermore, we elaborate on the perceived cost and benefits of the Act for cross-listed companies. Results from a questionnaire-based survey suggest that the introduction of the SOX made the U.S. financial market less attractive to currently cross-listed foreign companies as well as potential new foreign issuers

Stichwörter: Corporate Governance, Risikomanagement, Sarbanes Oxley Act, Cross-Listing, Transparenz

JEL-Klassifikation: G34, G38

Dr. Georg Stadtmann

WHU Koblenz
Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre,
insbesondere Mikroökonomik und Industrieökonomik
Burgplatz 2
56179 Vallendar

Fon 0261-65 09-273
Fax 0261-65 09-279
stadtman@whu.edu

> "When President Bush signed the law, he claimed *'it was one of the most far-reaching reforms of American business practices since the time of Franklin Delano Roosevelt.'* The President significantly understated the case because the Act does much more than reform the laws applicable to U.S.-based issuers – a substantial number of the Act's provisions reach overseas to affect foreign private issuers whose securities trade in the U.S."
> Perino (2003, p. 1).

1. Problemstellung und Gang der Untersuchung

Das In-Kraft-Treten des Sarbanes Oxley Acts (SOX) in den USA im Jahr 2002 als Reaktion auf die Bilanzskandale zum Beispiel bei Enron und Worldcom hat die Berichtspflichten sowie die Haftungsrisiken der an einer US-Börse notierten Gesellschaften erheblich erweitert. Das SOX enthält keine Ausnahmeregelung für ausländische Emittenten mit Zweitnotierung an einer US-Börse *(Foreign Private Issuers)*. Mit den verschärften C*ompliance*-Anforderungen ist eine erhebliche Kostenbelastung der betroffenen Firmen verbunden.[1] In den Fokus der Öffentlichkeit ist hierbei insbesondere die Section 404 SOX gerückt, die von den Gesellschaften eine ausführliche Dokumentation und Tests der Funktionsfähigkeit des internen Kontrollsystems verlangt. Dieser sogenannte *Internal Controls Report* ist von einem beim *Public Accounting Oversight Board (PCAOB)* akkreditierten Wirtschaftsprüfer zu testieren. Section 302 SOX verlangt durch die Implementierung sogenannter *Disclosure Controls,* dass die veröffentlichten Informationen ordnungsgemäß sind.

In der Bundesrepublik Deutschland wurde 1998 als Reaktion auf diverse Finanzskandale das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) in Kraft gesetzt, dass vom Vorstand unter anderem die Einrichtung eines Überwachungssystems (Risikofrüherkennungssystem) im Hinblick auf bestandsgefährdende Risiken (§ 91 Abs. 2 AktG) verlangt.

[1] Vgl. Ernst & Young (2004). Siehe Abschnitt 2.3 für einige Konkretisierungen (Ausnahmen) in Bezug auf das deutsche Corporate Governance System.

Im Rahmen dieser empirischen Untersuchung wurde in Form einer Befragung von den deutschen Emittenten in den USA[2] zunächst deren Einschätzung im Hinblick auf Angemessenheit und Konkretisierung der deutschen Vorschriften in Bezug auf Risikomanagement und Risikoberichterstattung erbeten. Anschließend wird untersucht, welche Auswirkungen von SOX auf Risikomanagement und Risikoberichterstattung ausgehen und ob eventuelle Synergien zwischen den Corporate Governance Systemen beider Jurisdiktionen existieren. Abschließend werden Kosten und Nutzen der Implementierung von SOX aus Sicht der betroffenen Emittenten erfragt. Eine sich anschließende Kosten-Nutzen Analyse steht in einem direkten Zusammenhang mit der Diskussion um Delisting bzw. Deregistrierung ausländischer Emittenten in den USA.[3]

2. Regulatorisches Umfeld

Die Entwicklung der Corporate Governance sowohl in Deutschland als auch in den USA ist in jüngster Vergangenheit durch Bilanzskandale und Unternehmenspleiten ehemals renommierter Gesellschaften wie der Philipp Holzmann AG in Deutschland sowie Enron und Worldcom in den USA maßgeblich geprägt.[4] Durch diese Krisen wurde das Thema Corporate Governance[5] in den Blickpunkt einer breiteren Öffentlichkeit gerückt.

In beiden Jurisdiktionen wurden insbesondere auch die Themen Risikomanagement und internes Kontrollsystem in den entsprechenden Regelungen neu gestaltet. Ökonomisch soll hierdurch die Prinzipal Agenten Problematik gelöst werden, die zwischen den Eigentümern der Gesellschaft, also den Aktionären, und den angestellten Managern besteht. Im Rahmen der Prinzipal Agenten Beziehung verfolgen die angestellten Manager ggf. von den Zielsetzungen der Aktionäre

[2] Vgl. Tabelle 3 für eine Aufstellung der derzeit an der NYSE/NASDAQ gelisteten deutschen Unternehmen.

[3] Vgl. Fischer zu Cramburg et al. (2004) sowie Hannich et al. (2005).

[4] Vgl. Axarlis (2004) für eine Analyse des regulatorischen Umfeldes in den USA.

[5] Vgl. Shleifer/Vishny (1997) für eine umfassende Analyse zu möglichen Definitionen des Begriffs Corporate Governance.

abweichende, eigennützige Interessen.[6] Im Rahmen dieser Beziehung ist die Finanzberichterstattung einer Gesellschaft von besonderer Bedeutung, gibt sie dem einzelnen Aktionär doch wesentliche Informationen im Hinblick auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage.[7] Ein funktionierendes internes Kontrollsystem ist ein Instrument, um den Aktionären eine hohe Transparenz im Hinblick auf die Finanzberichterstattung der Gesellschaft zu verschaffen.[8] Die Veränderungen in Deutschland und den USA machen deutlich, dass Corporate Governance innerhalb einzelner Jurisdiktionen kein statisches System ist, sondern einem ständigen Veränderungsprozess unterliegt. Dieser Systemwettbewerb[9] führt auch dazu, dass die Corporate Governance Systeme anderer Jurisdiktionen unter einem Veränderungsdruck stehen, wenn das Corporate Governance System eines Landes als dominant betrachtet wird. Hierdurch können Elemente eines fremden Corporate Governance Systems in ein ökonomisch effizientes Corporate Governance System übernommen werden. Als Folge könnte ein inkonsistentes System entstehen, falls die neu hinzugefügten Elemente nicht komplementär zu den bereits existierenden Elementen sind (vgl. Witt 2001, S. 82).

Durch die Einführung des SOX wurde in diesem Systemwettbewerb zwischen dem US-amerikanischen System und dem deutschen System eine neue Runde eingeläutet, da das SOX durch die Einbeziehung ausländischer Emittenten auch exterritoriale Wirkung erzielt. Dies ist aus mehreren Gründen der Fall: Zum einen betrifft das SOX direkt jene Unternehmen, welche ein *Dual Listing* in den USA vorgenommen haben. Zum anderen müssen auch deutsche Tochterunternehmen US-amerikanischer börsennotierter Unternehmen ihre Berichterstattung an die Vorgaben des SOX anpassen.[10] Indirekte Auswirkungen ergeben sich ferner für alle inländischen Unternehmen, falls die SOX Gesetzgebung sich als Benchmark guter Corporate Governance entwickeln sollte. Es besteht die Möglichkeit, dass die Finanzmarktakteure das SOX als ein grundsätzliches Element für die Funktionsfähigkeit eines Corporate Governance Systems ansehen. Dies hätte zur Folge, dass im Rahmen von Investitionsentscheidungen ggf. ein Discount von jenen

[6] Vgl. z.B. Neubürger (2003), S. 186.

[7] Vgl. von Rosen (2004), S. 326/327.

[8] Vgl. Alles/Datar (2003), S. 2.

[9] Vgl. Witt (2003), S. 12-15 zum Systemwettbewerb sowie S. 117 ff.

[10] Vgl. Menzies (2004), S. 13.

Unternehmen verlangt wird, die nicht dem SOX entsprechen. Somit könnten deutsche Unternehmen gezwungen sein, das SOX zu übernehmen, obwohl sie formal juristisch nicht dazu verpflichtet sind.

Betrachtet man die Entwicklung der deutschen Corporate Governance, so wird deutlich, dass im Vergleich zur Vergangenheit nun ein stärkerer Fokus auf der Kapitalmarktorientierung liegt. Schmidt (2003, S. 23) stellt fest, dass mit dem In-Kraft-Treten des KonTraG ein Paradigmenwechsel hin zur Kapitalmarktorientierung und Shareholder Value stattgefunden habe. In diesem Kontext ist ebenfalls die sogenannte Pfadabhängigkeit von Corporate Governance Systemen relevant. Diese Theorie besagt, dass die gegenwärtig die Corporate Governance bestimmenden Gesetze und Regelungen durch jene Gesetze und Regelungen determiniert werden, die bereits in der Vergangenheit bestanden.[11] Werden durch die Veränderungen in der US Corporate Governance jetzt auch die amerikanischen Vorschriften für deutsche Emittenten verbindlich, so beeinflusst dies im Rahmen dieser Theorie auch die zukünftige Entwicklung der deutschen Corporate Governance. Wie groß dieser Einfluss tatsächlich ist, ist momentan aus unserer Sicht noch nicht abzuschätzen. Durch die Einführung des SOX ist es durchaus möglich, dass der eingeschlagene Pfad des deutschen Corporate Governance Systems weiter in Richtung zunehmende Kapitalmarktorientierung gedrängt wird. Hierzu sind auch die Regelungsbemühungen auf Ebene der EU in die Analyse einzubeziehen.[12]

SOX sieht grundsätzlich keine Ausnahmeregelung für *Foreign Private Issuers,* also ausländische zweitgelistete Unternehmen, die bei der SEC registrierungspflichtig sind, vor. De facto werden ausländische in den USA gelistete Unternehmen damit dem Corporate Governance System der USA unterworfen. Dies stellt beispielsweise eine Verschärfung der bisherigen Praxis für jene Unternehmen dar, die an der New York Stock Exchange (NYSE) gelistet sind. Deren Regelungswerk betreffend die Corporate Governance zweitgelisteter Unternehmen schreibt lediglich vor, signifikante Unterschiede der Corporate Governance Vorschriften der Heimatbörse zu den Corporate Governance Regelungen der NYSE offen zu legen.[13]

[11] Vgl. Witt (2003), S. 122.

[12] Vgl. Böcking (2003), S. 255. Auf diesen Aspekt werden wir in Abschnitt 3.1 genauer eingehen.

[13] Vgl. Final NYSE Corporate Governance Rules Abschnitt 11.

2.1 Das Sarbanes Oxley Act

Tabelle 1 gilt einen Überblick über die verschiedenen Kapitel des SOX. Die einzelnen Hauptkapitel des SOX sind ferner in einzelne Sections unterteilt. Der Fokus der Öffentlichkeit im Hinblick auf SOX liegt insbesondere auf der Section 404. Section 404 schreibt den Unternehmen vor, ihr internes Kontrollsystem der Finanzberichterstattung detailliert zu dokumentieren und dessen Funktionsfähigkeit intern zu prüfen. Auf Basis dieser Prüfung ist dem Jahresbericht ein Bericht des Managements über das interne Kontrollsystem der Finanzberichterstattung beizufügen.[14]

Tabelle 1: Überblick über die Hauptkapitel von SOX

Kapitel	Inhalt
I	Public Company Accounting Oversight Board
II	Auditor Independence
III	Corporate Responsibility
IV	Enhanced Financial Disclosures
V	Analyst Conflicts of Interests
VI	Commission Resources and Authorities
VII	Studies and Reports
VIII	Corporate and Criminal Fraud Accountability
IX	White-Collar Crime Penalty Enhancements
X	Corporate Tax Returns
XI	Corporate Fraud Accountability

Die Funktionsfähigkeit des internen Kontrollsystems der Finanzberichterstattung ist durch den Abschlussprüfer zu testieren. Im Fall der Feststellung einer *Significant Deficiency* oder *Material Weakness* ist dies sowohl dem Management als auch dem Audit Committe schriftlich zu melden.[15] Eine *Significant Deficiency* bzw. *Material Weakness* ist laut PCAOB dann gegeben, wenn eine gewisse Wahrscheinlichkeit besteht, dass die Kontrollschwäche zu einem falsch gemeldeten Betrag in der Finanzberichterstattung führen kann, der nicht als belanglos einzustufen bzw. in eine wesentliche Falschmeldung münden kann.[16]

[14] Vgl. im Detail die Final Rule der SEC zu Section 404.

[15] Vgl. Menzies (2004), S. 105/106.

[16] Vgl. PCAOB (2004), S. 20-21.

Die SEC hat für Foreign Private Issuers jedoch den Entsprechenstermin in Bezug auf Section 404 auf Geschäftsjahre, die am 15. Juli 2006 oder später enden, verschoben. Als Begründung wird unter anderem angeführt, dass eine große Anzahl der ausländischen Emittenten aus der EU stammt und diese bereits mit der IFRS-Einführung für kapitalmarktorientierte Unternehmen belastet seien.[17]

Section 302 bezieht sich auf *Disclosure Controls and Procedures,* also Kontrollen und Verfahren zur Offenlegung. Durch die Einrichtung dieser Kontrollen und Verfahren soll die Ordnungsmäßigkeit der veröffentlichungspflichtigen Informationen sichergestellt werden. Section 302 umfasst sowohl finanzielle als auch nicht finanzielle Informationen. Gemäß Section 906 SOX haben der CEO und der CFO der Gesellschaft eidesstattliche Erklärungen abzugeben, in denen sie bestätigen, dass die finanzielle Lage des Unternehmens korrekt dargestellt und die zu veröffentlichenden Berichte einer kritischen Prüfung unterzogen wurden.[18] Ebenfalls müssen sie bestätigen, dass die notwendigen Verfahren und Kontrollen zur Offenlegung eingerichtet wurden. Section 906 sanktioniert Falschangaben in dieser Erklärung mit Geldstrafen von 1 Mio. US$ und/oder einer Haftstrafe von bis zu zehn Jahren. Bei Vorsatz erhöht sich das Strafmaß auf 5 Mio. US$ und/oder 20 Jahre Freiheitsstrafe.

Ausländische Unternehmen haben einen *Internal Control Report* unter dem Formblatt F-20 bei der SEC einzureichen. Hierin hat das Management zu erklären, dass es für die Einrichtung und Unterhaltung von Financial Controls verantwortlich zeichnet. Ebenfalls ist die Funktionsfähigkeit der internen Kontrollen zu bestätigen, *Material Weaknesses* sind darzulegen.[19]

Ge/McVay (2005) analysierten eine Stichprobe von 261 US-Unternehmen, die im Zeitraum 08/2002 – 11/2004 insgesamt 493 Schwächen in ihrem internen Kontrollsystem offengelegt haben. Die größte Anzahl dieser Kontrollschwächen war mit der Umsatzrealisierung (Revenue Recognition), Konzernabstimmung (Account Reconciliation), der Funktionstrennung (Segregation of Duties), dem

[17] Vgl. SEC 2005.

[18] Vgl. hierzu detailliert Gruson/Kubicek (2003), S. 393-395.

[19] Vgl. Gruson/Kubicek (2003), S. 398.

Jahresabschlussprozess an sich (Year-end Closing), Abgrenzungsbuchungen (Accrual Accounts), der Rechnungslegung für derivative Finanzinstrumente (Derivative Accounting) sowie mit der Bilanzierung von Ertragssteuern (Income Taxes) verbunden. Augenscheinlich sind die Kontrollschwächen positiv mit der inhärenten Komplexität der Abschlusspositionen verbunden. *Ge/McVay* (2005) ziehen ebenfalls den Schluss, dass der Komplexitätsgrad der Organisation gemessen an der Anzahl der Berichtssegmente sowie die Notwendigkeit etwaiger Fremdwährungsumrechnungen ebenfalls Einfluss auf die Offenlegung von Kontrollschwächen hat. Erfahrung gemessen am Alter des Unternehmens und Firmengröße sowie Profitabilität senken die Wahrscheinlichkeit, eine Kontrollschwäche offen zu legen.

2.2 Corporate Governance in Deutschland

In Deutschland kann die Entwicklung der Corporate Governance im Hinblick auf Risikomanagement und Offenlegung anhand der folgenden Tabelle nachvollzogen werden.

Tabelle 2: Transparenz in der Deutschen Corporate Governance

	KonTraG	TransPuG	Bericht der Cromme Commission	BilReG
Jahr des In-Kraft-Tretens	1998	2002	2003	2004
Prinzip	Gesetz	Gesetz	Kodex	Gesetz

Das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) ist ein Meilenstein in der Hinsicht, dass es das deutsche Corporate Governance System dahingehend modifiziert hat, dass die Verantwortlichkeit von Vorstand und Aufsichtsrat erweitert wurden.[20] Ebenfalls wurde für börsennotierte Gesellschaften in § 92 Abs. 1 AktG die Einrichtung eines Risikofrüherkennungssystems durch den Vorstand vorgeschrieben, welches bestandsgefährdende Risiken identifizieren soll. Hiermit sind sowohl Einzelrisiken, als auch Risiken, die kumuliert den

[20] Vgl. Gruson/Kubicek (2003), S. 399.

Unternehmensbestand gefährden können, gemeint.[21] Das Überwachungssystem erstreckt sich hierbei auf alle Unternehmensbereiche und nicht ausschließlich auf die finanziellen Risiken.[22] Das System ist durch den Abschlussprüfer zu testieren. Nach *Theisen* (2003) hat der Vorstand somit für ein angemessenes Risikomanagement und eine angemessene interne Revision Sorge zu tragen. Er hat durch die Implementierung eines umfassenden Systems sämtliche Geschäftsvorfälle zu erfassen und das Risikopotential im Hinblick auf bestandsgefährdende Risiken zu beurteilen.[23] Das interne Kontrollsystem wird also als Subsystem in das Risikomanagementsystem eingebunden sein.[24]

Ebenfalls wurde durch das KonTraG bestimmt, dass Risiken der zukünftigen Entwicklung im Lagebericht offen zu legen sind. Der Begriff Risiken der zukünftigen Entwicklung ist jedoch nicht hinreichend konkretisiert. Auch die Verabschiedung von DRS 5 durch den Deutschen Standardisierungsrat für Rechnungslegung (DSR) und die Anleitungen zur Erstellung von Risikoberichten sind eher allgemein gehalten. Unternehmen haben mithin einen großen Spielraum hinsichtlich der zu berichtenden Risiken.[25]

Der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK), eingeführt durch das Transparenz- und Publizitätsgesetz (TransPuG) in § 161 AktG, basiert auf dem Prinzip der adversen Publizität. Im Hinblick auf das Risikomanagement wird die Einrichtung eines Prüfungsausschusses innerhalb des Aufsichtsrates gefordert. Dieser soll sich insbesondere mit Fragen der Rechnungslegung, des Risikomanagements und der Abschlussprüfung beschäftigen. Die neueste Kodexfassung vom 20. Juli 2005 schreibt jetzt vor, dass ein *Financial Expert* dem Prüfungsausschuss angehören soll (vgl. DCGK 5.3.2. Satz 2 n.F.). Hier scheint Section 407 SOX Pate gestanden zu haben, der ebenfalls vorschlägt, dass dem Audit Committe ein Financal Expert angehören solle. Dennoch ist ein Prüfungsausschuss, der nach deutschem Aktienrecht und DCGK implementiert wurde, nur bedingt mit einem Audit Committe im amerikanischen One Tier System

[21] Vgl. Grewe (2000), S. 1371.

[22] Vgl. Grewe (2000), S. 1373.

[23] Vgl. Theisen (2003), S. 1427.

[24] Vgl. van den Brink/Romeike (2004), S. 8.

[25] Vgl. ausführlich Fischer/Vielmeyer (2004), S. 460.

vergleichbar, fehlt hier doch die Trennung von Geschäftsführung und deren Überwachung.[26]

Das Bilanzrechtsreformgesetz (BilReG) erweitert die Lageberichtserstattung dahingehend, dass finanzielle Leistungsindikatoren im Rahmen der Analyse der Geschäftstätigkeit und der Lage der Gesellschaft einzubeziehen sind. Ebenfalls ist die voraussichtliche Entwicklung mit ihren Chancen und Risiken zu beurteilen und zu erläutern. Risikomanagementziele und -methoden einschließlich der Methoden zur Absicherung aller wichtigen Arten von Transaktionen sind offen zu legen. Dies betrifft das Risikomanagement im Rahmen von Sicherungsgeschäften sowie die Preisänderungs-, Ausfall- und Liquiditätsrisiken sowie die Risiken aus Zahlungsstromschwankungen jeweils in Bezug auf die Verwendung von Finanzinstrumenten durch die Gesellschaft, sofern dies für die Beurteilung der Lage oder der voraussichtlichen Entwicklung von Belang ist. [27]

2.3 Vergleichende Betrachtung

Zwar bezieht sich das nach Section 404 einzurichtende Kontrollsystem auf das interne Kontrollsystem der Finanzberichterstattung und das nach dem AktG einzurichtende Überwachungssystem auf bestandsgefährdende Risiken, jedoch könnten beide Systeme im Zuge eines integrierten Risikomanagements miteinander verknüpft werden.[28] Es stellt sich mithin die Frage, inwieweit deutsche cross gelistete Unternehmen bei der Einführung von Section 404 SOX auf ein bereits bestehendes (Sub-)System zurückgreifen können. *Gruson/Kubicek* (2003b) sind der Auffassung, dass die Anforderungen der Section 404 SOX durch die §§ 91 AktG, 317 Abs. 4 und 321 Abs. 4 HGB erfasst werden.

Section 302 SOX bezieht sich allgemein auf alle wesentlichen Informationen, das KonTraG stellt lediglich auf bestandsgefährdende Risiken ab. Die

---

[26] Vgl. für einen umfassenden Überblick zur ökonomischen Analyse des Prüfungsausschusses, Böcking (2004), S. 417-440.

[27] Vgl. § 289 I HGB Bundesgesetzblatt 2004 I Nr. 65. Der Begriff des Risikos wird jedoch nicht weiter konkretisiert.

[28] Vgl. van den Brink/Romeike (20025), S. 8.

Veröffentlichungspflicht entsprechend Section 302 SOX ist also wesentlich weiter gefasst.[29] Die Einrichtung eines Publizitätskontrollgremiums durch den Vorstand ist allerdings gem. § 76 Abs. 1 AktG eine zulässige Maßnahme der Geschäftsführung.[30]

Die Bildung eines Prüfungsausschusses steht im Einklang mit § 107 Abs. 3 AktG, wonach der Aufsichtsrat Ausschüsse bilden kann. Nach DCGK 5.3.2 soll ein Prüfungsausschuss eingerichtet werden. Hinsichtlich der von Section 301 SOX geforderten Unabhängigkeit der Mitglieder des Audit Committees stellt sich die Frage, ob nach dem Mitbestimmungsgesetz entsandte Arbeitnehmervertreter als unabhängig zu betrachten sind, da sie ja Angestellte des Unternehmens bleiben. Die Unabhängigkeit wurde jedoch von der SEC bejaht (Rule 10 A-3 (b) (iv) C zum Exchange Act). Altersbezüge für ehemalige Vorstandsvorsitzende, die nicht im Zusammenhang mit der Tätigkeit im Audit Committe stehen, beeinträchtigen nach den Regelung der SEC ebenfalls nicht die Unabhängigkeit (Rule 10 A-3 (b) (1) (ii) (A) zum Exchange Act). Hinsichtlich der Bestellung und Auftragserteilung an den Wirtschaftsprüfer ist festzuhalten, dass zwar gem. Section 301 SOX hierfür das Audit Committee verantwortlich ist, es jedoch nach Auffassung der SEC keine Verletzung von SOX darstellt, wenn das Recht des Heimatlandes des Emittenten vorschreibt, dass die Wahl des Abschlussprüfers durch die Hauptversammlung erfolgt.[31] Die Beaufsichtigung der Wirtschaftsprüfer obliegt gem. Section 301 SOX dem Audit Committee, dies steht nicht im Widerspruch zum deutschen Recht.[32]

Im Hinblick auf die Lösung von Meinungsverschiedenheiten mit dem Wirtschaftsprüfer geht nach *Gruson/Kubicek* das deutsche Recht über die Anforderungen von SOX hinaus. Meinungsverschiedenheiten zwischen Gesellschaft und Wirtschaftsprüfer werden in Deutschland letztendlich durch das zuständige Landgericht und nicht durch den Prüfungsausschuss beigelegt.[33] Hinsichtlich des Whistleblower Prozesses gem. Section 806 SOX[34], enthält das deutsche Aktienrecht

[29] Vgl. Färber/Wagner (2005), S. 156 sowie Menzies (2004), S. 39.

[30] Vgl. Gruson/Kubicek (2003), S. 395.

[31] Vgl. hierzu ausführlich Gruson/Kubicek (2003a), S. 346/347 mit weiteren Quellenangaben.

[32] Vgl. Gruson/Kubicek (2003a), S. 347.

[33] Vgl. Gruson/Kubicek (2003a), S. 348.

[34] Der Whistleblower Prozess soll sicherstellen, dass Mitarbeiter, die Hinweise auf dolose Handlungen und Verletzungen von Buchführungsregeln geben, besonders geschützt werden. Insbesondere

keine Regelungen, können jedoch unter die Überwachung der Geschäftsführung gem. § 111 Abs. 1 AktG gefasst werden.[35]

3. Aufbau der empirischen Untersuchung

Befragt wurden jene deutschen Unternehmen, die zur Zeit an einer US-Börse gelistet sind. Von den 18 befragten Unternehmen antworteten 16, dies entspricht einer Quote von 88,9 %. Von den in den USA gelisteten Unternehmen sind 16 an der NYSE und zwei an der NASDAQ gelistet. Tabelle 3 gibt eine Übersicht über die gelisteten Unternehmen und deren Branche.

Die Befragung erfolgte im Zeitraum Juni/Juli 2005 mittels eines schriftlichen Fragebogens. Die Versendung wurde durch das Deutsche Aktieninstitut durchgeführt. Vor Versendung wurde der Fragebogen in umfangreichen Pre-Tests eingesetzt, um Ungenauigkeiten auszuräumen.

Der Fragebogen wurde so aufgebaut, dass im ersten Teil Fragen zur Angemessenheit und Konkretisierung der Vorschriften zu Risikomanagement und –berichterstattung im System der deutschen Corporate Governance erstellt werden. Teil zwei beinhaltet Fragen zu Risikomanagement und –berichterstattung im Rahmen der SOX Gesetzgebung. Hierbei wird zum einen auf Risikomanagement und –berichterstattung eingegangen sowie auf die Wahrnehmung der Unternehmen im Hinblick auf die Verknüpfung von Risikomanagementsystem und internem Kontrollsystem abgestellt. Ebenfalls werden organisatorische Fragen zum Prüfungsausschuss und der Einrichtung eines Disclosure Committees gestellt. Abschließend wird auf die Notwendigkeit der Verschiebung der Entsprechung mit Section 404 SOX für Foreign Private Issuer durch die SEC eingegangen.

---

genießen diese Mitarbeiter Kündigungsschutz im Hinblick auf die von ihnen gegebenen Informationen. Siehe hierzu Section 806 SOX.

[35] Vgl. Gruson/Kubicek (2003a), S. 348/349 mit weiteren Erläuterungen im Hinblick auf AktG und DCGK.

Tabelle 3: Deutsche Emittenten in den USA

Unternehmen	Industriezweig	Listungsdatum
Aixtron AG	Halbleiter	11.03.2005
Allianz AG	Finanzdienstleistungen	03.11.2000
Altana AG	Chemie	22.05.2002
BASF AG	Chemie	06.07.2000
Bayer AG	Spezialchemie	24.01.2002
DaimlerChrysler AG	Automobilindustrie	26.10.1998
Deutsche Bank AG	Finanzdienstleistungen	03.10.2001
Deutsche Telekom AG	Telekommunikation	18.11.1996
E.ON AG	Versorgungswirtschaft	08.10.1997
Epcos AG	Elektronik	15.10.1999
Fresenius Medical Care AG	Gesundheitswesen	17.09.1996
GPC Biotech AG	Biotechnologie	30.06.2004
Infineon Technologies AG	Halbleiter	13.03.2000
Pfeiffer Vacuum Techn. AG	Maschinenbau	16.07.1996
SAP AG	Software	03.08.1998
Schering AG	Pharmazie	12.10.2000
SGL Carbon AG	Maschinenbau	05.07.1996
Siemens AG	Elektronik	12.03.2001

Bis auf Aixtron AG und GPC Biotech AG, die an der NASDAQ gelistet sind, sind alle anderen Unternehmen mind. an der NYSE gelistet.

In Teil drei werden Fragen zu etwaigen Überschneidungen zwischen deutscher und amerikanischer Corporate Governance gestellt, hierbei wird Bezug genommen auf die Ausführungen unter Abschnitt 2.2 hinsichtlich der Verknüpfung der Systeme Risikomanagement und internem Kontrollsystem. Teil drei des Fragebogens gibt Aufschluss über die Kostentreiber im Rahmen der Entsprechung mit SOX. Der vierte Teil beschäftigt sich mit Fragen zum Projektmanagement der Implementierung von SOX, insbesondere mit den bereits angefallenen Kosten und den geschätzten noch entstehenden Kosten. Letztendlich werden in Teil vier Fragen zu Kosten-Nutzen Aspekten von SOX gestellt. Der letzte Teil des Fragebogens ist wieder direkt mit der Frage der Attraktivität des U.S.-Kapitalmarktes und dem Nutzen eines Zweitlistings in den USA verbunden. Der Fragebogen ist als Anlage I dieser Studie beigefügt.

3.1 Risikomanagement und –berichterstattung in der deutschen Corporate Governance

Ein Fokus liegt insbesondere auf der Wahrnehmung, der Präzisierung und der Angemessenheit der bestehenden deutschen Vorschriften zu Risikomanagement und Offenlegung. Wie zuvor ausgeführt, bestehen zwar entsprechende gesetzliche Regelungen, diese weisen jedoch nur einen geringen Detaillierungsgrad auf. So kommt eine Studie von *Fischer/Vielmeyer* (2004) zur risikoorientierten Unternehmenspublizität für die Geschäftsberichte der DAX 100 Unternehmen für die Geschäftsjahre 1999 bis 2002 zu dem Ergebnis, dass die Risikoberichterstattung maßgeblich durch die Zugehörigkeit zu einem Börsenindex (DAX-30 oder MDAX) determiniert wird. Ferner wurden die Anforderungen des DRS 5 nur teilweise umgesetzt, da zumeist unpräzise und nicht verifizierbare Informationen publiziert wurden.

Die Fragen zu Risikomanagement und Offenlegung sind insbesondere vor dem Hintergrund einer geplanten Neufassung der 4. und 7. EU-Richtlinie bezüglich Risikomanagement und Berichterstattung zum internen Kontrollsystem relevant. Der Vorschlag der EU-Kommission sieht eine Beschreibung des internen Kontroll- und Risikomanagementsystems des Unternehmens im Lagebericht vor. Das EU-Parlament hingegen sieht diese Notwendigkeit momentan nicht. Es bleibt somit abzuwarten, wie die Richtlinienänderung letztendlich ausfällt.[36]

Die Vorschriften zur Einrichtung eines Überwachungssystems werden von 81,3 % der Unternehmen als ausreichend angesehen. Hingegen sehen nur 68,8 % die bestehenden Vorschriften als hinreichend konkret an.

Die Vorschriften zur externen Risikoberichterstattung werden ebenfalls von 81,3 % der antwortenden Unternehmen als ausreichend angesehen. Für 62,5 % der Unternehmen sind sie auch hinreichend konkret formuliert. Lediglich 12,5 % der

[36] Vgl. Europäisches Parlament, Rechtsausschuss 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 (KOM(2004)0725 – C6-0164/2004 – 2004/0250(COD)).

befragten Unternehmen vertreten jedoch die Ansicht, dass die Vorschriften des DCGK zum Prüfungsausschuss und Risikomanagement verpflichtend sein sollten.

Insgesamt werden die deutschen Vorschriften zu Risikomanagement und –berichterstattung von der Mehrheit der Unternehmen als ausreichend und hinreichend konkret angesehen. Das System der deutschen Corporate Governance wird aus Unternehmenssicht mithin als adäquat erachtet.

3.2 Risikomanagement und –berichterstattung im Rahmen des SOX

Für 68,8 % der Unternehmen hat sich das Risikomanagement durch die Einführung von SOX sowohl erweitert, als auch verändert. Die Erweiterungen beziehen sich hierbei schwerpunktmäßig auf die ausführliche Implementierung und Dokumentation der Kontrollen für die Finanzberichterstattung. Hierbei wurde auf dem COSO Rahmenwerk aufgesetzt. Andere Modelle für das interne Kontrollsystem der Finanzberichterstattung wie etwa *Guidance on Assessing Control* des kanadischen Instituts der Chartered Accountants oder der *Turnbull Report* des Instituts der Chartered Accountants in England und Wales wurden nicht genannt. Besonders herausgestellt wurde von acht Unternehmen die umfassende Dokumentation. Ebenfalls wurde die Verknüpfung von Risikomanagement und dem internen Kontrollsystem von sieben Unternehmen hervorgehoben. Veränderungen ergaben sich in organisatorischer Hinsicht. So wurden von drei Unternehmen neue Abteilungen wie etwa Global Risk Management eingerichtet.

Im Hinblick auf Erweiterungen bzw. Veränderungen der Risikoberichterstattung gaben 50,0 % der Unternehmen an, dass sich dieser erweitert bzw. verändert hat. Hierbei wurde keine Ausstrahlungswirkung auf den handelsrechtlichen Lagebericht festgestellt. Die Erweiterungen und Veränderungen schlagen sich schwerpunktmäßig im US Reporting der Unternehmen (Form F-20) sowie der Zertifizierung durch CEO und CFO gem. Section 302 SOX nieder. Dementsprechend hat sich die interne Risikoberichterstattung der Unternehmen augenscheinlich dahingehend verändert, dass die Beurteilung der Wirksamkeit des internen Kontrollsystems der Finanzberichterstattung in das Management Reporting für CEO und CFO einbezogen wurde. Dies gaben sechs Unternehmen als Kommentar an (37,5%).

Die SOX Gesetzgebung bezieht sich schwerpunktmäßig auf das interne Kontrollsystem der Finanzberichterstattung und nicht allgemein auf das Risikomanagement. Wie jedoch unter Abschnitt 2.3 ausgeführt, sind beide Systeme zu einem gewissen Grade miteinander verknüpft und interdependent. 43,8 % der Unternehmen geben an, dass die Fokussierung der Section 404 SOX durchaus geeignet ist, dem Kapitalmarkt Defizite beim Risikomanagement aufzuzeigen. Im Hinblick auf das interne Risikomanagement der Unternehmen ergeben sich für 62,5 % Auswirkungen durch die Implementierung von Section 302 und 404 SOX. Hingegen wird die Risikoberichterstattung nur bei 37,5 % der Unternehmen durch die Implementierung von Section 302 und 404 beeinflusst. Die Wirkungen von SOX erscheinen aus Unternehmenssicht somit primär nach innen gerichtet. Wie schon zuvor ausgeführt scheint im Rahmen der Risikoberichterstattung hauptsächlich das interne Management-Reporting betroffen zu sein.

Das von der SEC präferierte COSO Rahmenwerk stellt aus Sicht von 87,5 % der Unternehmen eine adäquate Verknüpfung zum Risikomanagement dar. Diese Verknüpfung von Risikomanagement und internem Kontrollsystem wurde im Rahmen des COSO Rahmenwerks durch die Ausarbeitung und Fortentwicklung von COSO 2 Enterprise Risk Management noch einmal explizit herausgestellt. 56,3 % der Unternehmen gaben an, dass die Implementierung von Section 404 SOX in das Enterprise Risk Management der Gesellschaft eingebunden ist. Hierdurch wird noch einmal die Interdependenz der beiden Systeme Risikomanagement und internes Kontrollsystem deutlich. Hierin liegt auch ein potentieller Nutzen von SOX, haben doch die Unternehmen die beide Systeme miteinander verknüpfen, die Validierung der in das Risikomanagement einfließenden Zahlenwerke der Finanzbuchhaltung sichergestellt.

In allen befragten Unternehmen ist im Prüfungsausschuss ein Financial Expert – wie von Section 407 SOX gefordert – vertreten. Diese Unternehmen können hiervon auch im Zuge der Kodexrevision von Ziffer 5.3.2 Satz 2 DCGK vom 02.06.2005 profitieren, wird hier doch ebenfalls gefordert, dass ein Financial Expert Mitglied des

Prüfungsausschusses sein soll.[37] Wie unter Abschnitt 2.2 ausgeführt, ist ein Prüfungsausschuss im deutschen *Two Tier System* nur bedingt mit einem Audit Committee im amerikanischen *One Tier System* zu vergleichen. Jedoch kommt dem Audit Committee im Rahmen von Section 301 SOX eine besondere Bedeutung zu, die schon unter Abschnitt 2.2 ausgeführt wurde. Um den Anforderungen von SOX zu genügen, wurde insbesondere auf die Unabhängigkeit der Mitglieder des Prüfungsausschusses unter Beachtung der Sonderregelungen für ausländische Gesellschaften abgestellt. Dieses wurde von vier Untenehmen genannt.

Die Implementierung eines Whistleblowerprozesses wurde von drei Unternehmen genannt. Zwei Unternehmen gaben an, dass der Prüfungsausschuss in organisatorischer Hinsicht keine Änderung erfahren hat und den Anforderungen genügte. Jedoch wurde in einem Unternehmen das Aufgabenspektrum des Prüfungsausschusses erweitert. Die Implementierung eines Prozess zur Vergabe von Prüfungsdienstleistungen und sonstigen durch Wirtschaftsprüfer angebotenen Leistungen durch den Prüfungsausschuss wurde von drei Unternehmen genannt.

Die Einrichtung eines *Disclosure Committees* wurde von 81,3 % der Unternehmen bejaht. Zielsetzung eines Disclosure Committees ist die Erfüllung der Vorgaben von Section 302 SOX. Ihm kommt die Aufgabe zu, sicherzustellen, dass alle offenzulegenden Informationen korrekt und zeitnah veröffentlicht werden.[38]

Die von der SEC beschlossene Verschiebung des Entsprechenstermins der Section 404 SOX für Foreign Private Issuer auf Geschäftsjahre, die am 15. Juli 2006 oder später enden, wird von 50,0 % der Unternehmen als notwendig erachtet, um den gestellten Anforderungen gerecht zu werden. 43,8 % der Unternehmen geben an, dass sie es trotz Verschiebung schon heute als vorteilhaft erachten, diesen in der Wahrnehmung der Öffentlichkeit als streng erachteten Vorschriften zu unterliegen.

[37] Vetter (2005), S. 1699 schlägt vor, den Anforderungskatalog für die Qualifikation des Financial Expert gem. Section 407 SOX auch für Ziffer DCGK 5.3.2 Satz 2 n.F. heranzuziehen.

[38] Vgl. Vater (2004), S. 474-476 zu den grundlegenden Aufgaben eines Disclosure Committees.

3.3 Überschneidungen zwischen deutscher und amerikanischer Corporate Governance

Wie unter Abschnitt 2.2 ausgeführt, stellt das nach dem KonTraG einzurichtende Überwachungssystem auf bestandsgefährdende Risiken ab, das nach Section 404 SOX geforderte interne Kontrollsystem auf die Finanzberichterstattung. Beide Systeme beinhalten aus unserer Sicht bis zu einem gewissen Ausmaß jedoch komplementäre Elemente.[39] Die Kosten der Implementierung des internen Kontrollsystems entsprechend SOX 404 werden also in nicht unerheblichem Maße dadurch determiniert, inwieweit auf bereits bestehenden Kontroll- oder Überwachungssystemen aufgebaut werden kann. 75,0 % der Unternehmen gaben jedoch an, dass das nach dem KonTraG einzurichtende Überwachungssystem keine adäquate Ausgangsbasis zur Implementierung von Section 404 SOX ist. Jedoch sehen 62,5 % der Unternehmen Überschneidungen zwischen beiden Systemen. Allerdings können nur 37,5 % der Unternehmen Synergien zwischen beiden Systemen nutzen. Diese Unternehmen sehen sich auch prinzipiell in der Lage, Erkenntnisse, die im Rahmen der Implementierung von SOX 404 gewonnen werden, in der Lageberichterstattung zu verwenden. Je geringer die Überschneidungen zwischen beiden Systemen sind, umso geringer sind die zu generierenden Synergien und umso höher sind die anfallenden Kosten.

Wie zuvor ausgeführt ist ein Prüfungsausschuss des deutschen Two Tier Systems nicht gleichzusetzen mit einem Audit Committee im One Tier System. Interessanterweise sehen jedoch 81,3 % der Unternehmen einen Prüfungsausschuss der entsprechend nach deutschem Aktienrecht und DCGK eingerichtet wurde prinzipiell in der Lage, die Aufgaben eines Audit Committees im Sinne von SOX zu übernehmen.

3.4 Projektmanagement der Implementierung des SOX

Im Rahmen der Diskussion der Entsprechung mit SOX stehen insbesondere die Kosten, die den betroffenen Unternehmen entstehen, im Vordergrund. Diese sind wiederum eine Funktion der auszuführenden Dokumentations-, Kontroll- und

[39] So auch Lanfermann/Maul (2002), S. 1727.

Testarbeiten. Von der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Ernst & Young wurde die Kostenbelastung amerikanischer Unternehmen im Rahmen von Umfragen erhoben. Ernst & Young hat die Unternehmen zu drei verschiedenen Zeitpunkten befragt und zwar im Dezember 2003, Mai 2004 und September 2004. Wurde in der ersten Umfrage für Unternehmen mit weniger als 1 Mrd. US$ Umsatz mit rund 8.000 Stunden Arbeitsaufwand gerechnet, und bei Unternehmen mit mehr als 20 Mrd. US$ Umsatz mit 80.000 Stunden,[40] so hat sich diese Einschätzung im Zeitablauf signifikant geändert. In der Umfrage im September 2004 erwarteten nahezu 30 % der Unternehmen zu diesem Zeitpunkt einen Anstieg von mehr als 50 % zu ihrer ursprünglichen Einschätzung. 50 % der Unternehmen mit Umsätzen von mehr als 20 Mrd. US$ erwarteten mehr als 100.000 Stunden aufzuwenden.[41]

Um die Kosten für die deutschen Emittenten in den USA abzuschätzen, wurden drei Kostenkategorien gebildet. Diese Kategorien wurden mit gering (bis 2,5 Mio. EUR), mittel (2,5 Mio. bis 5 Mio. EUR) und als hoch (mehr als 5 Mio. EUR) bezeichnet. Korrespondierend wurde das von den Unternehmen zu erbringende Stundenvolumen als gering (weniger als 25.000 Stunden), mittel (mehr als 25.000 Stunden und weniger als 50.000 Stunden) und als hoch (mehr als 50.000 Stunden) bezeichnet. Erfragt wurden die zum Zeitpunkt der Befragung bereits angefallenen Kosten sowie die geschätzten noch anfallenden Kosten für die erstmalige Entsprechung mit SOX 404.

Tabelle 4 gibt Aufschluss über die Kosten und Tabelle 5 über das Stundenvolumen:

Tabelle 4: Kostenvolumen Erstentsprechung SOX 404

	Bereits angefallene Kosten		**Noch anfallende Kosten**	
	Anzahl der Nennungen	**in %**	**Anzahl der Nennungen**	**in %**
Gering: bis 2,5 Mio. EUR	7	43,8 %	8	50,0 %
Mittel: 2,5 Mio. EUR bis 5 Mio. EUR	4	25,0 %	2	12,5 %
Hoch: Mehr als 5 Mio. EUR	5	31,2 %	6	37,5 %
Gesamtanzahl	16	100,0 %	16	100,0 %

[40] Vgl. Ernst & Young (2003), S. 3.

[41] Vgl. Ernst & Young (2004), S. 5.

Ca. ein Drittel der Unternehmen hat bereits mehr als 5 Mio. EUR für die Erstentsprechung mit SOX aufgewendet bzw. erwartet noch anfallende Kosten von mehr als 5 Mill. EUR. Dies verdeutlicht die enormen Kostenbelastungen, die durch die SOX Gesetzgebung entstanden sind.

Auch das aufgewandte bzw. noch aufzuwendende Zeitvolumen erscheint beträchtlich. Mehr als die Hälfte der Unternehmen hat bzw. wird noch mehr als 25.000 Stunden aufwenden, wobei 25,0 % bereits zum Zeitpunkt der Befragung mehr als 50.000 Stunden aufgewandt haben und 31,2 % schätzen noch mehr als 50.000 Stunden aufwenden zu müssen. Bei der Angabe des Stundenvolumens ist zu beachten, dass es sowohl die Stunden der eigenen Mitarbeiter, als auch die externer Berater enthält.

Tabelle 5: Stundenvolumen Erstentsprechung SOX 404

	Bereits angefallene Stunden		**Noch anfallende Stunden**	
	Anzahl der Nennungen	**in %**	**Anzahl der Nennungen**	**in %**
Gering: bis 25.000 Stunden	8	50,0 %	7	43,8 %
Mittel: 25.001 bis 50.000 Stunden	4	25,0 %	4	25,0 %
Hoch: Mehr als 50.000 Stunden	4	25,0 %	5	31,2%
Gesamtanzahl	16	100,0 %	16	100,0 %

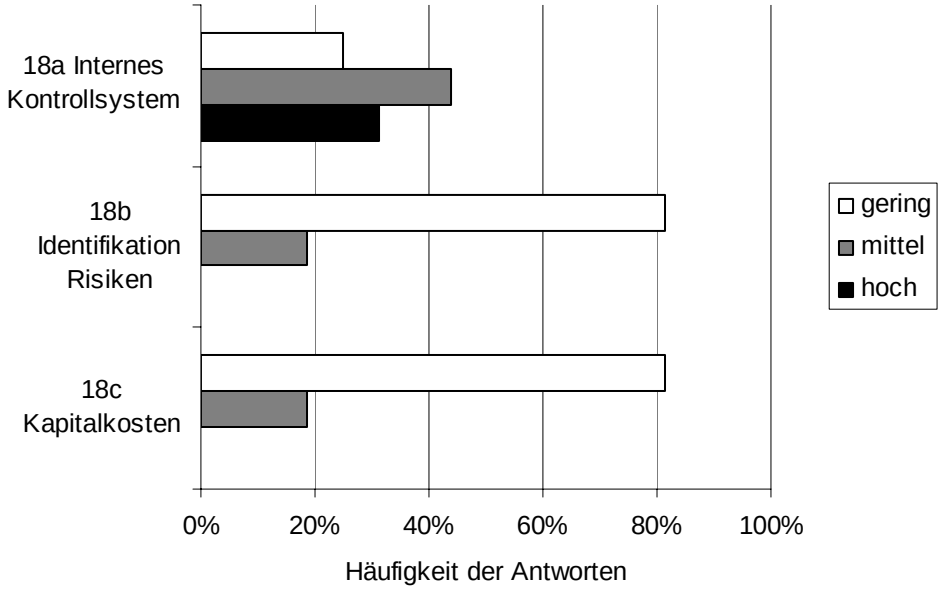
Auf Unternehmensseite werden die Bereiche Rechnungswesen, interne Revision, Recht und Informationstechnologie schwerpunktmäßig als eingebundene Bereiche genannt.

3.5 Kosten und Nutzen aus der Befolgung von SOX

Wie unter Abschnitt 3.4 ausgeführt, erwachsen den Unternehmen durch die Entsprechung mit SOX erhebliche Kosten und binden auch die Personalressourcen des Unternehmens in erheblichem Maße. Der letzte Abschnitt des Fragebogens geht

auf etwaige Nutzenpotentiale ein, die sich aus der Entsprechung mit SOX ergeben können. In Abbildung 1 werden die gegebenen Antworten der Unternehmen graphisch aufbereitet.

Abbildung 1: Auswirkungen SOX auf Unternehmensebene



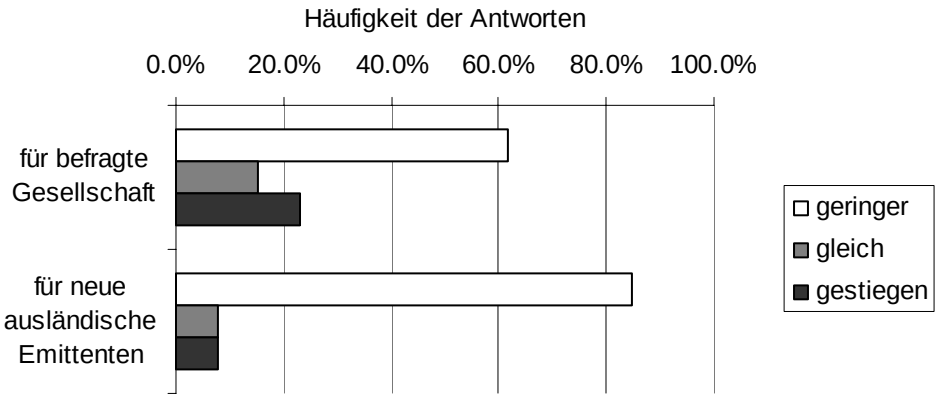
Obwohl ein Kernstück von SOX, Section 404, explizit auf das interne Kontrollsystem der Finanzberichterstattung abstellt, sind für 25 % der Unternehmen lediglich geringe Auswirkungen auf die Verbesserung der Abläufe des internen Kontrollsystems festzustellen. 43,8 % sehen mittlere Auswirkungen und lediglich 31,2 % sehen hohe Auswirkungen. Dies überrascht umso mehr, da das primäre Anliegen der SOX Gesetzgebung gerade ist, das interne Kontrollsystem zu stärken. Ein möglicher Hauptnutzen fällt für ca. zwei Drittel der Unternehmen mittel oder gering aus.

Das Anliegen von SOX, das Vertrauen der Investoren zum einen durch die Verbesserung der Abläufe des internen Kontrollsystems der Finanzberichterstattung und zum anderen durch eine Verschärfung der Haftungsvorschriften von CEO und CFO zu erreichen, würde vermuten lassen, dass sowohl Eigen- als auch Fremdkapitalgeber dies mit geringeren Kapitalkosten belohnen würden. Allerdings sieht die breite Mehrheit der Unternehmen (81,3 %) hier lediglich geringe Auswirkungen, 18,7 % sehen immerhin noch mittlere Auswirkungen.

Bestandsgefährdende Risiken werden ebenfalls nicht durch die Verstärkung der Abläufe des internen Kontrollsystems identifiziert, 81,3 % sehen auch hier lediglich geringe Auswirkungen und 18,7 % sehen mittlere Auswirkungen.

Mögliche Vorteile aus der Befolgung von SOX sind für die betroffenen Unternehmen also eher marginal. Bei den aufgeführten Kostenstrukturen hat sich dementsprechend auch die Attraktivität des Kapitalmarktes der USA für 56,3 % verschlechtert. Die zukünftige Attraktivität des Kapitalmarktes der USA wird für potentielle neue ausländische Emittenten von 87,5 % der Unternehmen als gesunken eingestuft. Abbildung 2 verdeutlicht die gegebenen Antworten.

Abbildung 2: Attraktivität des US-Kapitalmarktes nach SOX



Die Einschätzung der Unternehmen im Hinblick auf die Attraktivität des Kapitalmarktes der USA wird für die NYSE auch durch das Verhältnis der neuen Listungen ausländischer Emittenten zur Anzahl der Gesamtneulistungen belegt, wie die folgende Abbildung verdeutlicht.

Abbildung 3: Listingaktivitäten in den USA nach Herkunft

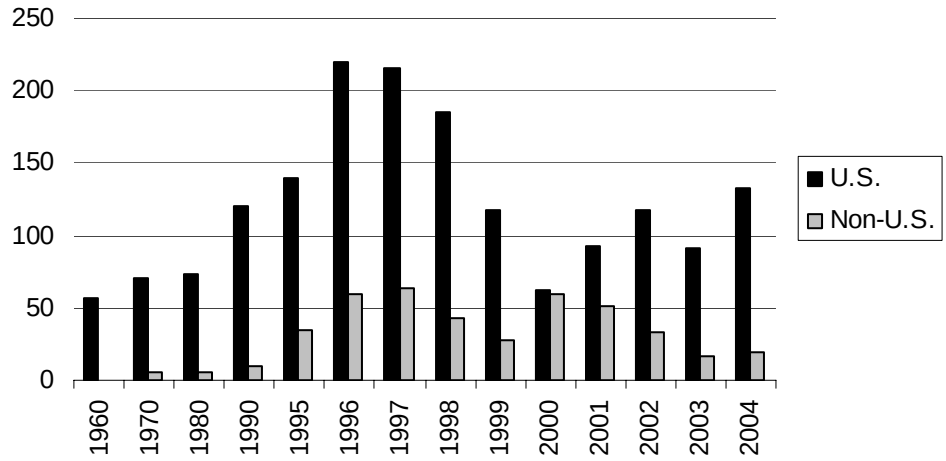
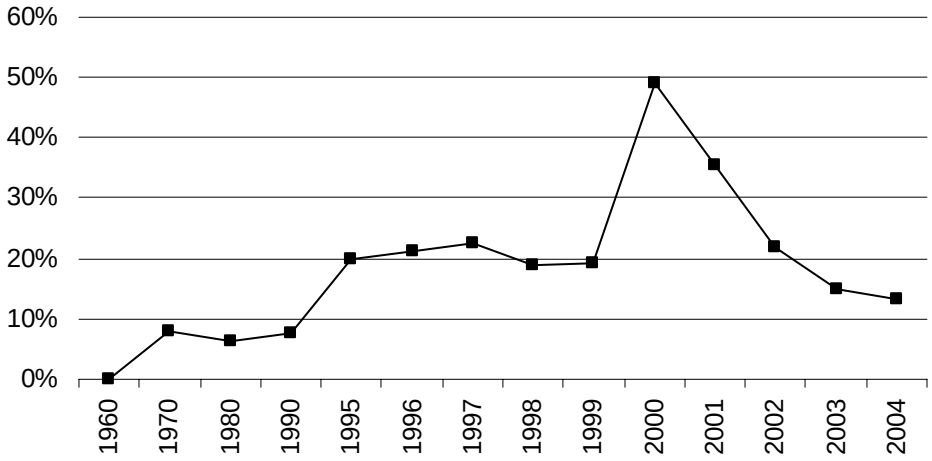


Abbildung 4: Anteil ausländischer neuer Listings an Gesamtlistings



Die Abbildungen 3 und 4 zeigen, dass die Anzahl der Listungen ausländischer Emittenten seit dem Jahr 2000 fällt, während die Anzahl der U.S. Firmen, die an der NYSE gelistet sind, ansteigt. Es ist durch SOX mithin kein Bonding an die US Corporate Governance festzustellen. Bonding beschreibt das Phänomen, dass Gesellschaften aus einer anderen Jurisdiktion sich den Regeln eines Corporate Governance Systems unterwerfen, welcher als effizienter angesehen wird.[42]

[42] Vgl. Wójcik/Clark/Bauer (2004), S. 2.

Eine alternative Erklärung für die geringeren Listigaktivitäten ausländischer Emittenten besteht darin, dass durch die bereits erwähnten Bilanzskandale im Vorfeld der Verabschiedung von SOX die Reputation des U.S. Corporate Governance Systems insgesamt gesunken ist und ebenfalls die Entscheidung einer Zweitlistung in den USA negativ beeinflusst.

Insgesamt erscheint der Nutzen aus SOX in keinem ausgewogenen Verhältnis zu den Kosten zu stehen. Aus Sicht der deutschen Emittenten in den USA ist die Attraktivität des Kapitalmarktes USA jedenfalls gesunken. Dieser Effekt scheint sich generell für ausländische Unternehmen zu bestätigen. Wie gezeigt wurde ist das Verhältnis von Neulistungen ausländischer Unternehmen zu den Gesamtneulistungen an der NYSE stark gesunken. Allerdings berichtet zum Beispiel die Schweizer SBB AG von der Umsetzung von SOX auf freiwilliger Basis, jedoch zugeschnitten auf die unternehmensspezifischen Erfordernisse der SBB AG. Als Hauptnutzen wurde die Verstärkung der Corporate Governance durch die Erhöhung der Transparenz des internen Kontrollsystems angegeben.[43]

4. Schlussbemerkung

Anhand der Ergebnisse der Umfrage wurde aus Unternehmenssicht gezeigt, dass das Risikomanagement und die Risikoberichterstattung im System der deutschen Corporate Governance ausreichend und hinreichend konkret sind. Überschneidungen zwischen dem nach KonTraG zu implementierenden Überwachungssystem und dem internen Kontrollsystem der Finanzberichterstattung gem. Section 404 SOX werden zwar zu einem gewissen Umfang gesehen, jedoch wird deutlich, dass für die Mehrzahl der Unternehmen das Überwachungssystem kein adäquater Ausgangspunkt für die Implementierung von SOX 404 ist. Lediglich eine Minderheit ist in der Lage, hieraus Synergien zu generieren. Allerdings wird sehr wohl der Zusammenhang zwischen Risikomanagement und internem Kontrollsystem gesehen, wobei die Auswirkungen durch SOX hier primär nach innen gerichtet erscheinen. Die entstandenen Kosten, insbesondere durch die Bindung interner und externer Personalressourcen stehen in keinem Verhältnis zu dem etwaigen Nutzen.

[43] Vgl. Bigler (2004), S. 1051.

Selbst eine hohe Auswirkung auf die Verbesserung der Abläufe des internen Kontrollsystems, einem Hauptanliegen der SOX Gesetzgebung, wird nur von einer Minderheit der Unternehmen gesehen. Die Attraktivität des Kapitalmarktes der USA scheint sowohl für bereits gelistete Unternehmen, als auch für Neulistungen durch die Verabschiedung von SOX gesunken zu sein. Diese Unattraktivität des Kapitalmarktes der USA ist direkt verknüpft mit der Diskussion um die Vorschriften zur Deregistrierung bereits gelisteter Unternehmen bei der SEC.

Es bleibt abzuwarten, ob auf europäischer Ebene mit der Neufassung der 4. und 7. Richtlinie ein ähnlicher Weg wie mit SOX in den USA beschritten wird. Sollte sich die Initiative der EU-Kommission durchsetzen, würde es zu einer Konvergenzbewegung in Richtung auf die amerikanische Corporate Governance kommen. Die im Rahmen dieser Studie ermittelten Ergebnisse lassen uns diese Initiative eher skeptisch beurteilen, zumal der Nutzen der sich aus der weitergehenden Regulierung ergibt, für die Unternehmen doch sehr gering zu sein scheint.

Literaturverzeichnis

Alles, Michael G.; **Datar**, Srikant M. (2003): How do you stop the books from being cooked? A management control perspective on financial accounting standard setting and the section 404 requirements of the Sarbanes Oxley Act; Arbeitspapier Rutgers Business School/Harvard Business School, Stand: 4. Dezember 2003, SSRN-Working Paper, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=494226.

Axarlis, Christopher (2004). Financial Services Policymaking in the United States: Theoretical Foundations and Practical Implications, Deutsche Bank Research, EU-Monitor Nr. 16, July 19th, 2004, http://www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD0000000000176653.pdf.

Bhattacharya, Utpal; **Groznik**, Peter; **Haslem**, Bruce (2002): Is CEO Certification of Earnings Numbers Value-Relevant?; Kelley School of Business, Indiana University, http://ssrn.com/abstract=332621.

Bigler, Ernst (2004): Umsetzung von Sarbanes Oxley auf freiwilliger Basis, in: Der Schweizer Treuhänder, 12/2004, S. 1051-1056.

Böcking, Hans-Joachim; **Dutzi,** Andreas; **Müßig**, Anke (2004): Ökonomische Funktion des Prüfungsausschusses im deutschen Corporate Governance System, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 5/2004, S. 417-440.

Böcking, Hans-Joachim (2003): Corporate Governance und Transparenz, in: von Werder, Axel; Wiedmann, Harald: Internationalisierung der Rechnungslegung und Corporate Governance, Stuttgart 2003, S. 247-277.

Bundesgesetzblatt vom 9.12.2004, Teil I Nr. 65: Gesetz zur Einführung internationaler Rechnungslegungsstandards und zur Sicherung der Qualität der Abschlussprüfung (Bilanzrechtsreformgesetz – BilReG)

Ernst & Young (2003): Emerging trends in internal control, initial survey, December 2003. URL: http://www.ey.com/global/content.nsf/US/AABS_-_Assurance_-_Internal_Controls_Summaries_Library.

Ernst & Young (2004): Emerging trends in internal control, third survey, October 2004. URL: http://www.ey.com/global/content.nsf/US/AABS_-_Assurance_-_Internal_Controls_Summaries_Library.

Färber, Nikolaus; Wagner, Thomas M. (2005): Adaption des internen Kontrollsystems an die Anforderungen des Sarbanes-Oxley Act, in: Controlling 3/2005, S. 155-161.

Fischer, Thomas M. **und Uwe** Vielmeyer. (2004)**:** Analyse von Risk Disclosure Scores: Risikoorientierte Unternehmenspublizität der DAX 100 Unternehmen, in: Zeitschrift für kapitalmarktorientierte Rechnungslegung, 4 Jg. Nr. 11, 2004, S. 459-474.

Fischer zu Cramburg, Ralf**; Hannich,** Fabian und **Ziegert**, Nikolas (2004): Delisting und Deregistrierung deutscher Emittenten in den USA –Status Quo,

Änderungsvorschläge und Ergebnisse einer Befragung US-notierter Unternehmen-, in: Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 28.

Ge, Weili; **McVay**, Sarah (2005): On the disclosure of material weaknesses in Internal Control after the Sarbanes-Oxley Act, working paper Ross School of business, University of Michigan and Stern School of Business, New York University, February 16, 2005, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=724481

Grewe, Wolfgang. 2000. "Abschnitt P Ausgestaltung und Prüfung des Risikofrüherkennungssystems." in WP Handbuch 2000. Institut der Wirtschaftsprüfer eds. Düsseldorf: IdW Verlag, pp. 1369-1400.

Gruson, Michael/**Kubicek**, Matthias (2003a): Der Sarbanes-Oxley Act, Corporate Governance und das deutsche Aktienrecht (Teil I), in: Die Aktiengesellschaft, Nr. 8/2003, S. 337-352.

Gruson, Michael/**Kubicek**, Matthias (2003b): Der Sarbanes-Oxley Act, Corporate Governance und das deutsche Aktienrecht (Teil II), in: Die Aktiengesellschaft, Nr. 8/2003, S. 394-406.

Hannich, Fabian; **Heinrich**, Tobias A.; **Kachel**, Petra; **von Oppen**, Matthias N. (2005): Dual Listing –Eine ökonomische und juristische Analyse der Auslandsnotierungen deutscher Unternehmen-, in: Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 30.

Lanfermann, Georg und **Maul**, Silja 82002): Auswirkungen des Sarbanes-Oxley Acts in Deutschland, in: Der Betrieb, 55. Jg. Nr. 34, S. 1725-1732.

Menzies, Christof. (2004): Sarbanes-Oxley Act, Professionelles Management interner Kontrollen, Stuttgart 2004.

Neubürger, Hans-Joachim (2003): Die deutsche Mitbestimmung aus Sicht eines international operierenden Unternehmens, in: Hommelhoff, Peter, Hopt, Klaus J. und v. Werder, Axel: Handbuch Corporate Governance, Köln und Stuttgart 2003.

New York Stock Exchange: Final NYSE Corporate Governance Rules; http://www.nyse.com/pdfs/section303A_final_rules.pdf.

Perino, Michael A. (2003): American Corporate Reform Abroad: Sarbanes-Oxley and the Foreign Private Issuer; SSRN-Working Paper, http://ssrn.com/abstract=439501.

Schmidt, Reinhard H. (2003): Corporate Governance in Germany: an Economic perspective, in: Johann Wolfgang Goethe Universität Frankfurt am Main (Eds.): Working Paper Series: Finance & Accounting, No. 118, March 2000.

Shleifer, Andrei und **Vishny**, Robert W. (1997): A survey of Corporate Governance, in: The Journal of Finance, Vol. LLII, No. 2, S. 734-783.

PCAOB (2004): Auditing Standard – an Audit of Internal Control Over Financial Reporting Performed in Conjunction With an Audit of Financial Statements (Release

No. 2004-01); http://www.pcaobus.org/Rules/Docket_008/2004-03-09_Release_2004-001-all.pdf.

SEC (2005): Managment's report on internal control over financial reporting and certification of disclosure in exchange act periodic reports of non-accelerated filers and Foreign Private Issuers, http://www.sec.gov/rules/final/33-8545.htm.

SEC: Final Rule: Management's Reports on Internal Control over Financial Reporting and Certification of Disclosure in Exchange Act Periodic Reports, http://www.sec.gov/rule/final/33-8238.htm.

Theisen, Manuel René (2003): Risikomanagement als Herausforderung für die Corporate Governance, in: Betriebs-Berater, 58. Jg. Nr. 27.

van den Brink, Gerrit Jan und Romeike, Frank (2005): Corporate Governance und Risikomanagement im Finanzdienstleistungsbereich, Stuttgart 2005.

Vater, Hendrik (2004): Bedeutung, Funktion und Konzeption von Disclosure Committees nach den Vorgaben des Sarbanes–Oxley Act, in: Zeitschrift für kapitalmarktorientierte Rechnungslegung, 4 Jg. Nr. 11, 2004, S. 474-479.

Vetter, Eberhard (2005): Update des Deutschen Corporate Governance Kodex, in: Betriebs-Berater, 60 Jg., Nr. 32.

von Rosen, Rüdiger (2004): Kapitalmarkt und Corporate Goverance unter Einbeziehung der Rechnungslegung, in: Der Konzern 5/2004, S. 325-332.

Wòjcik, Dariusz; **Clark**, Gordon L.; **Bauer**, Robert (2004): Corporate Governance and Cross-listing: Evidence from European Companies," SSRN-Working Paper, http://ssrn.com/abstract=593364.