

REGEM Analysis 11**Das System der U.S. Kapitalmarktregulierung: Aufbau, Organisation und strukturelle Änderungen durch den Sarbanes Oxley Act****Gunnar Steck, MA**

Abstract

On December 2, 2001 Enron Corp., a Houston based energy trading company, filed for bankruptcy protection – at that time the largest corporate collapse in U.S. history. Enron's implosion and the fact that it could happen despite a seemingly sophisticated and multi-layered system of controls regulating the U.S. equity markets led to a significant crisis in investor confidence. This paper sets out the regulatory structure of the U.S. equity markets and its alterations caused by the Sarbanes Oxley Act of 2002, widely perceived as a response to the corporate scandals of Enron, WorldCom, and others. It thereby focuses on the Public Company Accounting Oversight Board, its process of creation and its role in the system of authorized self regulation of U.S. equity markets.

Please cite as:

Autor: Gunnar Steck

Titel: „Das System der U.S. Kapitalregulierung: Aufbau, Organisation und strukturelle Änderungen durch den Sarbanes Oxley Act“

REGEM Analysis No. 11, June 2004, Trier University

<http://www.regem.org>

Gunnar Steck

Das System der U.S. Kapitalmarktregulierung: Aufbau, Organisation und strukturelle Änderungen durch den Sarbanes Oxley Act

Inhaltsverzeichnis

1. Einführung	3
2. Regimeorientierung und -organisation	4
2.1 Regimeorientierung – Leitideen und historische Entwicklung der U.S. Kapitalmarktregulierung	5
2.2 Regimeorganisation – die wichtigsten privaten und staatlichen Akteure	6
2.2 Regulierungsreform 2002 – ein Überblick über die wichtigsten Veränderungen	12
3. Das Public Company Accounting Oversight Board – Aufbau, Organisation und Stellung im System	16
3.1 Die Regulierung der Wirtschaftsprüfung bis 2002	16
3.2 Kompetenzen und Organisation des PCAOB	18
3.3 Das Verhältnis des PCAOB zur SEC	20
3.4 Die Politisierung der SEC im Reformprozess	21
4. Zusammenfassung	24
Literaturverzeichnis	26

1. Einführung

Am 2. Dezember 2001 stellte die Enron Corp., Houston/Texas, Antrag auf Gläubigerschutz nach Kapitel 11 des U.S. Insolvenzrechts und verantwortete so den bis dahin größten Konkurs in der amerikanischen Firmengeschichte. Allein am Firmensitz in Houston verloren 4500 Menschen ihren Arbeitsplatz (Reinert 2002) und 1,3 Mrd. US\$ der Altersvorsorge von Enron-Angestellten wurden vernichtet¹ (Liedtke 2002). Weitere 61 Mrd. US\$ an Anlagevermögen gingen mit der Implosion des Aktienkurses des nach Marktkapitalisierung siebtgrößten Unternehmens der USA von 84 US\$ auf 0,2 US\$ innerhalb eines Jahres verloren (Norris 2002). Schmerzlichste Folge des Konkurses und der in seiner Heckwelle einer zunehmend aufgebrachten Öffentlichkeit präsentierten Unzulänglichkeiten der U.S. Kapitalmarktregulierung ist aber wohl der massive Vertrauensverlust in die Integrität der U.S. Aktienmärkte an sich.

So oder ähnlich beginnen viele Studien, die sich in den vergangenen zwei Jahren mit dem Konkurs der texanischen Rohrleitungsfirma Enron auseinander setzten. „Enron“ – schon der Klang dieses Namens ließ die Erde beben und Frösche vom Himmel regnen. Das noch zwei Jahre zuvor den ‚weniger entwickelten‘ asiatischen und lateinamerikanischen Volkswirtschaften nahegelegte U.S. Modell einer effizienten Kapitalmarktregulierung zeigte frappierende Schwächen. Die Aufmerksamkeit, die dem Zusammenbruch von Enron in der amerikanischen Öffentlichkeit zuteil wurde, spiegelt sich dabei auch in der Zahl der mit seiner Aufarbeitung befassten Organisationen: SEC und FBI, das Arbeits- und das Justizministerium, Generalstaatsanwälte mehrerer Bundesstaaten, zehn Aus- und Unterausschüsse des Repräsentantenhauses und des Senats ermittelten (Fischermann 2002). Der Kongress verabschiedete als Konsequenz² bereits am 30. Juli 2002 den ‚Corporate Responsibility Act 2002‘, nach den Vorsitzenden der federführenden Ausschüsse der beiden Parlamentskammern im Allgemeinen als ‚Sarbanes-Oxley Act‘ bezeichnet: Eines der „umfassendsten Stücke an Wirtschaftsregulierung seit der Carter-Regierung“ (Hilzenrath 2002), „die größte Unternehmensreform seit den 30er Jahren“ (Schwarz 2002: 1666), ein „landmark bill“ (SEC 2002c), in jedem Fall „historisch“ (Senate Governmental Affairs Report 2002: 70).

Der Sarbanes-Oxley Act ist sicherlich *die* prominente Regulierungsreaktion des politischen Systems auf die als Krise der U.S. Kapitalmärkte, als Krise des amerikanischen Kapitalismus

¹ Angestellte investieren in den USA durchschnittlich 60% ihrer 401(k) Beiträge (staatlich gefördertes Altersvorsorgemodell) in Aktien des eigenen Unternehmens (Glassman 2002)

² Nach Enron meldeten mit WorldCom und Tyco zwei weitere Großkonzerne im Laufe des Jahres 2002 Konkurs an. WorldCom, mit einer Marktkapitalisierung von mehr als 100 Mrd. US\$, ist der bis heute größte Firmenzusammenbruch der U.S. Geschichte.

an sich perzipierten Bilanzskandale großer börsennotierter Unternehmen in den USA in den Jahren 2001 und 2002. Wegen der gleichermaßen paradigmatischen wie traumatischen Bedeutung von Enron für die U.S. Kapitalmärkte, wegen der breiten öffentlichen Diskussion und der damit zusammenhängenden vielfältigen Quellenlage, schließlich wegen der Schnelligkeit der Regulierungsreaktion bietet sich der Umbau des U.S. Regulierungsregimes rund um den Sarbanes-Oxley Act als Gegenstand politikwissenschaftlicher Forschung an. Nach einer einführnden Betrachtung der institutionellen Merkmale des U.S. Regulierungsregimes richtet sich der Fokus der vorliegenden Arbeit daher auf die Frage, wie sich ein Regulierungsmodell unter den Bedingungen eines „major collapse“ strukturell und organisatorisch verändert³: Inwieweit entstehen neue Organisationen im Gefüge des Regulierungsregimes, welche Aufgaben werden ihnen zugewiesen? Findet eine Abkehr vom Prinzip privater Selbstregulierung statt? Die Analyse der Interessen und Konflikte der am Transformationsprozess beteiligten Akteure und ihrer veränderten Fähigkeit zur Politikgestaltung bildet dabei das Fundament der Untersuchung.

2. Regimeorientierung und -organisation

Grundsätzlich bezeichnet der Begriff der Regulierung die staatliche Aufsicht über private Marktakteure. Aufgabengebiet ist die Regelsetzung (rule-building), die Regelüberwachung (monitoring) und die Durchsetzung der Regeln mit Hilfe der Sanktionierung von Verstößen (Heilmann 2001: 5, Lütz 2002: 23). Häufige Instrumente sind Genehmigungserfordernisse, Berichtspflichten und abgestufte Sanktionskataloge von Schadenersatz über Bußgelder bis hin zu Freiheitsstrafen.

Die Bandbreite regulativer Politik lässt sich als Kombination von vier „Grundmodi“ darstellen, deren unterschiedliche Gewichtung und Bedeutung wiederum das jeweilige nationale Regulierungsregime prägen (zum Folgenden Heilmann 2001: 5-6):

1. die administrativ-obrigkeitliche Regulierung, die sich auf die Rechtssetzungs- und Sanktionierungshoheit des Staates gründet;
2. die konsultativ-kooperative Regulierung, die eine partnerschaftliche Regelsetzung und Regelanwendung zwischen Regulierern und Regulierten zum Ziel hat;

³ Ein weiterer in dieser Reihe veröffentlichter Aufsatz ergänzt den Fokus um veränderte inhaltliche Anforderungen an die Rolle der besonders von der Reform betroffenen Wirtschaftsprüfer: Gunnar Steck, Der Sarbanes-Oxley Act und die Reform der U.S. Kapitalmarktregulierung im Bereich der Wirtschaftsprüfung. Die Ergebnisse, ihre wirtschaftlichen und ihre politischen Antriebskräfte. REGEM (Analysis No.12)

3. die Selbstregulierung durch Marktakteure, die auf Marktwissen, Reputationsbedarf und internen Risikokontrollen der Marktteilnehmer aufbaut;
4. die „Regulatory Capture“, die eine Vereinnahmung der staatlichen Regulierung durch dominierende private Marktakteure beschreibt.

Der Studie liegt Stephen K. Vogels Begriff des „Regulierungsregimes“ zugrunde (vgl. Vogel 1998: 20-24). Vogel unterscheidet dabei zwischen *Regimeorganisation* - der Organisation der staatlichen Akteure, die mit einer bestimmten Industrie befasst sind sowie ihre Beziehung zu den Marktakteuren in dieser Industrie selbst - und *Regimeorientierung* - den Ansichten der staatlichen Akteure darüber, was „gute Regulierung“ in dem jeweiligen Sektor ausmacht bzw. den Leitideen, die ihrem Regulierungshandeln zugrunde liegen. Im Folgenden soll daher insbesondere auf diese beiden Aspekte der amerikanischen Wertpapiermarktregulierung eingegangen werden.

2.1 Regimeorientierung – Leitideen und historische Entwicklung der U.S. Kapitalmarktregulierung

Die Regulierung der U.S. Kapitalmärkte wird üblicherweise als ‚System autorisierter Selbstregulierung‘ charakterisiert: Die Akteure auf den Kapitalmärkten – im wesentlichen also börsennotierte Unternehmen, Händler, Investmentbanken, Analysten, Bilanzprüfer und Rating-Agenturen – überwachen die Einhaltung bundes- und einzelstaatlicher Rechtsvorschriften in eigener Verantwortung. Die gesetzeskonforme Ausübung dieser im Grunde hoheitlichen, aber auf private Akteure delegierten Aufgabe – insofern *autorisierte* Selbstregulierung – wird durch eine staatliche Aufsichtsbehörde überwacht. Auf Bundesebene ist dies in den USA die Securities & Exchange Commission (SEC).

Leitidee dieser im Grunde treffender als Co-Regulierung zu bezeichnenden Organisation eines Regulierungsregimes (McCaffrey 1998: 7) ist – neben der Entlastung des Staates von personal- und kostenintensiver Verwaltungstätigkeit – die den Marktakteuren zugeschriebene größere fachliche Expertise. Die Argumentationsmuster folgen dabei der Linie einer autorisierten Selbststeuerung als Antwort auf die in Wissensdefiziten der Ministerialbürokratie begründete Unfähigkeit des Staates zu zeitgemäßer Regulierung (Lütz 2002: 33). In Verbindung mit dem als Eigeninteresse der Akteure perzipierten Ziel eines integren, dem Investorenschutz ver-

pflichteten und *gerade deshalb* Anlegervermögen akquirierenden Wertpapiermarktes⁴ wird diese Form einer ‚practitioner based self-regulation‘ (Lütz 2002: 66) darüber hinaus als besonders ausgewogen wahrgenommen.

2.2 Regimeorganisation – die wichtigsten privaten und staatlichen Akteure

Gesetzliche Grundlage für die Organisation des U.S. Regulierungsregimes sind zwei aus den 1930er Jahren stammende, immer wieder novellierte Gesetze: der ‚Securities Act‘ aus dem Jahre 1933 sowie der ‚Securities and Exchange Act‘ von 1934.

Die politische Marktaufsicht durch den Kongress

Die Aufsicht über Fragen, die mit der Kapitalmarktregulierung zusammenhängen, ist auf Bundesebene in verschiedenen Aus- und Unterausschüssen des Senats bzw. des Repräsentantenhauses verteilt. Auf der Senatsseite ist das mit Abstand bedeutendste Komitee dabei das ‚Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs‘ dessen Chairman bis zu den Kongresswahlen 2002 Senator Paul S. Sarbanes (D) war. In den Kompetenzbereich dieses Ausschusses fallen die Aufsicht über die SEC und alle anderen Finanzmarktregulierungsorganisationen, er entscheidet über das Budget der SEC und bestätigt auf Vorschlag des Präsidenten die fünf Mitglieder des Boards der SEC. Auf Seiten des Repräsentantenhauses ist zum einen das ‚Energy and Commerce Committee‘ zu nennen, das über Fragen der Wirtschaftsprüfung entscheidet, sowie das ‚Committee on Financial Services‘ mit seinem derzeitigen Vorsitzenden Michael G. Oxley (R), das im ‚House‘ die Aufsicht über die Börsen und Finanzmarktprodukte innehat.

Die administrative Marktaufsicht – die Securities and Exchange Commission

Mit der Verabschiedung des Securities Act sowie des Securities and Exchange Act reagierte der U.S. Kongress auf manipulative Geschäftspraktiken auch renommierter Investmentbanken im Vorfeld des Börsenkrachs vom 24. Oktober 1929. Der Securities and Exchange Act 1934 richtete mit der SEC erstmals eine Aufsichts- und Regulierungsbehörde für den Aktienmarkt ein. Im Mittelpunkt des gesetzlichen Auftrags der SEC wie auch ihres Selbstverständnisses steht seither die Wahrung der Integrität der U.S. Aktienmärkte durch die Gewährleistung möglichst weitgehender symmetrischer Information der Marktakteure: jedem Investor sollen vor

⁴ Zur Kausalkette Anlegerschutz → prosperierende Wertpapiermärkte vgl. Black 2001: 784

einer Anlageentscheidung bestimmte grundlegende Informationen über das jeweilige Wertpapier zugänglich sein (Seligman 1995: 39-40).⁵

Die SEC selbst wird geleitet von einem ‚Board of Commissioners‘, dessen fünf Mitglieder vom Präsidenten mit Zustimmung des Senats ernannt, nicht aber von ihm abberufen werden können⁶. Die Behörde gliedert sich in vier Abteilungen: (1) die ‚Division of Corporation Finance‘, die für die Überprüfung von Bilanzberichten und anderen relevanten Unternehmensdaten zuständig ist; (2) die ‚Division of Market Regulation‘, deren Aufgabe insbesondere in der Regulierung der acht Börsenplätze sowie der Wertpapierhändler und ihrer Standesorganisation, der ‚National Association of Securities Dealers‘ (NASD), besteht; (3) die ‚Division of Investment Management‘, die Investment- und Fondsgesellschaften sowie Anlageberater überwacht; und (4) die ‚Division of Enforcement‘, zuständig für die Untersuchung und Verfolgung von Verstößen gegen nationales Wertpapierrecht. Neben ihrem Hauptsitz in Washington unterhält die SEC elf regionale Geschäftsstellen und greift auf einen Etat in Höhe von 1,5 Mrd. US-Dollar⁷ (SEC 2002a: Tab 16) sowie ca. 3000 Mitarbeiter zurück.

Primäre Aufgabe der SEC ist die Überprüfung der veröffentlichungspflichtigen Unternehmensdaten wie Quartals- und Jahresabschlussberichte oder Börsenprospekte. In der zuständigen Division of Corporate Finance innerhalb der SEC arbeiten 330 Mitarbeiter unter anderem an der Überprüfung der Jahresabschluss- und Quartalsberichte von ca. 17000 Aktiengesellschaften sowie obligatorischen Börsenprospekten im Vorfeld von Neuemissionen. Verstöße gegen nationales Wertpapierrecht untersucht die SEC im Rahmen eines Verwaltungsverfahrens, das zu disziplinarischen Maßnahmen (Bußgeldzahlungen, Berufsverbote) oder zur Erhebung zivilrechtlicher Klagen führen kann. Hier ist die SEC auch selbst klagebefugt. Strafklagen dagegen können ausschließlich durch den jeweils zuständigen Generalstaatsanwalt erhoben werden.

Marktaufsicht durch Marktakteure – Wirtschaftsprüfung⁸

Der Securities Act führte 1933 erstmals eine Registrierungspflicht für die Emission von Wertpapieren ein sowie die Pflicht zur Veröffentlichung eines Börsenprospekts mit differenzierten Unternehmensangaben. Hinzu kam die Auflage regelmäßiger Quartalsberichte von Aktiengesellschaften, deren Anteilsscheine an einer der U.S. Börsen gehandelt wurden. Die Aufgabe

⁵ Vgl. hierzu und zum Folgenden Senate Governmental Affairs Report 2002: 8-15

⁶ Im Folgenden wird dieses Board auch als ‚die Kommission‘ bezeichnet.

⁷ 490.000 US\$ aus Steuermitteln zugewiesenes Budget durch den U.S. Kongress gegenüber 1,1 Mrd. US\$ aus Gebührenaufkommen

⁸ vgl. zum folgenden Senate Governmental Affairs Report 2002: 20-23

der Standardisierung dieser Unternehmensdaten delegierte die SEC bereits 1934 an die Berufsvereinigung der Wirtschaftsprüfer, das ‚American Institute of Certified Public Accountants‘ (AICPA). Das AICPA und unter seinem Dach angesiedelte Gremien – zuletzt das ‚Federal Accounting Standards Board‘ (FASB) – erarbeiteten zu diesem Zweck die ‚Generally Accepted Accounting Principles‘ (US GAAP), die einzigen von der SEC akzeptierten Standards für Rechnungslegung.

Marktaufsicht durch Marktakteure – Wertpapierhandel

Dieses Muster der Delegation der Ausarbeitung und Überwachung von Verhaltensregeln und technischen Normen an berufsständische Organisationen wiederholte sich für den Handel mit Wertpapieren. 1939 registrierte die SEC die ‚National Association of Securities Dealers‘ (NASD) bezüglich des Handels mit *außerbörslich* notierten Wertpapieren als so genannte ‚Self Regulatory Organisation‘ (SRO), 1940 folgt die Registrierung einer SRO für Investmentgesellschaften und Anlageberater. Der börsennotierte Handel selbst wird durch die neun großen nordamerikanischen Börsenplätze (siehe Abb. 2) reguliert. Diese haben eine hybride Funktion: Sie sind einerseits quasi-gouvernementale Organisationen zur Überwachung staatlicher und eigener Regulierungsvorschriften, andererseits mitgliedschaftlich⁹ verfasste Unternehmen, deren Produkte – die jeweiligen Handelsplätze – miteinander in Wettbewerb stehen.

Marktaufsicht durch Marktakteure – Rating-Agenturen

Eine Ausnahme der Kapitalmarktregulierung durch Self Regulatory Organisations stellt die Regulierung der Rating-Branche dar. Die mehr oder weniger seit den 1920er Jahren bestehenden drei bedeutenden Rating-Agenturen Standard & Poor’s, Fitch und Moody’s sind von der SEC als ‚Nationally Recognised Statistical Rating Organisations‘ (NRSRO) anerkannt. Die SEC nimmt aber inhaltlich weder auf die Qualität noch auf das Zustandekommen der Ratings Einfluss. Ein transparenter Marktzugang für neue Mitbewerber zu dem Status einer NRSRO existiert nicht, da die Voraussetzungen der Anerkennung nicht normiert sind. Rating-Agenturen stellen insofern keinen Teil der klassischen autorisierten Selbstregulierung des U.S. Kapitalmarktes dar (Lütz 2002, S.70)

Abb. 1-3 geben noch einmal einen Überblick über die wichtigsten Akteure des regulativen Systems des U.S. Aktienmarktes und ihrer Beziehungen zu einander.

⁹ Mitglieder sind neben großen Investmentbanken auch spezialisierte ‚Boutiquen‘ oder Einzelhändler, so gen. Independent Brokers. Vgl. für die NYSE <http://www.nyse.com/about/members/1022221394057.html>

Abb.1 – Organisation der US Wertpapiermarktregulierung

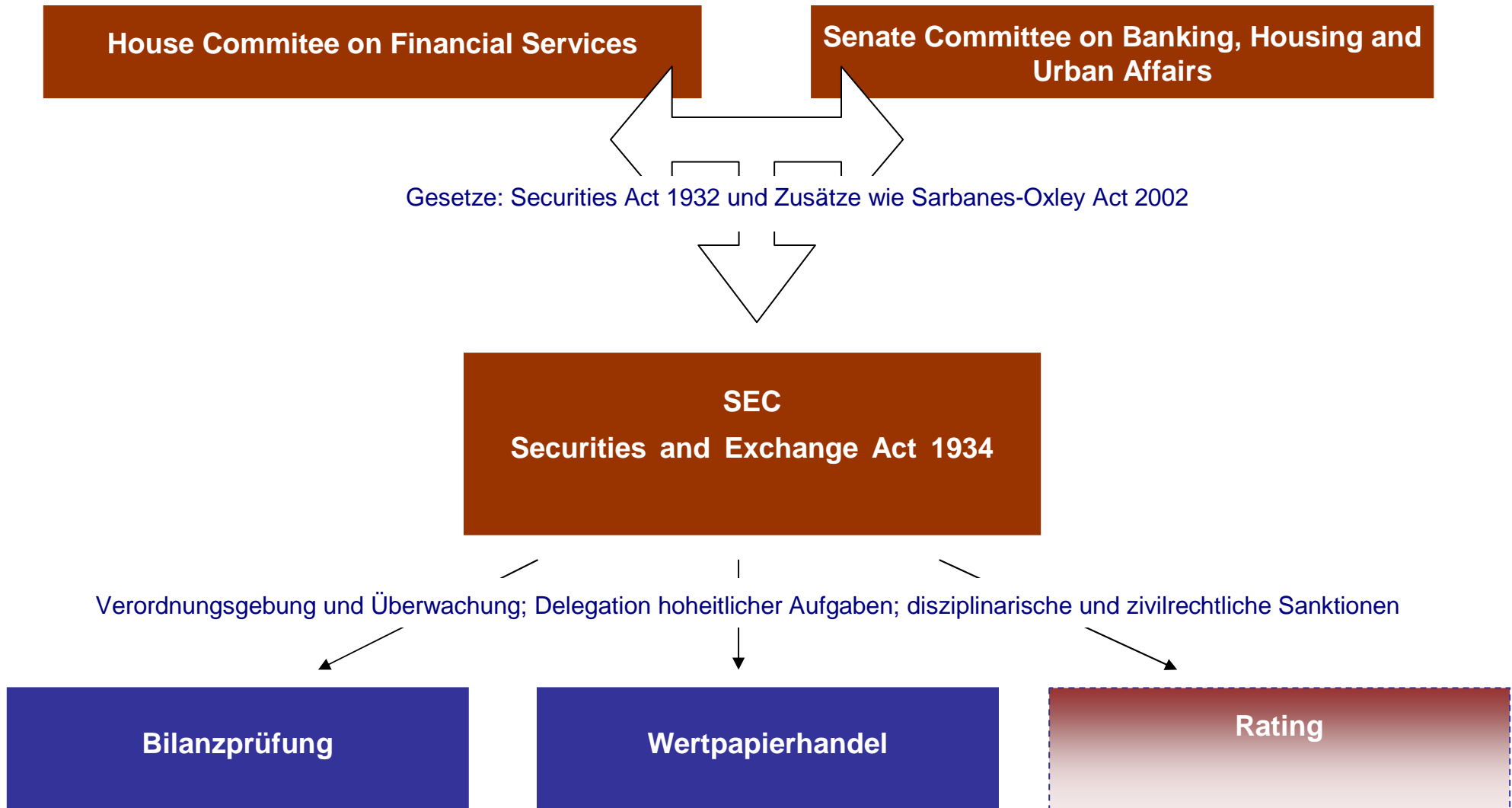


Abb. 2 – Organisation des Regulierungsregimes im Bereich Wirtschaftsprüfung (einschl. Sarbanes-Oxley Act)

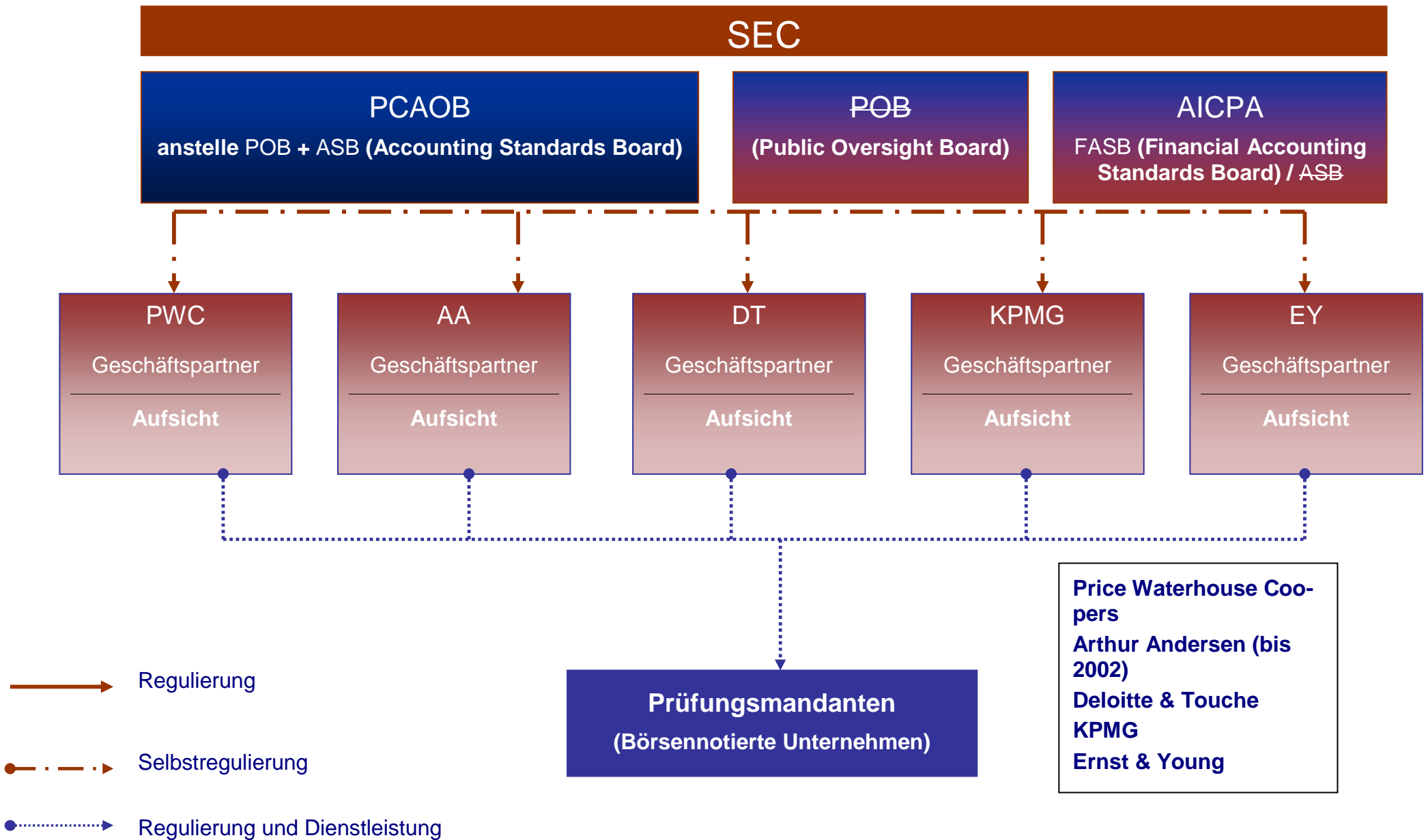
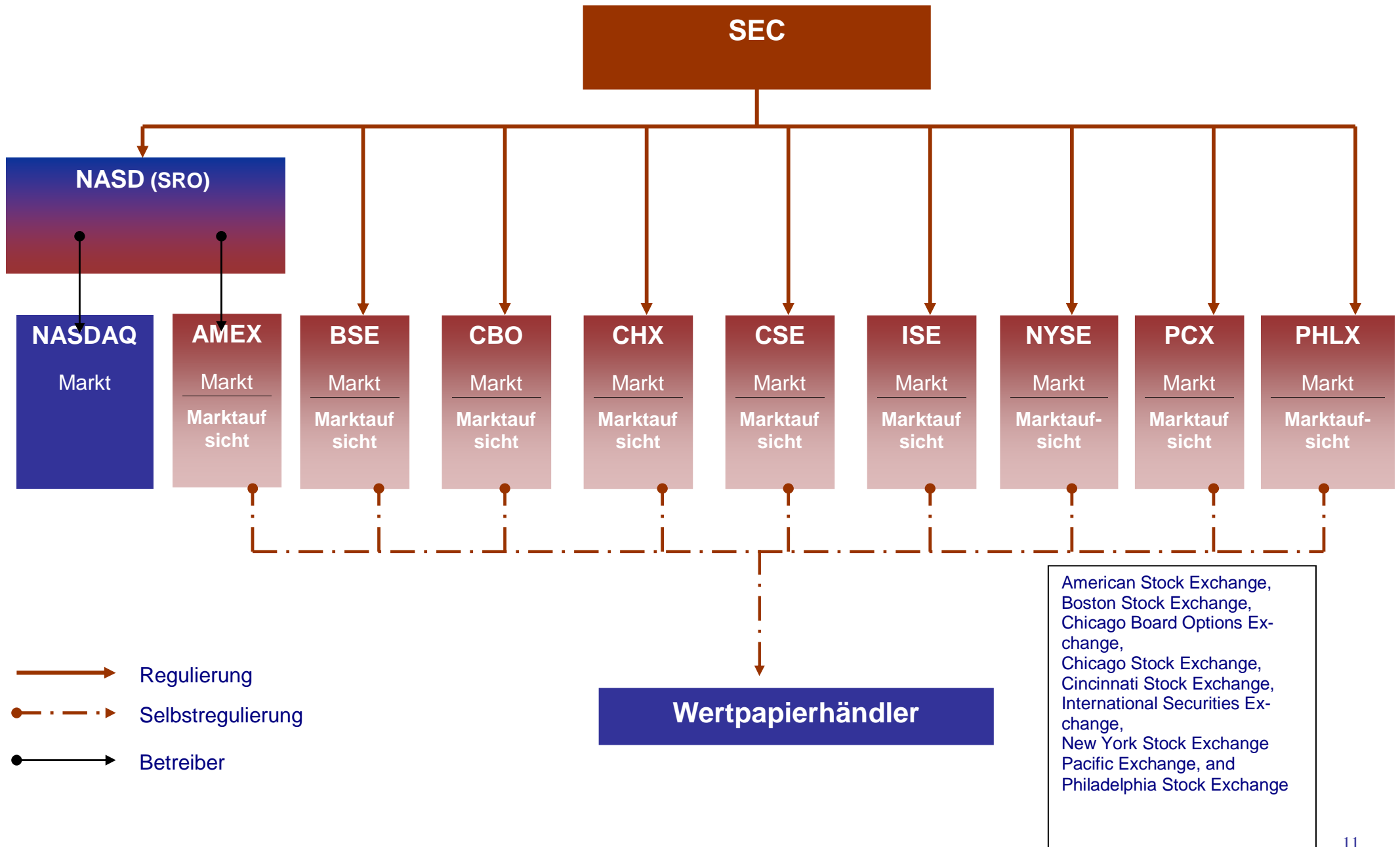


Abb. 3 – Organisation des Regulierungsregimes im Bereich Broker/Dealer und Börsen



2.2 Regulierungsreform 2002 – ein Überblick über die wichtigsten Veränderungen

Die Regulierungsreaktion auf die Skandale um Enron, WorldCom und andere betraf vor allem vier Akteursgruppen: Wertpapierhandel bzw. -analyse, Rating-Agenturen, Wirtschaftsprüfung sowie die SEC selbst .

Wertpapierhandel und -analyse

Der Sarbanes-Oxley Act verlangt in Titel V von der SEC Maßnahmen (1) zur organisatorischen und disziplinarischen Trennung der Analyse- und Investmentabteilungen der Wertpapierhändler und (2) zur obligatorischen Veröffentlichung etwaiger Interessenkonflikte zwischen Wertpapieranalyse und Investmentbanking. Die gesetzliche Ermächtigungsgrundlage überlässt es der SEC als nachgeordnetem Ordnungsgeber, die Ausfüllung der in weiten Teilen nur vage formulierten Anforderungen nach eigenem Ermessen umzusetzen.¹⁰

Am 28. April 2003 veröffentlichten die SEC, die New Yorker Generalstaatsanwaltschaft unter Elliott Spitzer, die NASD, die NYSE sowie die Regulierungsbehörden der Einzelstaaten eine gemeinsam mit zehn Investmentbanken¹¹ getroffene Vereinbarung, die mehrere im Sarbanes-Oxley Act geforderte Maßnahmen umsetzen soll. Gegen jedes der zehn beteiligten Unternehmen liefen bis zu diesem Zeitpunkt Untersuchungen der Regulierer wegen des Vorwurfs irreführender Aktienanalysen, gegen Merrill Lynch und Salomon Smith Barney waren auch Strafprozesse vor New Yorker Gerichten anhängig. Die gerichtlichen und außergerichtlichen Verfahren erledigten sich mit dem Vergleich vom 28. April.

Die Vereinbarung enthält neben Auflagen zur Zahlung von Bußgeldern, zum kostenlosen Angebot unabhängiger Vergleichsanalysen und zu Investitionen in Anlegerbildungsprogramme in Höhe von insgesamt knapp 1,4 Mrd. U.S. Dollar insbesondere (1) Verpflichtungen zur räumlichen Trennung der beiden Geschäftsbereiche Analyse und Wertpapierhandel, zur Trennung der Berichtslinien und der Rechnungslegung sowie zur Entkopplung der Analystengehälter von den Ergebnissen des Wertpapierhandels; (2) Verpflichtungen, in jeder Analyse darauf hinzuweisen, dass eine Ge-

¹⁰ Als Beispiel: "The Commission [...] shall have adopted rules designed [...] to establish structural and institutional safeguards [...] to assure that securities analysts are separated by appropriate informational partitions within the firm from the review, pressure, or oversight of those whose involvement in investment banking activities might potentially bias their judgment or supervision; [...]". Sarbanes-Oxley Act S.47

¹¹ Bear, Stearns & Co. Inc. (Bear Stearns), Credit Suisse First Boston LLC (CSFB), Goldman, Sachs & Co. (Goldman), Lehman Brothers Inc. (Lehman), J.P. Morgan Securities Inc. (J.P. Morgan), Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Incorporated (Merrill Lynch), Morgan Stanley & Co. Incorporated (Morgan Stanley), Citigroup Global Markets Inc., Salomon Smith Barney Inc. (SSB), UBS Warburg LLC (UBS), U.S. Bancorp Piper Jaffray Inc. (Piper Jaffray)

schäftsverbindung mit analysierten Gesellschaften und als Folge davon möglicherweise ein Interessenkonflikt bestehe, der die Objektivität der Analyse beeinträchtigen könne¹²;

Eine Transformation der Regulierungsinstitutionen im Bereich des Wertpapierhandels steht mit den oben beschriebenen Reformen allenfalls am Anfang. Es ist allerdings fraglich, ob die Trennung von Investmentgeschäft und Wertpapieranalyse durchzusetzen sein wird, solange beide Bereiche dem selben Unternehmen angehören – ein Konflikt, der im übrigen erst 1999 durch die Aufhebung des ‚Glass-Steagall Acts‘ und die damit geschaffene Möglichkeit der Verbindung von Geschäfts- und Investmentbanken verschärft wurde¹³. Wie im Fall von Enron haben die beispielsweise mit Krediten bei einem Unternehmen engagierten Banken ein Interesse an möglichst positiven Analysen dieses Unternehmens, wenn andernfalls neben geringerem Investmentgeschäft *zusätzlich* mit ausfallenden Krediten zu rechnen ist. Hinzu kommt, dass Vorstandsmitglieder der Investmentbanken in vielen Fällen Sitze im Board betreuter Aktiengesellschaften einnehmen – ein Umstand, der durch die Diskussion um bevorzugte Aktienzuteilungen im Rahmen von so genannten ‚hot IPO´s‘ an einzelne Geschäftspartner bereits in den Fokus der Öffentlichkeit geraten ist (McGeehan 2003). Der obligatorische Hinweis auf potenzielle Vermögensgefährdungen durch Analysen aus Wertpapierhandelshäusern, die mit der analysierten Gesellschaft in Geschäftsbeziehung stehen (so gen. ‚sell-side-Analysen‘) dürfte lediglich der Eigenart des U.S. Rechtssystems geschuldet sein, auch vor mehr oder minder offensichtlichen Gefahren warnen zu müssen, will man sich nicht horrenden Schadensersatzforderungen aussetzen. Eine substantielle Verbesserung des Investorschutzes bietet er jedenfalls nicht.

Die Interessenkonflikte sind also vielfältiger Art. Entscheidend aber bleibt der weiterhin ungelöste Konflikt innerhalb der Selbstregulierungsorganisationen der Branche, der Börsen. Die Diskussion um von deren Eignern, also vor allem der Brokerfirmen und Investmentbanken, unabhängige Leitungsgremien oder die Diskussion um die organisatorische Trennung der unternehmerischen Leitung von den mit Regulierungsfunktionen betrauten Organen hat 2003 die Berichterstattung über die Reform der NYSE bestimmt. Eine ‚physische‘ Trennung wie zwischen Analysten und Investmentbankern, gar die Einrichtung einer von der SEC abhängigen Regulierungsorganisation, wie sie im Bereich der Wirtschaftsprüfung mit dem PCAOB geschaffen wurde, ist im Umfeld der Börsen bislang nicht einmal Gegenstand der Diskussion.

¹² Der vorgesehene Warnhinweis lautet: “[the broker/dealer firm] does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm might have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report.” Deloitte&Touche, Regulatory Issues vom 30.05.2003, S.1

¹³ Aufhebung 1999 durch den Gramm-Leach-Bliley Act

Rating-Agenturen

Als im März 2001 Todd Shipman, der für Enron zuständige Analyst bei der Ratingagentur Standard & Poor's von Journalisten gefragt wird, wie Enron eigentlich Geld verdiene, antwortet er: "If you figure it out, let me know". Nichtsdestotrotz bewerteten die großen drei Ratingagenturen Enron noch fünf Tage vor Stellung des Konkursantrages als „investment-grade“. Dieses Verhalten ließ im Rahmen der Untersuchung des Skandals Fragen nach der Verlässlichkeit der Ratings aufkommen. Innerhalb des Sarbanes-Oxley Acts findet diese Diskussion allerdings lediglich ihren Niederschlag in einem Auftrag an die SEC, eine Studie zu erstellen über die Rolle von Rating-Agenturen auf dem U.S. Kapitalmarkt, den Zugang zum Rating Markt, über mögliche Interessenkonflikte und über eventuelle eine Neuausrichtung der Regulierungsaufsicht über die Rating-Branche. Der Untersuchungsbericht wurde im Januar 2003 veröffentlicht und im Juli 2003 legte die SEC einen Konzeptentwurf zur Regulierung der Ratingindustrie vor, der vor allem folgende Fragen aufwarf:

- Ist die SEC angesichts der rechtlichen Qualifikation von Credit-Ratings als Meinungsäußerung ohne weitere gesetzliche Grundlage befugt, auf das Zustandekommen von Ratings regulativ einzuwirken?
- Sollte die SEC die Qualifikation von Rating-Agenturen als NRSRO aufgeben und Alternativen zum Einsatz von NRSRO-Ratings als Regulierungsinstrument – z.B. den Gebrauch von internen Credit-Ratings durch Wertpapierhändler – entwickeln?

Die Anhörungen sind mittlerweile abgeschlossen; die Arbeiten an einem Regulierungsentwurf dauern noch an.

Die SEC

Die SEC ist sicherlich *die* zentrale Instanz der Marktaufsicht innerhalb des U.S. amerikanischen Kapitalmarktregimes. Ihr Renommee als ebenso effektive wie zentrale Organisation der Marktaufsicht hat im Zuge der Aufarbeitung der Bilanzskandale der zurückliegenden drei Jahre allerdings erheblich gelitten¹⁴. Der Untersuchungsbericht des Senats zum Enron-Konkurs lässt sich in Bezug auf die Rolle der Kommission mit dem Begriff „Überforderung“ zusammenfassen: Die 330 Prüfer der Division of Corporation Disclosure beschäftigten sich jährlich allein mit ca. 50.000 Quartals-

¹⁴ Vgl. Adrian Michaels (2002): „Outflanked by Spitzer, divided by politics: how the SEC lost authority“, in FT vom 7.11.2002, S.15.

und Jahresberichten, weniger als 16% davon wurden etwa 2001 überhaupt einer Überprüfung unterzogen (Senate Governmental Affairs Report 2002: 11) – Enrons Berichte z.B. seit 1997 nicht mehr.

Die Antwort des Sarbanes-Oxley Act auf diesen Missstand liegt zum einen in einer Erhöhung des Budgets der SEC für das Jahr 2003. Zum anderen aber erhält die SEC mit der Zuweisung der Personal- und Budgethoheit über das neu geschaffene ‚Public Company Accounting Oversight Board‘ (PCAOB, s.u.) eine weitaus unmittelbarere Einflussmöglichkeit auf den gesamten Bereich der Bilanzprüfung in den USA.

Wirtschaftsprüfung

Der Zusammenbruch von Enron wird weitgehend als Konsequenz manipulierter Bilanzen des Konzerns gewertet. Folgerichtig widmet sich der größte Teil des Sarbanes-Oxley Act Vorschriften zu Regulierung und Unabhängigkeit der Abschlussprüfer sowie Publizitätserfordernissen. Von zentraler Bedeutung ist in diesem Zusammenhang die Einführung einer neu geschaffenen Aufsichtsorganisation, des ‚Public Company Accounting Oversight Boards‘ (PCAOB). Das PCAOB ist als Körperschaft privaten Rechts organisiert, untersteht aber sowohl bei der personellen Besetzung seines Verwaltungsrats als auch im Rahmen seiner Haushaltshoheit der Aufsicht der SEC, die auch den durch das PCAOB erlassenen Vorschriften zustimmen muss. Während die übrigen strategisch wichtigen Akteure am Kapitalmarkt die Wertpapiergesetze und die von der SEC erlassenen Vorschriften durch autonom besetzte und finanzierte Selbstverwaltungskörperschaften umsetzen, ist mit dem PCAOB eine quasi-staatliche Aufsichtsinstanz für den Bereich der Bilanzprüfung geschaffen worden.¹⁵ Entstehungsprozess und Kompetenzausstattung dieser wichtigsten strukturellen Neuerung im Gefüge der U.S. Aktienmarktregulierung werden unter Punkt 3. näher beschrieben.

¹⁵ Neben der Neuorganisation der Regulierung der Wirtschaftsprüfungsgesellschaften sieht der Sarbanes-Oxley Act außerdem eine Reihe inhaltlicher Restriktionen ihrer Arbeit zur Vermeidung von Interessenkonflikten vor, vgl. dazu Gunnar Steck, Der Sarbanes-Oxley Act und die Reform der U.S. Kapitalmarktregulierung im Bereich der Wirtschaftsprüfung. Die Ergebnisse, ihre wirtschaftlichen und ihre politischen Antriebskräfte. (REGEM Analysis No.12)

3. Das Public Company Accounting Oversight Board – Aufbau, Organisation und Stellung im System

„Die Ära der Selbstregulierung bei den Wirtschaftsprüfern ist vorbei.“ Harvey Pitt wird mit diesem Satz zitiert, im Sommer 2002 (Schwarz 2002: 1668). Die Selbstregulierung der Branche galt vielen eh als „schlechter Scherz“ (Levitt 2002: 127). Als sichtbares Zeichen für den Anbruch einer neuen Ära steht das durch den Sarbanes-Oxley Act konstituierte ‚Public Company Accounting Oversight Board‘ (PCAOB)¹⁶: Das Herzstück und „wichtigste Element“ der Regulierungsreform der U.S. Aktienmärkte (Economist 2002e).

Die Errichtung einer neuen Aufsichtsbehörde als Ersatz für eine Selbst-Regulierungsorganisation würde sich nahtlos in eine für den amerikanischen Regulierungskontext häufig festgestellte Tendenz einfügen. Susanne Lütz beschreibt diese Tendenz als „Trend zur ausschließlich staatlich-administrativen Regulierung des Handelsgeschehens“, wobei eine Verstaatlichung der Aufsichtsfunktionen auch am ehesten „amerikanischen Traditionen formalisierter und restriktiver Überwachung“ entspreche (Lütz 2002: 218, 207). Auf den folgenden Seiten soll näher auf Kompetenzen und Organisation des PCAOB eingegangen und dabei diese These von einer Intensivierung der administrativen Finanzaufsicht überprüft werden. Bedeutet die Einrichtung der Organisation tatsächlich das Ende der Selbstregulierung der Wirtschaftsprüfung? Stellt sie neben der SEC eine zweite spezialisierte Regulierungsbehörde zur Überwachung der Aktienmärkte dar? Wenn ja, wie ist ihr Verhältnis zur SEC?

3.1 Die Regulierung der Wirtschaftsprüfung bis 2002

Regelsetzung

Dem Regulierungsregime der amerikanischen Wirtschaftsprüfung liegen zwei Regelwerke zugrunde: Die Bilanzierungsrichtlinien GAAP (Generally Accepted *Accounting* Principles) sowie die Prüfungsrichtlinien GAAS, Generally Accepted *Auditing* Standards). Während GAAP sowohl für Unternehmen als auch für Abschlussprüfer detailliert darlegen, auf welche *Art* Bilanzen börsennotierter Gesellschaften in den USA zu erstellen sind, um den Investmentgesetzen und insbesondere den Richtlinien der SEC zu entsprechen, bestimmen GAAS den Prüfungsprozess der nach GAAP erstellten Bilanzen (Benston 2003: 19).

¹⁶ Das PCAOB wird im Folgenden auch als ‚das Board‘ bezeichnet.

Der Securities Act bzw. der Securities and Exchange Act von 1933/34 wiesen die Kompetenz zur Setzung beider Standards ursprünglich der SEC zu¹⁷. Von Beginn an delegierte diese die Aufgabe aber an die berufsständische Organisation der Wirtschaftsprüfer, das AICPA bzw. dessen Vorgängerorganisation die ‚Trade Association for Accountants‘. Während die Standardsetzung im Bereich GAAP 1973 nach einer Reihe von Bilanzskandalen dem neugegründeten ‚Financial Accounting Standards Board‘ (FASB) übertragen wurde, blieb die Regelsetzung für GAAS in der Kompetenz des AICPA bzw. seines ‚Accounting Standards Boards‘, des ASB (Senate Governmental Affairs Report 2002: 21).

Nach einem ersten vergeblichen Versuch der Reorganisation des Selbstregulierungsregimes nach Skandalen um Bilanzfälschungen in den 1970er Jahren kam es 1997 nach konfliktreichen Verhandlungen zwischen SEC und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften zur Gründung des ‚Independence Standards Board‘ (ISB) als Ersatz für das ASB. Dessen finanzielle, organisatorische und personelle Abhängigkeit von der Berufsvereinigung der Wirtschaftsprüfer aufzubrechen und so den Standardsetzungsprozess zu forcieren, war das Ziel des damaligen Vorsitzenden der SEC, Arthur Levitt. Die personelle Unabhängigkeit des Independence Standards Board wurde durch eine paritätische Besetzung durch AICPA und SEC erreicht. Finanziell allerdings blieb das ISB vom AICPA abhängig und konnte daher die von Levitt intendierte Bedeutung nie erlangen¹⁸ (Levitt 2002: 119-120).

Regelüberwachung und -durchsetzung

Auch die Überwachung und Durchsetzung der Standards blieb bis 2002 in den Händen der Branche selbst. Zwar besitzen die in den Einzelstaaten für die Zulassung der Wirtschaftsprüfer¹⁹ zuständigen Behörden das Recht, Verstöße gegen GAAS oder andere (gesetzliche) Vorschriften mit dem Entzug der Zulassung oder mit Geldbußen zu ahnden. Diese ‚State Boards of Accountancy‘ gelten allerdings meist als unterfinanziert und mit zu geringen Personalmitteln ausgestattet, um als Disziplinierungsinstanz Bedeutung erlangen zu können (Hilzenrath 2001: 3).

Aber auch das innerhalb der AICPA für die Regelüberwachung und -durchsetzung zuständige 15-köpfige Accounting Standards Board ging nur selten gegen einzelne Prüfer wegen der Verletzung

¹⁷ Securities Act § 19(a), 15 U.S.C. § 77s(a); Exchange Act § 13(b), 15 U.S.C. § 78m(b)

¹⁸ In den Verhandlungen zur Gründung des ISB wurde die Seite der Wirtschaftsprüfer übrigens vom Nachfolger Levitts als Vorsitzender der SEC Harvey Pitt, vertreten, der in einem Weißbuch des AICPA sowohl die Notwendigkeit strikterer Regulierungsvorschriften in Frage stellte als auch die SEC für ihre übermäßige „command and control“ Regulierung scharf angriff (Levitt 2002: 119).

¹⁹ Und nur durch zugelassene Prüfer testierte Bilanzen dürfen bei der SEC eingereicht werden.

von Auditing Standards vor. Das ASB war Teil der so genannten ‚Professional Ethics Division‘ der AICPA und beschränkte sich größtenteils auf die Organisation eines vierteljährlichen so genannten ‚Peer-Review‘-Prozesses, in dem die Arbeitsprozesse einer Prüfungsgesellschaft durch eine andere, den ‚Peer‘, untersucht wurden. Für die an den U.S. Börsen notierten Großunternehmen beschränkte sich dabei die ‚Peer-Group‘ auf die großen fünf Prüfungsunternehmen. Die Sanktionskompetenz des ASB bestand im Höchstfall immerhin im Ausschluss des Betroffenen aus der AICPA, was praktisch einem Berufsverbot entsprach (Senate Governmental Affairs Report 2002: 21).

Nachdem ihr in einer Reihe von Bilanzskandalen Mitte der 1970er Jahre Ineffizienz und zu große Abhängigkeit von der zu regulierenden Industrie vorgeworfen worden war, wurde der regulative Prozess der AICPA 1977 der Kontrolle des ‚Public Oversight Board‘ (POB) unterstellt. Dem POB, einem aus fünf renommierten, branchenfremden und insofern als unabhängig geltenden Persönlichkeiten²⁰ zusammengesetzten Board, oblag die Untersuchung von Bilanzunregelmäßigkeiten auf „Umstände, die das öffentliche Vertrauen in die Integrität der Abschlussprüfung beeinträchtigen“²¹. Finanziert wurde auch das POB aus Mitteln des AICPA, das eine Budgeterhöhung immer wieder als Verhandlungsmasse in Auseinandersetzungen mit der SEC einsetzte (Peel 2002b, Michaels 2001a), gleichzeitig über Mittelsperungen im Einzelfall Einfluss auf die inhaltliche Arbeit des Boards nahm (Levitt 2002: 126-127).

Die von der Branche organisierte und finanzierte Selbstregulierung stand dann nach den Bilanzskandalen 2001/2002 erneut im Mittelpunkt der Kritik. Im März 2002 beschloss das POB angesichts der sich abzeichnenden Einrichtung einer neuen regulativen Organisation der Wirtschaftsprüfung seine Selbstauflösung (Senate Governmental Affairs Report 2002: 22).

3.2 Kompetenzen und Organisation des PCAOB

Aufgaben und Kompetenzen

Das Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) übernimmt die Aufgaben des Accounting Standards Boards und des Public Oversight Boards, d.h. sowohl Setzung als auch

²⁰ Bis Ende 2000 war beispielsweise Paul O’Neill, Finanzminister der Clinton-Administration, Mitglied des POB (Peel 2002).

²¹ „[...] matters that affect public confidence in the integrity of the audit process“ (Satzung des POB, zitiert nach Peel 2002b)

Durchsetzung der Rechnungslegungsstandards mittels Überwachung aller zugelassenen Wirtschaftsprüfer. Der bisher angewandte vierteljährliche Peer-Review-Prozess wird durch eine jährliche, stichprobenartige Prüfung jeder Wirtschaftsprüfungsgesellschaft mit mehr als 100 Mandanten (jedes dritte Jahr für alle anderen) ersetzt. Über die Möglichkeiten seiner Vorgängerorganisationen hinaus besitzt das Board weitreichende Kompetenzen im Ermittlungsverfahren, wie etwa das Recht, Zeugen vorzuladen oder Beweismittel zu beschlagnahmen. Die ihm zur Verfügung stehenden Sanktionsmittel reichen vom Berufsverbot für einzelne Wirtschaftsprüfer und ganze Unternehmen bis hin zu Geldstrafen in Höhe von 750.000 US\$ für Einzeltäter und 15 Mio. US\$ für Unternehmen (Benston 2003: 67). Gerade diese Möglichkeit der Bestrafung von Prüfungsfirmen stellt gegenüber den bislang zulässigen Sanktionen eine ganz grundlegende Kompetenzerweiterung dar.

Organisation

Dem PCAOB wird durch den Sarbanes-Oxley Act die Rechtsform einer privatrechtlich organisierten, nicht gewinnorientierten Körperschaft zugewiesen. Ausdrücklich normiert das Gesetz, dass es sich um keine staatliche Behörde handle und dass keiner der Angestellten zugleich einer Bundesbehörde angehören dürfe:

„The Board shall not be an agency or establishment of the United States Government, (...). No member or person employed by, or agent for the Board shall be deemed to be an officer or employee of or agent for the Federal Government by reason of such service.“ (§ 101b SOA)

Das Führungsgremium besteht aus fünf hauptamtlichen Mitgliedern, die von der SEC berufen werden. Diese Berufung erfolgt im Einvernehmen mit dem Vorsitzenden des Verwaltungsrats der U.S. Notenbank sowie dem Finanzminister (§ 101e 4A SOA). Höchstens zwei der fünf Mitglieder dürfen zugelassene Wirtschaftsprüfer sein, jedes einzelne aber muss als sachverständig in Finanzfragen gelten und das Kriterium hoher „Reputation und Integrität“ erfüllen (§ 101e 1 SOA).

Die Finanzierung des PCAOB wird aus Mitgliedsbeiträgen und Gebühren bestritten. Der Zwangsmitgliedschaft sind neben den Wirtschaftsprüfungsgesellschaften auch alle börsennotierten Unternehmen unterworfen. Sowohl die Bestimmung der Beitragshöhe – Einnahmeseite – als auch der Verwendung der Mittel – Ausgabenseite – gehört zum Autonomiebereich der Organisation. Für 2004 verfügt das PCAOB über Mittel in Höhe von 101 Mio. US\$ (PCAOB 2004a).

3.3 Das Verhältnis des PCAOB zur SEC

Die Bestimmungen des Sarbanes-Oxley Act

Das PCAOB untersteht der Aufsicht durch die SEC²². Die Kommission übt diese vor allem mittels eines Zustimmungserfordernisses für den Haushalt und die durch das PCAOB erlassenen Vorschriften aus. Diese so genannten „rules“ umfassen dabei das gesamte Aufgabengebiet der Organisation, also neben dem verbindlichen Verhaltenskodex für Wirtschaftsprüfer (GAAS) etwa die Art und Höhe von Sanktionen oder die Häufigkeit von Prüfprozessen. Die Bedeutung des Zustimmungserfordernisses durch die SEC für die Arbeit der neuen Organisation ist dementsprechend enorm. Hinzu kommt, dass der SEC bei seiner Ausübung ein weiter Ermessensspielraum eröffnet ist, der lediglich durch die unbestimmten Rechtsbegriffe der Notwendigkeit und Angemessenheit begrenzt ist:

„The Commission shall approve a proposed rule, if it finds that the rule is (...) necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.“ § 107b 3 SOA

Neben der bestimmenden Rolle der SEC bei der Besetzung der Board-Mitglieder sichern diese Regelungen des Sarbanes-Oxley Act der Kommission einen signifikanten Einfluss auf die Arbeit des PCAOB. Durchgesetzt wurde die weitgehende Aufsichtsfunktion der SEC, die in dem ursprünglichen Entwurf von Senator Paul Sarbanes (D) nicht vorgesehen war und die von der AICPA schon als „de facto government takeover of the accounting profession“ kritisiert worden war (Economist 2002f) vom ‚House Committee on Financial Affairs‘ unter dem Republikaner Michael Oxley (Economist 2002g). Der scheinbare Widerspruch einer Verschärfung der behördlichen Aufsichtsfunktion durch die der Re-Regulierung ansonsten unverdächtigen Republikaner klärt sich bei einer Einbeziehung der die SEC betreffenden Teile der Reformgesetzgebung. Die SEC hatte parallel zu den Beratungen um die Schaffung einer unabhängigen Aufsichtsinstanz im Kongress ihre eigenen Vorstellungen in einem im Juni 2002 veröffentlichten Verordnungsentwurf²³ vorgestellt. Er sieht die Gründung eines von der Industrie (Wirtschaftsprüfer und Prüfungsmandanten) getragenen ‚Public Accountability Board‘ vor, dem PCAOB vergleichbar in Aufgaben, Kompetenzen und Finanzierung. Die SEC behielt sich in dem Entwurf allerdings das Recht vor, Entscheidungen und Verordnungsentwürfe dieses Board nicht nur abzulehnen sondern auch abzuändern²⁴. Während dem PCAOB das alleinige Vorschlagsrecht zusteht, hätte die SEC in die-

²² § 107a SOA: „The Commission shall have oversight and enforcement authority over the Board, (...)“

²³ SEC: Proposed Rule. Framework for Enhancing the Quality of Financial Information Through Improvement of Oversight of the Auditing Process. (SEC 2002b)

²⁴ „(...) authority to review, alter, modify or abrogate any PAB rule or disciplinary sanction.“ SEC 2002b.

sem Szenario einen wesentlichen inhaltlichen Einfluss auf die Arbeit der Organisation nehmen können. Folgerichtig bezeichnet der Entwurf das ‚Public Accountability Board‘ auch als die Aufsichts- und Vollstreckungsanstrengungen der SEC lediglich unterstützend und ergänzend (SEC 2002b).

Die Kommission besitzt nämlich bereits auf Grundlage des ‚Securities Act‘ bzw. des ‚Securities and Exchange Act‘ die Kompetenz, ganze Wirtschaftsprüfungsgesellschaften wegen Verstoßes gegen Rechnungslegungsstandards zu sanktionieren. Die einzige Sanktionsmöglichkeit besteht insofern jedoch in einem vollständigen Berufsverbot und ist dementsprechend selten anwendbar. Völlig ungeeignet erscheint dieses Instrument in Bezug auf eine der großen fünf Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, hätte doch ein Ausschluss die ohnehin problematische Oligopolsituation innerhalb der Branche nur verschärft²⁵. Aus Sicht der Verfechter einer stärkeren Rolle des Staates in der Aktienmarktaufsicht hätte es daher nahe gelegen, die SEC mit einem differenzierten Arsenal an Sanktionen und den zur effektiven Marktaufsicht erforderlichen Finanzmitteln auszustatten (Benston 2003: 67-68). Zusätzlich hätten die bestehenden Selbstregulierungsorganisationen zu einem ‚Public Accountability Board‘ im Sinne der SEC ausgebaut werden können. Während Präsident Bush eine in diese Richtung weisende und vom Repräsentantenhaus mit der überzeugenden Mehrheit von 422 zu 2 Stimmen vorgeschlagene Mittelerhöhung für die SEC um 77%²⁶ im Juni 2002 zunächst auch zu unterstützen schien (Michaels 2002a), stoppte er im Oktober einen entsprechenden Haushaltsentwurf und votierte für eine Erhöhung des Budgets 2003 um lediglich 30% (Michaels 2002b). Als Signal der Stärkung der SEC ist dies von der Öffentlichkeit nicht interpretiert worden – trotz gegenteiliger Beteuerungen des Weißen Hauses (Economist 2002i).

3.4 Die Politisierung der SEC im Reformprozess

Neben der finanziellen Ausstattung ist die Frage der Besetzung der Leitungsebene regulativer Einrichtungen im politischen Diskurs innerhalb der USA ein entscheidendes Kriterium für die Unabhängigkeit einer Organisation. Für die Auswahl des ersten Vorsitzenden des PCAOB gilt dies im doppelten Sinn. Nicht nur die Unabhängigkeit des PCAOB sollte daran zu messen sein, auch jene der SEC: Stellvertretend für viele Kritiker des SEC-Vorsitzenden (2001-2003) Harvey Pitts kündigte Senator Sarbanes an, dessen Glaubwürdigkeit an der Auswahl des Vorsitzenden des PCAOB messen zu wollen (Economist 2002e).

²⁵ Aspekt des ‚too big to fail‘

²⁶ von 438 auf 776 Mio. US\$

Die Glaubwürdigkeit Harvey Pitts

Die Amtsführung Harvey Pitts war während des gesamten Reformprozesses von außergewöhnlicher Skepsis begleitet. Diese Skepsis war zum einen dem beruflichen Hintergrund Pitts geschuldet: Der auf Kapitalmarktrecht spezialisierte Rechtsanwalt Pitt war unter anderem durch die erfolgreiche Verteidigung des wegen Insiderhandels angeklagten Ivan Boeskys in den 1980er Jahren zu gewisser Berühmtheit gelangt und hatte noch 1998 die Wirtschaftsprüfungsunternehmen im Konflikt mit der SEC um die Schaffung des Independence Standards Board vertreten.

Allerdings ist es gerade diese externe Expertise, auf der nicht nur die amerikanische Aktienmarktregulierung, sondern U.S. Regulierungsregime im Allgemeinen basieren²⁷. Entscheidender – vor allem aber nachteiliger – für die Glaubwürdigkeit Pitts als „investor advocate“ waren seine Äußerungen zu Beginn der Bilanzskandale um Enron, WorldCom & Co. Noch im Herbst 2001 hatte Pitt eine „neue Ära im Geist von Respekt und Kooperation“ zwischen Wirtschaftsprüfern und der Regulierungsbehörde ausgerufen – eine Wortwahl, die nach Ansicht einiger Senatoren das falsche Signal sowohl an die zu beaufsichtigenden Unternehmen als auch an die Mitarbeiter der SEC sendeten und die Begriffe wie „rigide Kontrolle“ oder „Null Toleranz“ erwartende Öffentlichkeit enttäuschen musste (Labate 2002).

Nachdem die fünf Kommissionsmitglieder der SEC einmütig die Kandidatur von John Biggs, der als bekennender Reformbefürworter und Chef eines der größten Pensionsfonds der USA²⁸ allzu enger Beziehungen zur Wirtschaftsprüfung unverdächtig war, favorisiert hatten, vollzog Pitt eine Kehrtwende – angeblich unter dem Druck der Industrie, die wie der Vorsitzende des ‚House Financial Committee‘ Michael G. Oxley einen „moderateren Kandidaten“ bevorzugte (Economist 2002e, FT 2002a). Pitt schlug den 78jährigen William Webster vor, pensionierter Direktor von FBI und CIA. Webster war zwar in diesen Positionen keiner Nähe zur Wirtschaftsprüfungsbranche ausgesetzt. Seine Wahl wurde aber deshalb heftig kritisiert, da es ihm an der im Sarbanes-Oxley Act geforderten finanzwirtschaftlichen Expertise mangelte (Michaels 2002c).

Politisierung der SEC

Die Vorgänge rund um die Auswahl des künftigen PCAOB-Vorsitzenden beschädigte die Stellung der SEC im Gefüge der privaten und staatlichen Akteure des Regulierungsregimes in zweierlei

²⁷ Man spricht von „revolving doors“, dem Prozess der Personalrekrutierung sowohl der administrativen Finanzaufsicht als auch der privaten (beaufsichtigten) Marktakteure aus dem Mitarbeiterstab des jeweils anderen.

²⁸ TIAA-CREFF=Teachers Insurance and Annuity Association – College Retirement Equities Fund

Hinsicht: Zum einen wurde die Entscheidung über die Nominierung Websters innerhalb des höchsten Gremiums der SEC, dem Board of Commissioners, in einer Kampfabstimmung entlang der Parteizugehörigkeit getroffen, ein bis dahin in der SEC undenkbarer Vorgang. Während das Weiße Haus sowie die Republikanische Partei Webster unterstützten, formierten sich die Demokraten hinter John Biggs. Bei drei von Präsident Bush gegenüber zwei in der Regierungszeit Bill Clintons berufenen Kommissaren setzte sich Webster mit 3 zu 2 Stimmen durch. Renommee, Autorität und Handlungsfähigkeit der Behörde litten unter dieser Konfrontation ebenso wie unter der Tatsache, dass sie zu einem nicht unerheblichen Teil in der Öffentlichkeit ausgetragen wurde (Michaels 2002b). Zum zweiten war es diese Lähmung der SEC, die es insbesondere dem New Yorker Generalstaatsanwalt Elliot Spitzer erlaubte, federführend eine aggressive Aufarbeitung des Problems so genannter ‚sell-side-Analysen‘ der Investmentbanken und Brokerfirmen voranzutreiben. Dies marginalisierte die Bedeutung der SEC als zentrale Regulierungsinstanz der U.S. Kapitalmärkte in diesem Prozess (Economist 2002j). Aus diesem Grunde wird auch der Vergleich der staatlichen Regulierer mit zehn großen Investmentbanken vom April 2003²⁹ fast ausschließlich mit dem Namen Spitzers in Verbindung gebracht.

Die Wahl Websters scheiterte letztlich an dem Umstand, dass er als Mitglied des Audit Committee eines börsennotierten Unternehmens Ermittlungen wegen Bilanzunregelmäßigkeiten dieses Unternehmens gegen sich befürchten musste. Ein Umstand, von dem Pitt gewusst, den er aber den übrigen Kommissaren gegenüber verschwiegen hatte (Economist 2002i). Die Grundlage für eine vertrauensvolle Zusammenarbeit der Kommissare untereinander war hiernach nicht mehr gegeben. Pitt trat am Abend der Kongresswahlen im November 2002 nach Schließung der Wahllokale zurück. Die Wahl gerade dieses Zeitpunkts für seinen Rücktritt steht beispielhaft für die Politisierung der SEC unter seinem 15-monatigen Vorsitz (Michaels 2002b).

Zu Pitts Nachfolger berief Präsident Bush William Donaldson, dessen letzte Tätigkeit an der Wall Street zu diesem Zeitpunkt sieben Jahre zurücklag: Von 1990-1995 hatte Donaldson die Position des Chairmans der NYSE innegehabt (Economist 2002j). Donaldsons Wahl für den Chairman des PCAOB fiel auf William McDonough, als Präsident der Federal Reserve Bank des Staates New York (seit 1993) einer der profiliertesten Finanzmarktregulierer der USA (Economist 2003d). Sowohl die Wahl Donaldsons als auch die McDonoughs wurden nahezu einhellig begrüßt.

²⁹ siehe oben unter 2.2

4. Zusammenfassung

Die Frage nach dem Ende der Selbstregulierung im Bereich der U.S. Aktienmärkte, zumindest was den Bereich der Wirtschaftsprüfung betrifft, lässt sich nach einer vor allem formalen Betrachtung des PCAOB, seiner Rechtsform und seiner Kompetenzen, nicht eindeutig beantworten. Die dem PACOB übertragenen Aufgabenbereiche wurden bis 2002 von Einrichtungen wahrgenommen, deren Effizienz unter ihrer finanziellen Abhängigkeit von eben der Industrie litt, für deren Überwachung sie sorgen sollten – ein grundsätzliches Problem autorisierter Selbstregulierung, die u.a. deshalb auch als „institutionalisierter Interessenkonflikt“ (Schapiro 1987: 645) bezeichnet wird. In der mitunter deftigen Sprache Arthur Levitts: „The inmates are running the asylum.“ (Levitt 2002: 186)

Fest steht allerdings, dass die Wirtschaftsprüfungsindustrie Einfluss auf den sie regulierenden Prozess verlor, als ihr die personelle und finanzielle Ausstattung ihres unmittelbaren Aufsehers in dem Reformprozess 2002 aus der Hand genommen wurde. Fest steht aber auch, dass mit der Einrichtung des PCAOB kein „kleiner Bruder“ der SEC im Sinne einer spezialisierten Bundesbehörde entstanden ist. Das Board ist eben keine Behörde, sondern eine private Organisation, mit allen organisatorischen Konsequenzen wie fehlender Weisungsbefugnis durch übergeordnete Behörden oder einer Haushaltszuweisung durch den Kongress. Wie problematisch insbesondere der letztgenannte Punkt sein kann, zeigt das Beispiel des letztlich an einer drohenden Mittelkürzung für die SEC gescheiterten Reformversuchs der Wirtschaftsprüfung im Jahr 2000³⁰. Gerade die ausgeprägte Budgethoheit dürfte die Unabhängigkeit des PCAOB sowohl gegenüber der Politik als auch gegenüber der zu beaufsichtigenden Industrie sichern.

Das Public Company Accounting Oversight Board stellt alles in allem *keine* weitere spezialisierte Regulierungsbehörde zur Überwachung der Aktienmärkte dar. Dem steht nicht nur ihre private Rechtspersönlichkeit entgegen, sondern auch der geradezu ängstlich eine entsprechende Interpretation vermeidende Text des Sarbanes-Oxley Act. Andererseits: Das Board nimmt Aufgaben wahr, die bislang von der Industrie in klarer Selbstregulierung organisiert wurden und es greift dabei auf deutlich erweiterte quasi-staatliche Kompetenzen zurück. Sein erster Chairman wechselte von einer Regulierungsbehörde zum Board. Aufsichtsinstanz mit der Kompetenz zur Letztentscheidung ist die SEC. Und vor allem: Einflussmöglichkeiten der regulierten Industrie auf die Politik des Board sind nicht erkennbar. Das PCAOB geht damit über die etablierten Organisationen im System autorisierter privater Selbstregulierung der U.S. Aktienmärkte wie NASD oder NYSE deut-

³⁰ vgl. hierzu: Gunnar Steck, Der Sarbanes-Oxley Act und die Reform der U.S. Kapitalmarktregulierung im Bereich der Wirtschaftsprüfung. Die Ergebnisse, ihre wirtschaftlichen und ihre politischen Antriebskräfte. (REGEM Analysis No.12)

lich hinaus, ohne allerdings seinen privaten Charakter ganz zu verlieren. Ein System privater, aber keiner *Selbstregulierung* (SEC 2002b).

Festzuhalten bleibt bis hierher, dass mit der Formierung des PCAOB „weniger Markt“ im regulativen Arrangement des Sektors Wirtschaftsprüfung enthalten ist. Ob dies gleichbedeutend ist mit „mehr Staat“, hängt vor allem vom zukünftigen Verhältnis des Board zur SEC ab. Eindeutig in Richtung eines Rückbaus autorisierter Selbstregulierung zugunsten einer stärkeren Betonung administrativer Kapitalmarktaufsicht hätte ein von der SEC unabhängiges, eigene Expertise und Verantwortung entwickelndes PCAOB gewiesen, die Gründung also einer Schwesterorganisation der SEC. Die durch den Sarbanes-Oxley Act umgesetzte Lösung dagegen sichert dem PCAOB eine nur sehr begrenzte Unabhängigkeit von der SEC und garantiert der SEC wiederum einen gewissen, aber keineswegs beherrschenden Einfluss auf das PCAOB sowie eine ungenügende Erhöhung ihres Budgets. Insgesamt scheint diese Lösung ein Beispiel zu sein für das Prinzip des ‚Teile und Herrsche‘, weniger eines für angebliches ‚big government‘ der Regierung Bush.

Insgesamt lässt sich feststellen: Die reflexhafte Betonung einer zunehmenden „Entstaatlichung“ der Finanzmarktregulierung in der politikwissenschaftlichen Literatur³¹ relativiert sich im Hinblick auf die Transformation der U.S. Kapitalmarktregulierung rund um den Sarbanes-Oxley Act. Der nämlich stellt vor allem anderen eine Reaktion auf veränderte *nationale* politische und ökonomische Rahmenbedingungen dar und zielt insgesamt auf eine Beschränkung der Selbstregulierung der Marktakteure ab. Die Regulierungsreaktion auf die Bilanzskandale der Jahre 2002 und 2003 unterstützt insofern eindrücklich die Aussage, dass gerade im Bereich der Kapitalmärkte institutioneller Wandel nachhaltig mit dem *nationalen* Politik- bzw. Regulierungsstil interagiert, von der Verteilung politischer Verhandlungsmacht zwischen verschiedenen gesellschaftlichen Interessengruppen bis hin zum zyklischen Charakter politischer Interventionen in privatwirtschaftliche Märkte (Heilmann 2003: 1-2).

³¹ Die Mehrzahl politikwissenschaftlicher Arbeiten, die sich mit der Regulierung von Finanzmärkten beschäftigen, haben für gewöhnlich den Aspekt der Steuerungsfähigkeit von Marktmacht unter Globalisierungsgesichtspunkten zum Thema: Gerade Finanzmärkte verkörpern die schwindende „Koinzidenz von Gesellschaftlichkeit und Territorialität“ in der „post-nationalen Konstellation“ (Habermas 1998). Gerade sie stellen ein Paradebeispiel gesellschaftlicher Teilsysteme dar, die den Bereich nationalstaatlich begrenzter Politik in Richtung einer Welt selbstregulierter globaler Transaktionen verlassen hätten (Willke 2001: 200, 204). Effektive staatliche Regulierungstätigkeit müsse aufgrund dessen vor allem in internationalen Regimen und transnationalen Politiknetzwerken verortet werden. Die Steuerung der internationalen Finanzarchitektur könne angesichts hochkomplexer Operationslogiken und ihrer völligen Losgelöstheit von Raum und Zeit nur noch gemischte, also privat-öffentliche Regulierung sein. Insbesondere aber könne sie nur noch unter Rückgriff auf die Expertise von Marktteilnehmern erreicht werden (Willke 2001: 40, Breuer 2000: 14).

Literaturverzeichnis

Aufsätze

Breuer, Rolf-E. (2000): Politics in the 21st Century: In the Tow of The Financial Markets?. In: Deutsche Bank Research Bulletin, 7.8.200, S.5-15

Benston, George u.a. (2003): Following the money. The Enron failure and the state of corporate disclosure. Washington

Black, Bernard S. (2001): The legal and institutional preconditions for strong securities markets. In: UCLA Law Review Nr.48 (2001), S. 758-858

Heilmann, Sebastian (2003): Kapitalmarktreformen als wirtschaftlicher und politischer Prozess. REGEM Analysis 1 (Mai 2003). Trier

Schwarz, Günter Christian/ **Holland**, Björn (2002): Enron, WorldCom ... und die Corporate-Governance-Diskussion. Zu den strukturellen Defiziten eines kapitalmarktorientierten Corporate-Governance-Systems und zum US-amerikanischen Sarbanes-Oxley Act. In: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP), Heft: 37, 2002, S. 1661-1672

Monographien

Habermas, Jürgen (1998): Die postnationale Konstellation. Frankfurt a.M.

Lütz, Susanne (2002): Der Staat und die Globalisierung von Finanzmärkten. Regulative Politik in Deutschland, Großbritannien und den USA. Frankfurt a.M.

Levitt, Arthur /Dwyer, Paula (2002): Take on the Street: What Wall Street and Corporate America Don't Want You to Know – What You Can Do to Fight Back. New York

McCaffrey, David/ Hart, David (1998): Wall Street polices itself. How securities firms manage the legal hazards of competitive pressures. New York

Seligman, Joel (1995), The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance. New York

Shapiro, Susan (1987): Wayward capitalists. New Haven

Vogel, Steven K. (1998): Freer Markets, More Rules. Regulatory Reform in Advanced Industrial Countries. Ithaca

Willke, Helmut (2001): Atopia. Studien zur utopischen Gesellschaft. Frankfurt a.M.

Zeitungsartikel

o.A., zitiert als **Economist** (2003d): Sorting out the wreckage. America's accountants learn the head of their new overseer. In: The Economist vom 17. April 2003

http://www.economist.com/PrinterFriendly.cfm?Story_ID=1721141

Stand 14.11.2003

o.A., zitiert als **Economist** (2002e): Pitt's nightmare. A fight over the accounting regulator hurts Harvey Pitt, the SEC's chairman. In: The Economist vom 10. Oktober 2002

http://www.economist.com/research/articlesBySubject/PrinterFriendly.cfm?Story_ID=1383195&subjectID=1290116 [02.12.2003]

o.A., zitiert als **Economist** (2002f): House of correction. American accountants are to be subject to new regulation. None too soon. In: The Economist vom 20. Juni 2002

http://www.economist.co.uk/displaystory.cfm?story_id=1189181&CFID=21994744&CFTOKEN=590fde5-aa53bc54-5123-4e95-9d6f-2908a18cf548 [02.12.2003]

o.A., zitiert als **Economist** (2002g): Congress acts. A tough corporate-reform bill sails through. In: The Economist vom 25. Juli 2002

http://www.economist.co.uk/displaystory.cfm?story_id=1252203&CFID=21994744&CFTOKEN=590fde5-aa53bc54-5123-4e95-9d6f-2908a18cf548 [25.01.2004]

o.A., zitiert als **Economist** (2002h): The Pitt and Webster show. A brand new bureaucracy is born under a bad sign. In: The Economist vom 31.10.2002

http://www.economist.com/research/articlesBySubject/PrinterFriendly.cfm?Story_ID=1421289&subjectID=1290116 [02.12.2003]

o.A., zitiert als **Economist** (2002i): The boss bows out. Harvey Pitt has resigned as chairman of the Securities and Exchange Commission after his disastrous handling of top appointments to America's accounting oversight board. In: The Economist vom 31. Oktober 2002

http://www.economist.com/agenda/PrinterFriendly.cfm?Story_ID=1428327 [02.12.2003]

o.A., zitiert als **Economist** (2002j): Too late to matter. Time is running out for William Donaldson's tenure at the Securities and Exchange Commission—even before his appointment has been confirmed. In: The Economist vom 12. Dezember 2002

http://www.economist.com/background/PrinterFriendly.cfm?Story_ID=1494940 [02.12.2003]

Fischermann, Thomas/ Kleine-Brockhoff, Thomas (2002): Der Totalausfall. Enron legt die größte Firmenpleite in der Geschichte Amerikas hin. Die Manager des Konzerns stehen unter Betrugsverdacht, Untersuchungsausschüsse prüfen seit dieser Woche Verbindungen ins Weiße Haus. In: Die Zeit 25.02.2002

<http://www.zeit.de/2002/07/enron> [26.01.2004]

o.A. zitiert als **FT** (2002a): Empire strikes back. In: The Financial Times vom 8. Oktober 2002

<http://search.ft.com/search/articles.html> [08.12.2003]

Hilzenrath, David S. (2002): Senate approves stricter rules for auditors and executives. In: The Washington Post vom 17. Juli 2002

<http://www.iht.com/search.php?id=64739&owner=thewashingtonpost&date20020718141056.html> [13.08.2002]

Hilzenrath, David S. (2001): Auditors Face Scant Discipline. Review Process Lacks Resources, Coordination, Will. In: The Washington Post vom 6. Dezember 2001, S. 3

Labate, John (2002): Probes place pressure on Pitt. In: The Financial Times vom 15. Januar 2002

<http://search.ft.com/search/articles.html> [08.12.2003]

Liedtke, Michael (2002): Proud ‚Papa‘ Recognises Some Faults in 401(k)s, in: Houston Chronicle vom 23. September 2002

Lütz, Susanne (2002): Der Staat und die Globalisierung von Finanzmärkten. Regulative Politik in Deutschland, Großbritannien und den USA. Frankfurt a.M.

McGeehan, Patrick (2003): Goldman Sachs Bars Its Executives From Most Other Boards, in: NYT vom 29. Oktober 2003

Michaels, Adrian/ Parker, Andrew/ Sherwood, Bob (2003a): Tax bell tolls for big four auditors. In: Financial Times vom 21. Januar 2003
<http://search.ft.com/search/articles.html> [08.12.2003]

Michaels, Adrian/ Guerrera, Francesco (2003b): SEC's new rules to clarify auditors' tax work. In: Financial Times vom 22. Januar 2003
<http://search.ft.com/search/articles.html> [08.12.2003]

Michaels, Adrian/ Spiegel, Peter (2002a): World Com Meltdown: SEC chairman hits back at critics. In: The Financial Times vom 20. Juni 2002
<http://search.ft.com/search/articles.html> [08.12.2003]

Michaels, Adrian (2002b): Outflanked by Spitzer, divided by politics. How the SEC lost authority. In: The Financial Times vom 7. November 2002, S.15

Michaels, Adrian (2002c): America's accountancy watchdog: Webster defends his fitness for top job. In: The Financial Times vom 28. Oktober 2002
<http://search.ft.com/search/articles.html> [08.12.2003]

Norris, Floyd (2002): After Two-Year Drop, Calendar Turns on Note of Hope, in: New York Times vom 1. Januar 2002

Peel, Michael (2002): Firms fight losing battle to police themselves. Rival accountants are taking no comfort from seeing Andersen's trouble over it's audit work for Enron. In: Financial Times vom 18. Januar 2002
<http://search.ft.com/search/articles.html> [08.12.2003]

Reinert, Patty (2002): The Fall of Enron, in: Houston Chronicle vom 13. Februar 2002

Amtliche Dokumente

SEC (2002a), Annual Report 2002

<http://www.sec.gov/pdf/annrep02/ar02full.pdf> [09.12.2003]

SEC (2002b): Proposed Rule. Framework for Enhancing the Quality of Financial Information Through Improvement of Oversight of the Auditing Process. Verordnungsentwurf vom 20. Juni 2002

<http://www.sec.gov/rules/proposed/33-8109.htm> [09.12.2003]

SEC (2002c): Press Release. Statement of the Commission Regarding the Public Company Accounting Oversight Board. Presseerklärung vom 1. August 2002

<http://www.sec.gov/news/press/2002-118.htm> [09.12.2003]

o.A. zitiert als **Senate Governmental Affairs Report** (2002): Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs. Report of the Staff of the Senate Committee on Governmental Affairs, 8. Oktober 2002. Washington D.C.