

Marcus Kiefer

Kritische Analyse der Kapitalmarktregulierung der U.S. Securities and Exchange Commission

Lösungsansatz für eine deutsche und
europäische Enforcement-Instanz als
Bestandteil der Corporate Governance

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Hans-Joachim Böcking

Deutscher Universitäts-Verlag

Inhaltsverzeichnis

Abbildungs- und Tabellenverzeichnis	XV
Abkürzungsverzeichnis	XVII
1 Einleitung und Problemstellung	1
2 Gründe zur Neuordnung des deutschen Kapitalmarkts durch die Errichtung einer enforcement-Instanz	7
2.1 Gegenwärtige Tendenzen als Gründe	7
2.1.1 Internationalisierung der Rechnungslegung	7
2.1.2 Die Börsennotierung deutscher Unternehmen in den USA	12
2.1.3 Konsolidierung europäischer Börsen	14
2.1.4 Die Flucht der Anleger vom Börsensegment „Neuer Markt“	15
2.1.5 Unternehmensschieflagen als evidentes Beispiel für die Erwartungslücke	17
2.2 Das Gefangenendilemma als Grund für die Regulierung der Rechnungslegungsinformationen am Kapitalmarkt	24
2.3 Die <i>Securities and Exchange Commission</i> (SEC) in den USA als Leitbild einer Aufsichtsinstanz am Kapitalmarkt?	27
3 Die SEC als gesetzliches Gremium zur Regulierung des Kapitalmarkts	30
3.1 Aufbau und Handlungsgrundsätze der SEC	30
3.1.1 Organisation der SEC	30
3.1.1.1 Divisionen	31
3.1.1.2 Fachbereiche	34
3.1.2 Die Philosophie, Ziele und Aufgaben der SEC	37
3.1.2.1 Anlegerschutz	38
3.1.2.2 Sicherstellung der Kapitalmarktintegrität	39
3.1.2.3 Erleichterung der Kapitalbildung	39
3.1.2.4 Aufgaben- und budgetmäßige Restriktionen des Auftrags	40
3.1.2.5 Bewertung der Leistung der SEC	41
3.2 Notwendigkeit der Errichtung der SEC – historischer Rückblick	44
3.2.1 Entstehung der bundeseinheitlichen Wertpapiergesetze in den USA	44
3.2.2 <i>Securities Act</i> (SA) von 1933 und <i>Securities Exchange Act</i> (SEA) von 1934	48
3.3 Die SEC als gesetzliches Rechnungslegungsgremium und ihr Einfluss auf das Wertpapierrecht sowie die US-GAAP	50

3.3.1	Die Abgrenzung der SEC von den privaten (Rechnungslegungs-) Gremien.....	50
3.3.1.1	<i>American Institute of Certified Public Accountants (AICPA)</i>	50
3.3.1.2	<i>Committee on Accounting Procedures (CAP)</i>	51
3.3.1.3	<i>Accounting Principles Board (APB)</i>	51
3.3.1.4	<i>Financial Accounting Standards Board (FASB)</i>	52
3.3.2	Die Vorschriften der privaten (Rechnungslegungs-)Gremien im Verhältnis zu denen der SEC	55
4	Überwachung und Sanktionierung durch die SEC	62
4.1	Durchsetzungssystem	62
4.1.1	Organe der Durchsetzung	62
4.1.2	Die Registrierung und Publizität nach dem SA	68
4.1.3	Die Registrierung und Publizität nach dem SEA	70
4.1.4	Öffentliche Bereitstellung der bei der SEC eingereichten Berichte	74
4.1.5	Regulierungsobjekte	75
4.1.6	Prüfung der publizierten Informationen	76
4.1.7	Untersuchung möglicher Normverstöße	82
4.1.8	Ergebnis der Untersuchung	84
4.1.8.1	Entscheidung über die Einleitung eines Rechtsverfahrens	84
4.1.8.2	Durchsetzungsvorschriften	87
4.1.8.3	Verwaltungsverfahren	89
4.1.8.4	Zivilrechtliches Verfahren	89
4.1.8.5	Strafrechtliches Verfahren	90
4.1.9	Sanktionen	91
4.1.9.1	Einigung auf einen Vergleich zwischen den Parteien	91
4.1.9.2	Verwaltungsrechtliche Sanktionen	92
4.1.9.3	Zivilrechtliche Sanktionen	94
4.1.9.4	Strafrechtliche Sanktionen	96
4.1.9.5	Adverse Publizität als übergreifende Sanktion	96
4.1.10	Finanzierungsquellen und -struktur	98
4.2	Die Aufsicht der SEC über das <i>financial accounting</i> und das <i>business reporting</i> 99	
4.2.1	Die Aufsicht der SEC im Hinblick auf das <i>financial accounting</i> der Unternehmen am Beispiel des <i>earnings management</i>	99
4.2.1.1	Der Begriff <i>earnings management</i>	99
4.2.1.2	<i>Earnings management</i> US-amerikanischer Unternehmen	100
4.2.1.3	Die Erwartungen des Kapitalmarkts und die Entlohnung durch <i>stock options</i> als Motive für das <i>earnings management</i>	102
4.2.1.4	Die Methoden des <i>earnings management</i>	104

4.2.1.5	Die Reaktionen der SEC auf das <i>earnings management</i>	106
4.2.1.5.1	Erlass neuer Rechnungslegungsvorschriften	106
4.2.1.5.2	Enforcement gegen registrierte Unternehmen	108
4.2.1.5.3	Maßnahmen zur Sicherstellung der Unabhängigkeit von Wirtschaftsprüfern	109
4.2.1.5.4	Reform der <i>audit committees</i>	114
4.2.2	Die Aufsicht der SEC im Hinblick auf das <i>business reporting</i> der Unternehmen am Beispiel von Pro-forma-Ergebnissen	116
4.2.2.1	Die Publizität von Pro-forma-Ergebnissen der Unternehmen am Kapitalmarkt	116
4.2.2.2	Die Reaktionen der SEC auf Fehlinformationen durch die Bekanntgabe von Pro-forma-Erfolgen	118
4.3.	Kritische Würdigung der Überwachungsfunktion der SEC	121
4.3.1	Die gewaltenübergreifenden Kompetenzen der SEC	121
4.3.2	Die einseitige Ausrichtung der Überwachung an den Interessen der Anleger	123
4.3.3	Die politische und mediale Einflussnahme auf die SEC	126
4.3.4	Der Zusammenhang zwischen der Regulierungsintensität und der Budgetmaximierung	128
4.3.5	Die Auswahl der Untersuchungs- und Durchsetzungsfälle	129
4.3.6	Der Mangel an personellen Ressourcen in der Behörde	130
5	Übertragbarkeit der SEC-Strukturen auf Deutschland bzw. Europa	134
5.1	Gegenwärtiges System der Kapitalmarktaufsicht in Deutschland	134
5.1.1	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und Börsen	134
5.1.2	Abschlussprüfer und Aufsichtsrat	137
5.1.3	Wirtschaftsprüferkammer	139
5.1.4	Registergerichte	144
5.1.5	Steuerliche Außenprüfung	144
5.1.6	Rechtsprechung	145
5.2.	Vorschläge zur marktergänzenden Einrichtung einer <i>enforcement</i> -Stelle in Deutschland	147
5.2.1	Wissenschaftlicher und politischer Stand der Diskussion in Deutschland	147
5.2.2	Synopse: Gegenüberstellung der Ausgestaltung des britischen <i>Financial Reporting Review Panel</i> (FRRP) und der SEC	150
5.3	Mögliche Ausgestaltung eines <i>enforcement</i> -Systems in Deutschland	158
5.3.1	Personelle Besetzung	158
5.3.2	Regulierungsobjekte	160

5.3.3	Rechnungslegungssystem	164
5.3.4	Regulierungssubjekte	164
5.3.5	Proaktive und reaktive Durchsetzungspolitik	166
5.3.6	Prüfung der publizierten Informationen	168
5.3.7	Untersuchung möglicher Normverstöße	168
5.3.8	Auskunfts-, Zeugenvernehmungs- und Einsichtsrecht	169
5.3.9	Diskretion der Untersuchung	170
5.3.10	Judikative Befugnisse	170
5.3.11	Sanktionsmittel	172
5.3.12	Legislative Kompetenzen	174
5.3.13	Finanzierungsquellen und -struktur	176
5.3.14	Zwischenergebnis	176
5.4	Internationale Tendenzen	178
5.4.1	Europäische Gesetzgebungsebene	178
5.4.1.1	Institutionelle Entwicklungen	178
5.4.1.2	Schwächen des europäischen Koordinationsmechanismus der Durchsetzung	182
5.4.2	Veränderungen auf den europäischen Aktienmärkten	185
5.4.3	Exterritorialer Einfluss der SEC	187
5.5	Fazit	190
6	Thesenförmige Zusammenfassung	195
	Anhang	201
	Anlage 1: Registrierungsantrag gemäß SA (<i>Form S-1</i>)	202
	Anlage 2: Registrierungsantrag gemäß Sec. 12b) oder g) SEA (<i>Form 10</i>)	209
	Anlage 3: Jahresbericht gemäß Sec. 13 oder 15d) SEA (<i>Form 10-K</i>)	214
✓	Literaturverzeichnis	227
	Rechtsprechungsverzeichnis	293
	Sonstiges Quellenverzeichnis	294
	1. Gesetze	294
	2. Gesetzentwürfe und Begründungen	295
	3. EU-Empfehlungen, Richtlinien, Übersicht, EU-Verordnungen und EU-Vertrag	296
	4. Übrige Quellen	297