



DEUTSCHES AKTIENINSTITUT

Kosten und Nutzen der Regulierung börsennotierter Unternehmen

Ergebnisse einer Umfrage



Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 35
Herausgegeben von Prof. Dr. Rüdiger von Rosen
Frankfurt am Main, März 2007

Herausgeber: Prof. Dr. Rüdiger von Rosen
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Niederuau 13-19
60325 Frankfurt a. M.

Tel. 0 69/9 29 15-0
Fax 0 69/9 29 15-12
Internet <http://www.dai.de>

Autor: Dr. Gerrit Fey

Tel. 0 69/9 29 15-41
E-Mail fey@dai.de

1. Auflage, März 2007

Alle Rechte vorbehalten

ISBN 978-3-934579-39-2

Kosten und Nutzen der Regulierung börsennotierter Unternehmen

Vorwort

Sowohl die deutsche Bundesregierung als auch die Europäische Kommission haben „bessere Rechtsetzung“ und „Bürokratieabbau“ zu konkreten Zielen ihres jeweiligen politischen Programms erklärt. Die vielfältigen, vom Wunsch der Verbesserung des Anlegerschutzes getragenen neuen Anforderungen an Kapitalmarktverhalten und Corporate Governance der börsennotierten Unternehmen drängen sich für die Prüfung möglicher Deregulierungsschritte geradezu auf. Allzu oft fehlt es jedoch an einer belastbaren Datengrundlage, um solche Schritte über subjektive Eindrücke hinaus empirisch zu untermauern. Hintergrundinformationen zu beschaffen, ist nicht zuletzt Aufgabe der Wirtschaft.

Die vorliegende Studie gibt die Ergebnisse einer Umfrage des Deutschen Aktieninstituts zu den Regulierungen für börsennotierte Unternehmen wieder, die im Sommer 2006 unter allen deutschen Emittenten durchgeführt wurde. Erstmals liegt damit ein umfassendes und differenziertes Meinungsbild aus Perspektive der von den Kapitalmarktregulierungen betroffenen Unternehmen vor. Der Grundtenor der Antworten lässt deutlich erkennen, dass die Balance aus notwendigem Anlegerschutz und der ebenso wichtigen Begrenzung der für die Unternehmen resultierenden Gesamtbelastungen in vielen Bereichen verloren gegangen ist.

Die Studie ist gleichwohl kein Plädoyer für den vollständigen Verzicht auf Kapitalmarktregulierungen. Damit Kapitalmärkte reibungslos funktionieren, werden Regeln benötigt, die ein hohes Maß an Investorenschutz garantieren. Auf der anderen Seite müssen aber die Unternehmen am Kapitalmarkt frei agieren können, um im Wettbewerb zu zukunftsfähigen Ideen gelangen zu können. Diese unternehmerische Seite des Kapitalmarktes darf nicht durch überzogene Regularien gefährdet werden.

Wenn die Studie das Verständnis für das richtige Maß an Regulierung stärkt, ist das Ziel unserer Untersuchung erreicht.



Prof. Dr. Rüdiger von Rosen

Inhalt

1.	Zusammenfassung	11
2.	Hintergrund, Zielsetzung und Konzeption der Studie	16
2.1	Hintergrund und Zielsetzung	17
2.2	Methodik	21
2.3	Repräsentativität	22
3.	Übergreifende Ergebnisse	25
3.1	Budget und Mitarbeiterbindung im Bereich Compliance	25
3.2	Quellen des Regulierungsdrucks	28
4.	Kapitalmarktrecht	31
4.1	Erfasste Änderungen	31
4.2	Umfrageergebnisse	33
4.3	Anregungen der Umfrageteilnehmer	39
5.	Gesellschafts- und Aktienrecht	41
5.1	Erfasste Änderungen	41
5.2	Umfrageergebnisse	43
5.3	Anregungen der Umfrageteilnehmer	48
6.	Rechnungslegung und Abschlussprüfung	51
6.1	Erfasste Änderungen	51
6.2	Umfrageergebnisse	52
6.3	Anregungen der Umfrageteilnehmer	56
7.	Ausblick	59
8.	Literaturverzeichnis	60
9.	Anhang 1: Stellungnahmen des Deutschen Aktieninstituts zu den in der Studie erfassten Regulierungsmaßnahmen	62
10.	Anhang 2: Fragebogen	64
11.	Anhang 3: Ergebnistabellen	76

Verzeichnis der Tabellen

Tabelle 1:	Wesentliche emittentenrelevante Gesetze seit 2002.....	18
Tabelle 2:	Umrechnung qualitativer Antworten in Zahlenwerte	22
Tabelle 3:	Kapitalmarktrechtliche Neuregelungen im Überblick.....	32

Verzeichnis der Abbildungen

Abbildung 1:	Rücklaufquoten.....	23
Abbildung 2:	Veränderungen der Mitarbeiterzahlen im Bereich Compliance	25
Abbildung 3:	Veränderungen im Compliance-Budget	26
Abbildung 4:	Quellen des Regulierungsdrucks.....	28
Abbildung 5:	Gesamturteil zu den kapitalmarktrechtlichen Neuregelungen	34
Abbildung 6:	Änderungen des Kapitalmarktrechts – Bewertung aus Unternehmensperspektive (nach Größenklassen).....	35
Abbildung 7:	Änderungen des Kapitalmarktrechts – Bewertung aus Kapitalmarktperspektive (nach Größenklassen)	35
Abbildung 8:	Negative Nebeneffekte der Veränderungen des Kapitalmarktrechts.....	36
Abbildung 9:	Mögliche Nutzeneffekte der Veränderungen des Kapitalmarktrechts.....	38
Abbildung 10:	Gesamturteil zu den gesellschafts- und aktienrechtlichen Neuregelungen	44
Abbildung 11:	Änderungen im Gesellschafts- und Aktienrecht – Bewertung aus Unternehmensperspektive (nach Größenklassen).....	46
Abbildung 12:	Änderungen im Gesellschafts- und Aktienrecht – Bewertung aus Kapitalmarktperspektive (nach Größenklassen)	48
Abbildung 13:	Gesamturteil zu den Änderungen der Rechnungslegung und der Abschlussprüfung.....	53
Abbildung 14:	Änderungen der Rechnungslegung und Abschlussprüfung – Bewertung aus Unternehmensperspektive (nach Größenklassen).....	56
Abbildung 15:	Änderungen der Rechnungslegung und Abschlussprüfung – Bewertung aus Kapitalmarktperspektive (nach Größenklassen)	56

1. Zusammenfassung

Börsennotierte Unternehmen mussten sich aufgrund der europäischen Finanzmarktintegration und in Reaktion auf einige spektakuläre Bilanzskandale in den vergangenen Jahren auf eine Vielzahl neuer Anforderungen an Transparenz, Haftung und Corporate Governance einstellen. Wesentliche Teile davon stammen aus zwei Quellen: Für die europäischen Vorgaben ist vor allem der Aktionsplan Finanzdienstleistungen 1999-2004 (Financial Services Action Plan - FSAP) der EU verantwortlich. In Deutschland hat zusätzlich der Maßnahmenkatalog der Bundesregierung zur Stärkung der Unternehmensintegrität und des Anlegerschutzes (kurz: 10-Punkte-Programm) aus dem Jahr 2003 für ein Mehr an Regelungen gesorgt.

Inwieweit die Zunahme an Regulierungsintensität mit einem volkswirtschaftlichen Nutzen einhergeht, der die enormen betriebswirtschaftlichen Anpassungslasten rechtfertigt, ist allerdings stark umstritten. Empirische Evidenz hierzu liegt bislang kaum vor.

Die vorliegende Untersuchung zeichnet vor diesem Hintergrund erstmals ein **umfassendes Meinungsbild der deutschen Emittenten** zu den Kosten und Nutzen der neuen Transparenz- und Verhaltensaufgaben am Kapitalmarkt. Sie basiert auf einer Umfrage des Deutschen Aktieninstituts aus dem Sommer 2006. Die befragten Unternehmen bewerten darin einerseits die einzelnen Neuregelungen dahingehend, inwieweit sich belastende oder entlastende Wirkungen im Unternehmensalltag ergeben (**Unternehmensperspektive**). Andererseits wurde bei den Unternehmen erfragt, ob sie positive oder negative Auswirkungen der Maßnahmen auf den Kapitalmarkt spüren oder erwarten (**Kapitalmarktperspektive**).

Der **überwiegende Teil** der Maßnahmen im Kapitalmarkt-, Aktien- und Gesellschaftsrecht sowie zum Teil auch im Bereich der Rechnungslegung weist dabei nach Meinung der Befragten ein **negatives Kosten-Nutzen-Saldo** auf. Zwar lassen sich die mit der Erfüllung der unter-

schiedlichen Pflichten einhergehenden Kosten wegen einer zu starken Streuung der entsprechenden Fragebogendaten nicht in monetären Größen ausdrücken. Die Antworten der Unternehmen geben aber doch Aufschluss darüber, welche Effekte mit den einzelnen Neuregelungen für die Unternehmen sowie den Kapitalmarkt verbunden sind.

Insbesondere die kapitalmarktrechtlichen Neuregelungen werden von den Emittenten fast unisono als „belastend“ oder „sehr belastend“ empfunden, ohne dass ihnen ein Nutzen für den Kapitalmarkt attestiert würde. Nur wenig besser fällt das Urteil im Bereich der gesellschafts- und aktienrechtlichen Novellierungen aus, obwohl hier einzelne Maßnahmen ein positives Urteil erhalten. Im Bereich der Rechnungslegung bescheinigen die Emittenten für einige Maßnahmen sogar deutliche positive Kapitalmarktwirkungen, denen aber ebenfalls erhebliche unternehmerische Anpassungslasten gegenüber stehen.

Aus der Umfrage ergeben sich insgesamt folgende Kernaussagen:

- Der von nationalen, europäischen und internationalen Initiativen ausgehende Regulierungsdruck verursacht bei den börsennotierten Unternehmen steigende Mitarbeiterzahlen und Budgets im Bereich der Compliance. 41 Prozent der Befragten sprechen von einer **Steigerung der Zahl der Mitarbeiter** und 43 Prozent von einer **Steigerung der Budgets**, wohingegen nur jeweils 6 Prozent sinkende Mitarbeiterzahlen respektive Budgetvolumina angeben.
- Als **Ursachen des Regulierungsdrucks** werden vor allem Initiativen der **Europäischen Union** und die Auslegung des bestehenden Rechts durch **Regulierungsbehörden** und ihre Koordinationsgremien, wie z.B. dem Committee of European Securities Regulators (CESR), hervorgehoben. 65,4 Prozent bzw. 64,1 Prozent der Befragten benennen diese als wichtigste Quellen. Anderen Regulierungstreibern, wie der deutschen Legislative oder Selbstregulierungen (z.B. Deutscher Cor-

porate Governance Kodex) wird dagegen eine geringere Bedeutung beigemessen.

- Die **Änderungen im Kapitalmarktrecht** vor allem durch die EU-Marktmissbrauchsrichtlinie und das daraus resultierende Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG) aus dem Oktober 2004 erhalten von den Unternehmen ein **im Durchschnitt sehr negatives Urteil**. 98,6 Prozent der befragten Unternehmen empfinden die Gesamtheit der erfragten Maßnahmen aus der Unternehmensperspektive als „belastend“ oder „deutlich belastend“. Auch aus übergeordneter Kapitalmarktperspektive halten immerhin rund 43,9 Prozent die Änderungen für „überflüssig“ oder „nicht unbedingt notwendig“ – bei nur 18,2 Prozent positiven Äußerungen.
- Unter den erfragten kapitalmarktrechtlichen Einzelmaßnahmen wird das neu zu erstellende **jährliche Dokument am schlechtesten bewertet**. Aber auch die Einführung von Insiderverzeichnissen, die Erweiterungen der Ad-hoc-Meldepflichten sowie der Directors' Dealings-Meldungen erhalten aus Unternehmens- wie aus Kapitalmarktperspektive deutlich negative Beurteilungen.
- Insbesondere die Verrechtlichung des Kapitalmarktverhaltens, eine unangemessen starke Bindung von Ressourcen auf der Ebene unterhalb des Vorstands, erhebliche Rechtsunsicherheiten sowie ein steigendes Eigenleben der Aufsichtsbehörden werden als **Negativeffekte** identifiziert.
- **Nur 12,8 Prozent** der Befragten sehen **keine nennenswerten negativen Nebenwirkungen der kapitalmarktrechtlichen Neuregelungen**. Positivwirkungen werden lediglich in Bezug auf die Sensibilisierung der Mitarbeiter für Kapitalmarktdelikte bestätigt.
- Auch die **gesellschafts- und aktienrechtlichen Änderungen**, die sich vor allem aus dem Gesetz zur Unternehmensintegrität und Moderni-

sierung des Anfechtungsrechts (UMAG) und dem Vorstandsvergütungsoffenlegungsgesetz (VorstOG) ergeben haben, werden von den befragten Unternehmen **als insgesamt problematisch** angesehen. Bei einer im Durchschnitt neutralen Bewertung in Bezug auf die Kapitalmarktperspektive empfinden knapp 65 Prozent der Befragten die Gesamtheit der Maßnahmen aus Unternehmensperspektive als „belastend“ oder „deutlich belastend“.

- Nur 3,8 Prozent der Befragten erwarten eine Abnahme der **Wahrscheinlichkeit eines missbräuchlichen Ausnutzens von Aktionärsrechten** durch so genannte räuberische Aktionäre. 40 Prozent befürchten demgegenüber eine Zunahme und 18,6 Prozent sogar eine starke Zunahme, so dass die Emittenten insgesamt bezweifeln, ob eines der zentralen Ziele des UMAG erreicht werden kann.
- Allerdings **variieren die Urteile zu einzelnen Maßnahmen des Aktien- und Gesellschaftsrechts stärker** als im kapitalmarktrechtlichen Bereich. Während die Herabsetzung der Klageschwelle für Organhaftungsklagen, die individualisierte Offenlegung von Vergütungen, die Einführung des Klagezulassungsverfahrens, die Schaffung des Aktionärsforums und die Änderungen des Deutschen Corporate Governance Kodex im Durchschnitt als belastend empfunden werden, entfalten einzelne Maßnahmen aus Sicht der Emittenten eine schwach positive Wirkung. Dies gilt insbesondere für das neue Freigabeverfahren nach § 148 AktG, das der Abwendung von aussichtslosen oder missbräuchlichen Organhaftungsklagen dienen soll, aber auch für die Veränderungen bei den Rede- und Fragerechten.
- Zudem urteilen die DAX-Unternehmen bei den **gesellschafts- und aktienrechtlichen** Neuregelungen zum Teil deutlich prononcierter als die Nicht-DAX-Emittenten, so dass hier sowohl negative, als auch positive Bewertungen tendenziell stärker ausfallen. Eine Ausnahme bilden die Änderungen am Deutschen Corporate Governance Kodex,

die von den Nicht-DAX-Emittenten die zurückhaltender beurteilt werden.

- Im Bereich der **Rechnungslegung und Abschlussprüfung** gibt es ein zweigeteiltes Urteil: Aus **Kapitalmarktperspektive** erhalten die Änderungen von den Emittenten ein **schwach positives Urteil**. Rund 46,5 Prozent der Unternehmen sehen die Neuerungen als „insgesamt positiv“ und weitere 3,4 Prozent sogar als „dringend notwendig“ an. Dem stehen **allerdings deutliche Belastungen aus Unternehmensperspektive** gegenüber. Rund 91,3 Prozent der Befragten sprechen von einer „Belastung“ oder einer „deutlichen Belastung“.
- Die **Bewertungen zu einzelnen Maßnahmen** fallen dabei **differenziert** aus. Sehr ausgeprägt ist das Spannungsverhältnis zwischen unternehmensindividueller Belastung und empfundenem Nutzen für den Kapitalmarkt bei der Verpflichtung zur Bilanzierung nach IAS/IFRS im Konzernabschluss. Die IAS/IFRS-Bilanzierung erhält aus Kapitalmarktperspektive die beste Bewertung aller in die Umfrage eingeschlossenen Einzelmaßnahmen. Gleichzeitig gehört sie aus Unternehmensperspektive zu den belastendsten aller Maßnahmen. Andere Maßnahmen im Bereich der Rechnungslegung – wie z.B. die erweiterte Lageberichterstattung – erhalten bei gleicher Bewertung aus Unternehmensperspektive allenfalls ein neutrales Urteil in Bezug auf die Kapitalmarktperspektive.
- Gerade die **DAX-Unternehmen** erkennen positive Kapitalmarktwirkungen an, indem sie für alle erfragten Änderungen im Bereich der Rechnungslegung und Abschlussprüfung **deutlich positivere Einschätzungen** abgeben als kleinere Emittenten. Auch dies gilt insbesondere für die Pflicht zur IAS/IFRS-Bilanzierung, die von den Nicht-DAX-Emittenten aus der Unternehmensperspektive deutlich stärker als Belastung empfunden wird.

Das Deutsche Aktieninstitut sieht sich durch die Umfrage in seiner Auffassung bestärkt, dass bei den gesetzlichen Anforderungen an Kapitalmarktverhalten und Corporate Governance der Emittenten die **Grenze zur Überregulierung** vielfach **überschritten**¹ und ein Umdenken dringend erforderlich ist. So spricht aus vielen Rückmeldungen die Aufforderung an die politischen Entscheidungsträger, bestehende Regulierungen sowie ihre Umsetzung im Regulierungsalltag einer sorgfältigen Evaluierung zu unterziehen. Zudem fordern viele der befragten Emittenten explizit eine generelle Regulierungspause im Kapitalmarktbereich oder fordern spürbare Deregulierungen ein.

Der Gesetzgeber muss sich stärker als bisher bewusst werden, dass durch die Zusatzbelastungen nicht nur die Attraktivität der Börsennotiz leidet, sondern durch Gesetzesinitiativen gebundene finanzielle Ressourcen und Managementkapazitäten für den eigentlichen unternehmerischen Zweck der Suche nach arbeitsplatzschaffenden Investitionsprojekten nicht zur Verfügung stehen. Diese gesamtwirtschaftliche Dimension gilt es, wieder vermehrt bei der Gestaltung der Rahmenbedingungen für den Kapitalmarkt zu berücksichtigen.

1 Zu den bisherigen Äußerungen des Deutschen Aktieninstituts zu den einzelnen Gesetzesvorhaben siehe Anhang 1.

2. Hintergrund, Zielsetzung und Konzeption der Studie

2.1 Hintergrund und Zielsetzung

Finanzmärkte können ohne ein verlässliches Rahmenwerk nicht funktionieren. Hierbei gilt es, eine vernünftige Balance zwischen manchmal widerstreitenden Interessen zu verankern. Auf der einen Seite ist das Bedürfnis der Investoren nach Transparenz und Vermögensschutz zu berücksichtigen. Ebenso wichtig ist aber, dass unternehmerische Freiheiten für die Finanzmarktakteure garantiert und die Kosten der Erfüllung regulatorischer Auflagen minimiert werden.

In den vergangenen Jahren mussten sich die Kapitalmarktteilnehmer auf eine **steigende Regelungsintensität** einstellen, die u.a. mit der Schaffung eines einheitlichen europäischen Finanzbinnenmarktes in Zusammenhang steht. Inwieweit hierbei im Ergebnis immer die richtige Balance gefunden wurde, wird vermehrt in Zweifel gezogen. Für den Bankensektor kommt das Londoner Centre for the Study of Financial Innovation auf Basis der Befragung von 468 Bankmanagern und Bankexperten aus 60 Ländern zu dem Ergebnis, dass das wichtigste Bankrisiko mittlerweile in überbordenden Regulierungsvorschriften liegt.² Eine andere Untersuchung ermittelt allein für spezifische Informationspflichten der deutschen Banken Bürokratiekosten in Höhe von 3,1 Mrd. Euro p.a., worin die Kosten der Erfüllung bankentypischer Auflagen zur Risikobegrenzung, wie z.B. Eigenkapitalvorschriften, noch nicht einmal enthalten sind.³

Neben Banken und anderen Finanzdienstleistern waren von den verschiedenen Gesetzesinitiativen aber vor allem die **börsennotierten Unternehmen betroffen** (siehe Tabelle 1). Die zahlreichen neuen Anforder-

2 Vgl. Centre for the Study of Financial Innovation (2006).

3 Vgl. IW Consult GmbH (2006), S. 4.

rungen an die Corporate Governance und das Kapitalmarktverhalten börsennotierter Unternehmen stammen dabei zu einem guten Teil aus dem Aktionsplan Finanzdienstleistungen 1999-2004 (Financial Services Action Plan - FSAP), mit dem die Europäische Union insgesamt 42 vorrangige Einzelmaßnahmen zur Beförderung der Finanzmarktintegration in Europa definiert hatte, die mittlerweile weitgehend abgearbeitet worden sind. Für deutsche Emittenten hat zusätzlich der Maßnahmenkatalog der Bundesregierung zur Stärkung der Unternehmensintegrität und des Anlegerschutzes (kurz: 10-Punkte-Programm) aus dem Jahr 2003 für einen Schub an neuen Regelungen gesorgt.

Tabelle 1: Wesentliche emittentenrelevante Gesetze seit 2002⁴

<i>Kapitalmarktrecht</i>	
2002	Viertes Finanzmarktförderungsgesetz (4. FMFG): Anpassung des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG), Modernisierung des Börsengesetzes (BörsG), Erweiterung der Geschäftsmöglichkeiten von Investmentfonds
2002	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG): Kodifizierung des deutschen Übernahmerechts, Einführung des aktienrechtlichen Squeeze-Out
2004	Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG): Umsetzung der EU-Marktmissbrauchsrichtlinie: Verschärfung der Vorschriften über Ad-hoc-Mitteilungen und Directors' Dealings, Einführung von Insiderverzeichnissen
2005	Wertpapierprospektgesetz (WpPG): Umsetzung der EU-Prospektrichtlinie: Einheitliche Regelung von Verkaufs- und Börsenzulassungsprospekt, Pflicht zur Veröffentlichung sog. jährlicher Dokumente
2005	Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (KapMUG): Einführung eines ‚Musterverfahrens‘ mit präjudizieller Bedeutung für Zivilklagen auf der Grundlage öffentlicher Kapitalmarktinformationen und Erfüllungsansprüchen aus Verträgen, die auf einem Angebot nach dem WpÜG beruhen
2006	Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz: Umsetzung der EU-Übernahmerichtlinie, Novellierung des WpÜG aus dem Jahr 2002: europaweit (weitgehend) einheitliche Verhaltensregeln für Bieter- und Zielunternehmen für öffentliche Übernahmeangebote, Einführung von Squeeze-Out und Sell-Out nach Übernahme- oder Pflichtangebot

4 Grau unterlegte Felder markieren die Gesetze, die zumindest teilweise Gegenstand dieser Studie sind.

Tabelle 1 (Fortsetzung):

Kapitalmarktrecht	
2007	Transparenzrichtlinie–Umsetzungsgesetz (TUG): Im Wesentlichen Umsetzung der EU-Transparenzrichtlinie: zusätzliche Meldepflichten zum Beteiligungsbesitz, einheitliche Regelungen zu Verbreitung, Speicherung und Hinterlegung von Informationen über Wertpapieremittenten.
Corporate Governance und Rechnungslegung	
2002	Transparenz- und Publizitätsgesetz (TransPuG): Gesetzliche Grundlagen für die Anwendung des Deutschen Corporate Governance Kodex, Einführung des „comply or explain“-Prinzips nach Aktiengesetz
2004	Bilanzrechtsreformgesetz (BilReG): U.a. Umsetzung der EU-IAS-Verordnung: Pflicht zur Rechnungslegung nach IAS/IFRS für kapitalmarktorientierte Unternehmen, Stärkung der Unabhängigkeit der Abschlussprüfer
2004	Bilanzkontrollgesetz (BilKoG): Zweistufiges Enforcement-Verfahren, Prüfung von Jahresabschlüssen durch die Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung e. V. (DPR) und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)
2005	Gesetz über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen (VorstOG): Offenlegung der individuellen Vorstandsgehälter zur Information der Aktionäre
2005	Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG): Umfassende Novellierung des Aktiengesetzes, Einführung eines ‚Record Date‘ für börsennotierte Unternehmen, Veränderungen bei Organhaftung und Anfechtungsklage, Schaffung des Aktionärsforums
2006	Gesetz über das elektronische Handelsregister und Genossenschaftsregister sowie das Unternehmensregister (EHUG): Zum Teil Umsetzung der EU-Transparenzrichtlinie, Einsehbarkeit der Handels-, Genossenschafts- und Partnerschaftsregister über Internet

Quellen: Heldt/Royé (2006) und Rudolf (2005), S. 29ff.

Analysen zu den Kosten der Auflagen, die von börsennotierten Unternehmen zu erfüllen sind, gibt es allerdings anders als für den Bankensektor **bislang kaum**. Lediglich für den US-amerikanischen Markt liegen Kosten-Nutzen-Analysen zu einzelnen Kapitalmarktregulierungen vor. Vor allem für den Sarbanes-Oxley-Act aus 2002 sind fundierte Erkenntnisse über negative Nebenwirkungen und den damit verbundenen Att-

raktivitätsverlust des US-amerikanischen Kapitalmarktes⁵ gewonnen worden, so dass sich die US-Regierung mittlerweile erkennbar um Erleichterungen für in- und ausländische Emittenten bemüht.

Für den deutschen Markt existieren dagegen bislang nur ausschnittsartige Untersuchungen.⁶ Vor diesem Hintergrund hat das Deutsche Aktieninstitut mittels einer Umfrage unter den börsennotierten Unternehmen eine **umfassende Bestandsaufnahme** zu den Wirkungen der wichtigsten Kapitalmarktgesetze der vergangenen fünf Jahre unternommen, deren Ergebnisse in der vorliegenden Studie zusammengefasst sind.

Die Studie ist zugleich als eine Initiative zu verstehen, seitens der Wirtschaft unzweckmäßige Regelungen zu identifizieren und Evidenz hierüber zu liefern. Ihr hauptsächliches Anliegen ist, **belastbare Daten zu den wirtschaftlichen Folgekosten** der zahlreichen Neuregelungen für börsennotierte Unternehmen zu gewinnen und für die politische Diskussion zur Verfügung zu stellen. Der Schwerpunkt der Erhebung liegt auf den laufenden Pflichten, die mit einer Börsennotierung einhergehen, und auf Veränderungen im Bereich der Corporate Governance.⁷

Die Studie kommt zu einem Zeitpunkt, an dem die Sensibilität für die Gefahr der Überregulierung zunimmt. Bürokratieabbau und Verbesserung der Rechtsetzung sind erklärte Ziele der derzeitigen Bundesregierung und sollen unter anderem durch eine umfangreiche Erhebung der bürokratischen Belastungen nach dem in den Niederlanden bereits bewährten Standard-Kosten-Modell erreicht werden.⁸ Auch steht die Verbesserung des regulatorischen Rahmens („Better regulation“) an prominenter Stelle

5 Vgl. Glaum et al. (2006); Committee on Capital Markets Regulation (2006), Economist (2006).

6 Vgl. Börsen-Zeitung (2005).

7 Nicht erfasst werden die Vorschriften, die hauptsächlich im Zusammenhang mit einem Börsengang oder etwaiger Folgeemissionen einzuhalten sind (z.B. Pflicht zur Vorlage eines durch die BaFin gebilligten Wertpapierprospektes).

8 Vgl. Bundesregierung (2005, 2006).

auf der offiziellen Agenda der Europäischen Union – etwa im Arbeitsprogramm der deutschen EU-Ratspräsidentschaft⁹ – und bildet ein vorrangiges Element der Strategie der EU-Kommission für die Finanzmärkte. Hierzu wird im Weißbuch zur Finanzdienstleistungspolitik 2005-2010¹⁰ zum einen die Absicht erklärt, etwaige neue Regulierungen einer konsequenten Wirkungsanalyse („impact assessment“) zu unterziehen. Zum anderen sollen alle Maßnahmen des FSAP bis 2009 einer vollständigen ökonomischen und juristischen Evaluation unterzogen werden.

2.2 Methodik

Grundlage der Untersuchung war ein vom Deutschen Aktieninstitut entwickelter und vorab durch die gezielte Ansprache einiger Emittenten getesteter Fragebogen (siehe Anhang 2), der sich über vier Fragebereiche erstreckte:

- Allgemeine Fragen (Fragenblock A)
- Änderungen des Kapitalmarktrechts (Fragenblock B)
- Änderungen des Aktien- und Gesellschaftsrechts (Fragenblock C)
- Änderungen im Bereich der Rechnungslegung und Abschlussprüfung (Fragenblock D)

Die vielfältigen Neuregelungen lassen sich prinzipiell aus **zwei Perspektiven** beurteilen. Aus der Perspektive der Unternehmen stellt sich vor allem die Frage, inwieweit Regulierungen mit direkten oder indirekten Be- oder auch Entlastungen verbunden sind. Neben der **Unternehmensperspektive** ist relevant, wie einzelne Regelungen aus der übergeordneten **Perspektive des Kapitalmarktes** zu beurteilen sind. Die Unternehmen wurden durch-

9 Vgl. Bundesregierung (2007), S. 8.

10 Vgl. EU-Kommission (2005), S. 4-8.

gängig um Urteile aus beiden Perspektiven gebeten. Dabei konnten die Befragten aus vorgegebenen qualitativen Antwortoptionen wählen. Die Antworten wurden anschließend nach der unten stehenden Tabelle 3 in einen Zahlenwert zwischen -2 und +2 transformiert. Negative Zahlenwerte entsprechen einer negativen Beurteilung durch den befragten Ermittenten, positive Zahlenwerte stehen für eine positive Rückmeldung. Anschließend wurde über die Angaben aller Unternehmen zu der jeweiligen (Teil-)Frage das arithmetische Mittel gebildet, das als Maß für die in dieser Studie wiedergegebenen Durchschnittsbewertungen herangezogen wird.

Tabelle 2: Umrechnung qualitativer Antworten in Zahlenwerte

Unternehmensperspektive	Kapitalmarktperspektive	Zahlenwert
Deutliche Belastung	Überflüssig	-2
Belastung	Nicht unbedingt notwendig	-1
Keine Wirkung	Neutral	0
Entlastung	Insgesamt positiv	1
Erhebliche Entlastung	Dringend notwendig	2

Darüber hinaus wurde zu allen in die Umfrage eingeschlossenen Rechtsgebieten versucht, die auf den vorgegebenen Antwortoptionen basierenden Antworten durch offene Fragen weiter zu fundieren. Ausschließlich im kapitalmarktrechtlichen Teil der Umfrage wurden zudem weitere Fragen mit vorgegebenen Antwortoptionen gestellt, die nach dem obigen Muster in Durchschnittsbewertungen umgerechnet wurden.

In der Studie werden häufig Prozentwerte angegeben. Diese beziehen sich – soweit nicht anders gekennzeichnet – auf die jeweils eingegangenen Antworten. Anhang 3 gibt darüber hinaus Aufschluss über die Anzahl derjenigen, die zu einzelnen Fragen keine Angabe gemacht haben.

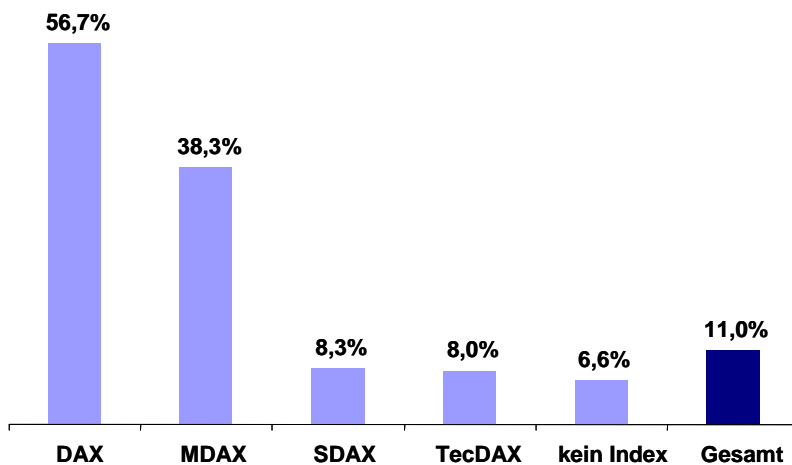
2.3 Repräsentativität

Der Fragebogen wurde im Mai 2006 an die Vorstandsvorsitzenden aller in den öffentlich-rechtlichen Marktsegmenten notierten deutschen Un-

ternehmen versandt. Die Auswahl der Unternehmen erfolgte anhand des Hoppenstedt Aktienführers 2006.¹¹ Die darin noch nicht erfassten Neuemittenten des Jahres 2005 wurden anschließend ergänzt.¹²

Unternehmen, die sich nach den Angaben im Hoppenstedt Aktienführer in einem laufenden Insolvenzverfahren befanden oder deren Insolvenz bereits festgestellt wurde, wurden nicht in die Erhebung eingeschlossen. Ebenso nicht angeschrieben wurden Emittenten mit Sitz im Ausland, was anhand der Wertpapierkennnummer (ISIN) der notierten Aktien bestimmt wurde.

Abbildung 1: Rücklaufquoten



Ausgehend von diesen Auswahlkriterien wurden insgesamt 710 Unternehmen um Stellungnahme zu den genannten Neuregelungen gebeten. Von den 88 Unternehmen, die auf die Umfrage reagiert haben, waren neun nicht zu einer Teilnahme bereit. Die Angaben eines weiteren Fragebogens waren für Analysezwecke unbrauchbar, so dass insgesamt 78 Fragebögen für die Auswertung verwendet werden konnten. Daraus resultiert eine **Rücklaufquote von 11 Prozent**. Die Unternehmen, die geantwortet haben, repräsentieren zugleich über 50 Prozent der Marktkapi-

11 Vgl. Hoppenstedt Financial Information GmbH (2005).

12 Vgl. DAI-Factbook 2006, Datenblatt FB-03-7.

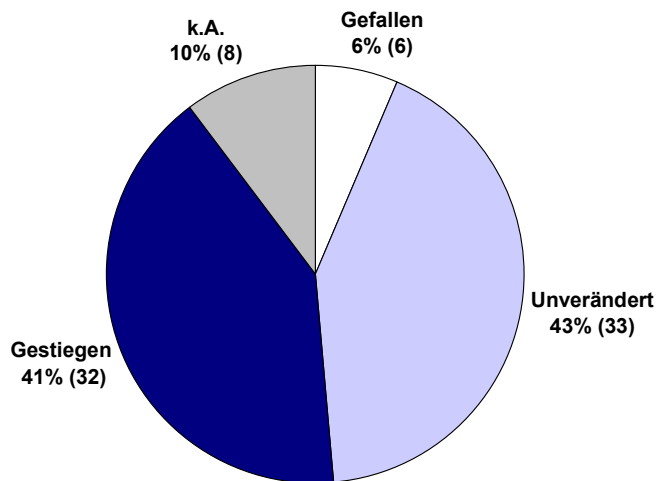
talisierung deutscher Unternehmen, so dass die Ergebnisse der Umfrage als repräsentativ für die Grundgesamtheit der börsennotierten deutschen Unternehmen angesehen werden können. Dies gilt insbesondere für die Indexsegmente DAX und MDAX (siehe Abbildung 1).

3. Übergreifende Ergebnisse

3.1 Budget und Mitarbeiterbindung im Bereich Compliance

Im ersten Teil der Umfrage wurden themenübergreifende Fragestellungen angesprochen. Hier sollten zunächst Angaben zur Anzahl und Verteilung der Mitarbeiter (in Vollzeitäquivalenten), die mit der Erfüllung der verschiedenen rechtlichen Pflichten für den Emittenten befasst sind, sowie den entsprechenden für diese Compliance veranschlagten Gesamt- und Teilbudgets gemacht werden (Fragen A1 bis A4). Aus den Antworten der Unternehmen lässt sich deutlich erkennen, dass aus den rechtlichen Neuregelungen der vergangenen Jahre eine spürbare Mehrbelastung für die Unternehmen resultiert.

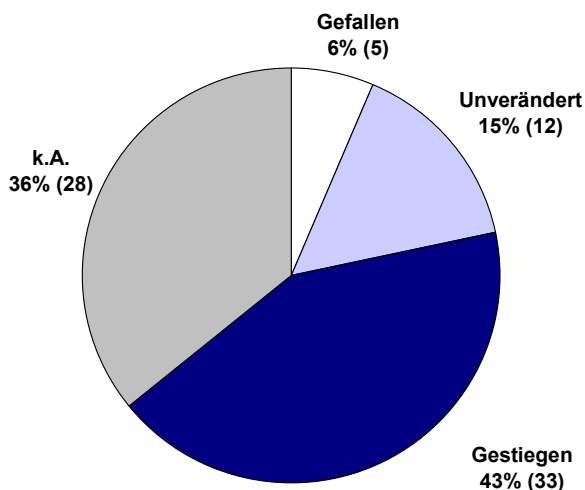
Abbildung 2: Veränderungen der Mitarbeiterzahlen im Bereich Compliance



Hinsichtlich der **Zahl der Mitarbeiter** sprechen 41 Prozent der Befragten von einer Steigerung, und nur 6 Prozent geben an, dass die Mitarbeiterzahlen im Bereich Compliance in den vergangenen Jahren gefallen sind (siehe Abbildung 2). Ein ausschließlicher Blick auf die Veränderungen der Mitarbeiterzahlen verdeckt allerdings, dass mit den vielfältigen Neuregelungen auch die Anforderungen an die Mitarbeiter gewachsen sind.

Mehrere Unternehmen betonen daher, dass sich der Regulierungsdruck der vergangenen Jahre auch in einer deutlich gestiegenen Arbeitsbelastung der Compliance-Mitarbeiter manifestiert.

Abbildung 3: Veränderungen im Compliance-Budget



Ein ähnliches Bild wie bei den Mitarbeiterzahlen ergibt sich für das **Gesamtbudget**, das für die Compliance mit den verschiedenen Anforderungen zur Verfügung steht. Hier wird in 43 Prozent der Fälle von einer Steigerung des Budgets in den vergangenen fünf Jahren gesprochen, während erneut nur 6 Prozent der Unternehmen eine Verringerung der Budgets zu verzeichnen hatten (siehe Abbildung 3). Allerdings macht hier eine größere Anzahl von Unternehmen keine Angaben. De facto dürfte daher bei mehr als den genannten 43 Prozent der Unternehmen ein Budgetwachstum gegeben haben. Zudem fällt das Wachstum des Budgets offenbar nicht unerheblich aus. Bei den 21 Unternehmen, die hierzu Angaben machen, liegt das Budgetwachstum in den vergangenen fünf Jahren zwischen 10 und 500 Prozent – bei einem allerdings nicht repräsentativen Durchschnittswert von 64,2 Prozent.

Belastbare Aussagen zu Mitarbeiterzahlen oder zu monetären Compliance-Aufwänden (Fragen A2 und A4) lassen sich jedoch nicht seriös ableiten, da sowohl zur Mitarbeiterstruktur als auch zu den Budgetzahlen z.T.

nur wenige, vor allem aber häufig nicht vollständig konsistent ausgefüllte Fragebögen vorliegen. Außerdem ist die Streuung der Angaben sehr groß. Die Gründe hierfür dürften nach Aussagen einer Reihe von Unternehmen sein, dass die mit Compliance-Aufgaben befassten Mitarbeiter auf verschiedene Unternehmensbereiche verteilt sind, dass sie außerdem häufig auch Tätigkeiten jenseits der Erfüllung regulatorischer Pflichten ausführen und dass sich der Anteil des Compliance-Aufwands am gesamten Arbeitsanfall oder am Budget nur sehr schwer isolieren lässt.¹³

Die vorliegenden Antworten lassen allerdings erkennen, dass ein großer Teil des Gesamtaufwandes aus der Erfüllung der Pflichten zur Rechnungslegung resultiert. Darin spiegelt sich vor allem wider, dass die Erarbeitung der Jahresabschlüsse insbesondere in großen Unternehmen mit internationaler Konzernstruktur ein äußerst komplexer betriebswirtschaftlicher Prozess ist. Aber auch die anderen mit der Börsennotierung verbundenen Pflichten in den Bereichen Kapitalmarktrecht, Gesellschafts- und Aktienrecht sowie allgemeine Corporate Governance binden eine nicht unerhebliche Zahl an Mitarbeitern und Ressourcen.

Für kleinere Emittenten können dabei auch geringere Mitarbeiterzahlen oder überschaubare Gesamtbudgets im Verhältnis zu Unternehmensgröße erheblich sein. Ein ausführlicher Kommentar eines kleineren Unternehmens zu dem gesamten ersten Fragenkomplex verdeutlicht die Konsequenzen davon sehr gut:

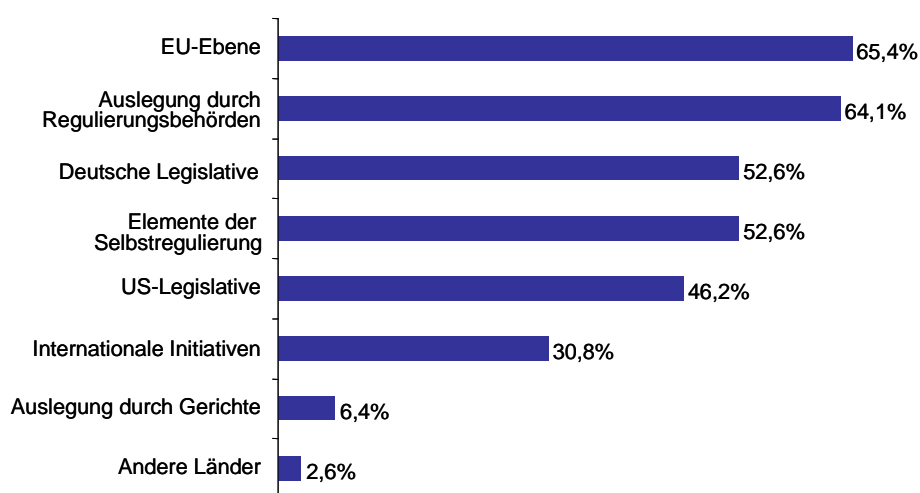
„Unseres Erachtens sind die Zahlenangaben in Relation zur Unternehmensgröße zu sehen [...]. Gut 2-3 Prozent der Gesamtbelegschaft sind nur für den abgefragten Aufgabenkomplex ‚Regulierung börsennotierter Unternehmen‘ tätig. Die Gesamtkosten belaufen sich auf ca. 1-3 Prozent des Umsatzes und stehen somit nicht für Investitionen oder die Weiterentwicklung des Unternehmens zur Verfügung.“

13 Aufgrund solcher Schwierigkeiten wird kein Versuch unternommen, Durchschnittswerte zur Zahl der Compliance-Mitarbeiter oder der Höhe des Compliance-Budgets zu schätzen. Die grobe Struktur der Antworten lässt sich gleichwohl dem Anhang 3 entnehmen.

3.2 Quellen des Regulierungsdrucks

Wie anfangs erwähnt, mischen sich bei der Gestaltung der rechtlichen Rahmenbedingungen der Kapitalmärkte europäische, deutsche und Initiativen aus der Industrie. Die Befragten sollten daher angeben, von welcher der möglichen Quellen aus ihrer Sicht der größte Regulierungsdruck ausgeht (Frage A6, Abbildung 4). Mehrfachnennungen waren möglich.

Abbildung 4: Quellen des Regulierungsdrucks



Der **stärkste Regulierungsdruck** geht nach Meinung von 65,4 Prozent der Emittenten von der **Europäischen Union** aus. Knapp dahinter folgt die **Auslegung des bestehenden Rechts durch Regulierungsbehörden** und ihre Koordinationsgremien (64,1 Prozent). Beides reflektiert zwei grundlegenden Veränderungen der Prozesse der Rechtsetzung. Zum einen ist allein wegen der Vielzahl an neuen Regelungen in den vergangenen Jahren die Bedeutung der Aufsichtsbehörden gestiegen. Zum anderen wird die Fortentwicklung der Ordnung der Kapitalmärkte wie kaum ein anderer Bereich von europäischen Initiativen bestimmt, was die Notwendigkeit verstärkt hat, operative Prozesse und Verhaltensweisen bei der Kapitalmarktaufsicht europaweit abzustimmen. So ist z.B. das Committee of European Securities Regulators (CESR) von zentraler Bedeutung bei der Transformation von Rahmenrichtlinien in detaillierte Aufsichtsstandards und ihrer europaweit einheitlichen Anwendung. Zwar kann diese Verla-

gerung der faktischen Einflusspotenziale von der Legislative auf die Exekutive letztlich zu sachgerechteren Rahmenbedingungen und Praktiken am Kapitalmarkt führen. Das zurückhaltende Urteil der Befragten gibt aber einen deutlichen Hinweis darauf, dass gleichzeitig die Gefahr von unkontrolliertem oder unkontrollierbarem Aufsichtsverhalten zunimmt.

Ebenfalls als bedeutsame Quelle des steigenden Regulierungsdrucks werden die Maßnahmen der deutschen Legislative genannt (52,6 Prozent). In dem etwas milderen Urteil spiegelt sich zum einen wider, dass dem deutschen Gesetzgeber Fehlentwicklungen, die von Europa ausgehen, nur zum Teil angelastet werden können. Allerdings spricht aus dem immer noch hohen Absolutwert ein deutliches Maß an Unzufriedenheit auch über die nationalen Schritte der Gesetzgebung. Außerdem neigt der deutsche Gesetzgeber auch in Fragen der Kapitalmarktordnung dazu, europäische Vorgaben sogar um zusätzliche Auflagen für die Emittenten zu ergänzen. Ein gutes Beispiel für ein solches „Gold Plating“ ist die Ausgestaltung des sog. Bilanzzeides als Strafvorschrift im Zuge der Umsetzung der EU-Transparenzrichtlinie, die allerdings nicht Gegenstand der Umfrage war.

Während die bisherigen Nennungen insgesamt als eine Kritik an überbordender staatlicher Kapitalmarktregulierung auch vor dem Hintergrund der Europäischen Integration zu verstehen sind, existiert offenbar zudem eine gewisse Skepsis gegenüber Selbstregulierungen. 52,6 Prozent der Befragten weisen Elemente der Selbstregulierung ebenfalls als Quelle starken Regulierungsdrucks aus. Bei der Interpretation dieses Ergebnisses ist allerdings zu beachten, dass Selbstregulierungen z.T. im Vorgriff auf drohende oder als Reaktion auf beschlossene staatliche Regulierungsschritte eingeführt oder umgestaltet werden, wodurch sich staatliche und nicht-staatliche Effekte mischen. Zudem ist eine Begleiterscheinung ihrer größeren Flexibilität, dass Selbstregulierungen mitunter häufiger geändert werden als staatliches Recht, was häufigere Anpassungen von den Betroffenen verlangt.

Das Urteil zu den weiteren Verursachern von Kapitalmarktregulierung fällt im Vergleich zu den bisher genannten insgesamt weniger negativ aus. Die mit 46,3 Prozent noch vergleichsweise häufige Nennung der US-Legislative dürfte dabei zum einen damit zusammenhängen, dass viele der jüngsten Neuregelungen des deutschen und europäischen Gesetzgebers US-amerikanische Vorbilder haben. Zudem müssen die an den US-Börsen notierten deutschen Unternehmen den Auflagen des Sarbanes-Oxley-Acts (SOX) und anderer Kapitalmarktregulierungen entsprechen (z.B. Rechnungslegung nach US-GAAP). Der SOX hat aufwendige Anpassungen der internen Prozesse notwendig gemacht, deren Kosten nach Auskunft der US-notierten Umfrageteilnehmer mindestens auf dem Niveau der durch deutsche und europäische Regulierungen verursachten Compliance-Kosten zu liegen scheinen (Frage A5). Entsprechend machen **alle US-notierten Unternehmen**, die an der Umfrage teilgenommen haben, die **US-Legislative** als **wichtigsten Regulierungstreiber** aus.

4. Kapitalmarktrecht

4.1 Erfasste Änderungen

Die kapitalmarktrechtlichen Neuregelungen, die Gegenstand der Umfrage waren, gehen vor allem auf das Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG) vom 30. Oktober 2004¹⁴ zurück, mit dem am Ende eines langen Prozesses die EU-Marktmissbrauchsrichtlinie¹⁵ in deutsches Recht umgesetzt wurde. Erklärtes Ziel des AnSVG war dabei, die Anleger im Bereich der Kapitalmarktkommunikation besser zu schützen und stärker vor unzulässigen Marktpraktiken zu bewahren.¹⁶ Dazu wurde das Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) in einigen für das Sekundärmarktverhalten und die Kapitalmarktkommunikation der Emittenten zentralen Stellen neu gefasst.

So wurde zum einen das **Verbot des Insiderhandels** und der **Marktmanipulation erweitert**. Den gesetzlichen Anknüpfungspunkt bilden nunmehr Insiderinformationen und nicht mehr das engere und besser abgrenzbare Tatbestandsmerkmal Insidertatsache. Erweitert wurden auch die **Ad-hoc-Publizität**, nach der Emittenten Insiderinformationen, die sie unmittelbar betreffen, ad-hoc der Kapitalmarktöffentlichkeit bekannt machen müssen, sowie die Verpflichtung zur Meldung von Geschäften in Aktien der betroffenen Unternehmen, die von Personen mit Führungsaufgaben beim Emittenten (bzw. diesen nahe stehende Personen) abgeschlossen werden (sog. **Directors' Dealings-Meldungen**). Hier wurde u.a. die Bagatellgrenze für nicht meldepflichtige Geschäfte von 25.000 Euro pro Monat auf 5.000 Euro im Jahr drastisch abgesenkt. Gänzlich neu ist zudem die

14 Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz) vom 28.4.2005, BGBl. I 2004, S. 2630.

15 Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation.

16 Vgl. BT-Drucksache 15/3174 vom 25.04.2004, S. 26.

Pflicht zur Führung und permanenten Pflege von **Insiderverzeichnissen** durch die Emittenten und sie beauftrage oder für ihre Rechnung handelnde Dritte, die der besseren und schnelleren Verfolgung von Insiderverstößen durch die zuständigen Behörden dienen soll. Aufgenommen werden müssen alle Personen, die für die Emittenten tätig sind und bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen haben.

Tabelle 3: Kapitalmarktrechtliche Neuregelungen im Überblick

Regelung	Inhalt der Änderung
Insiderhandelsverbot (§§ 12ff. WpHG)	Erweiterung , v.a. durch Ausdehnung auf alle Finanzinstrumente, Neufassung des Anknüpfungstatbestandes (Insiderinformation statt Insidertatsache), Erweiterung der verbotenen Handlungen und weitestgehendem Wegfall der Unterscheidung zwischen Primär- und Sekundärinsider.
Marktmanipulationsverbot (§§ 20ff. WpHG)	Erweiterung durch Ausdehnung auf irreführende Informationen (früher: falsche) und effektive Geschäfte sowie Anknüpfung an objektiver Eignung einer manipulierenden Praktik (früher: Absichtserfordernis)
Ad-hoc-Publizität (§ 15 WpHG)	Erweiterung durch Ausdehnung der veröffentlichungspflichtigen Umstände (Insiderinformationen statt Insidertatsachen) und Anknüpfungsmöglichkeiten auch außerhalb des Tätigkeitsbereichs des Emittenten. Materielle Änderung durch Möglichkeit der Selbstbefreiung durch den Emittenten (früher: Genehmigung durch die BaFin).
Directors' Dealings-Meldungen (§ 15a WpHG)	Erweiterung durch Ausdehnung des betroffenen Personenkreises und deutliche Absenkung der Bagatellgrenze
Insiderverzeichnisse (§ 15b WpHG)	Vollständige Neueinführung , ergänzt um Aufklärungspflichten des Emittenten ggü. den in das Insiderverzeichnis aufzunehmenden Personen
Jährliches Dokument (§ 10 WpPG)	Vollständige Neueinführung

Neu eingeführt wurde auch das **jährliche Dokument** nach dem im Juli 2005 in Kraft getretenen Wertpapierprospektgesetz¹⁷ (§ 10 WpPG), in

17 Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt zu veröffentlichen ist (Wertpapierprospektgesetz – WpPG) vom 22. Juni 2005, BGBl. I 2005, S. 1698.

dem Art. 10 der EU-Prospektrichtlinie folgend mindestens einmal jährlich alle Informationen nochmals gesammelt zu veröffentlichen sind, die in den vergangenen zwölf Monaten aufgrund der wesentlichen kapitalmarktrechtlichen Zulassungsfolgepflichten zu verbreiten waren.¹⁸

4.2 Umfrageergebnisse

In den Fragen B1a und B1b sollten die Emittenten zunächst die kapitalmarktrechtlichen Neuerungen aus Unternehmens- bzw. aus Kapitalmarktperspektive beurteilen. Abbildung 5 gibt einen Überblick über die durchschnittlichen Einschätzungen der Emittenten.¹⁹

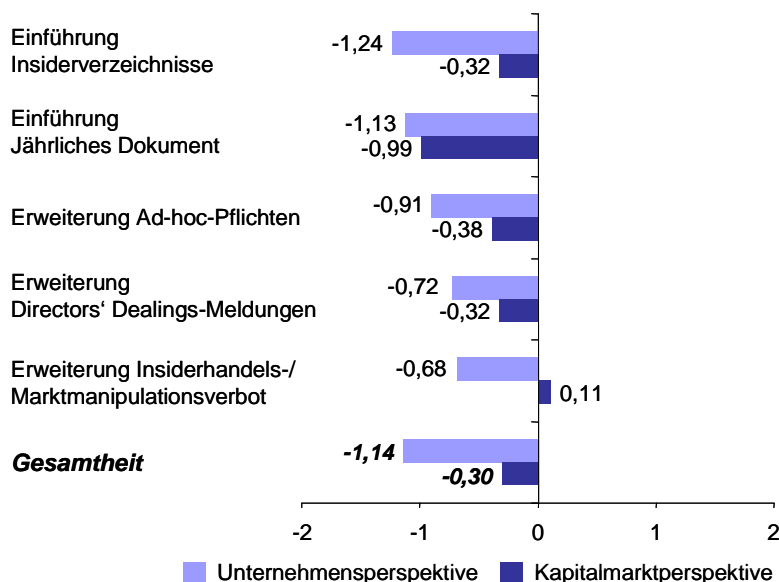
Die Antworten zur **Unternehmensperspektive** lassen **spürbare Mehrbelastungen** für die Emittenten erkennen. So halten 98,6 Prozent der Unternehmen die Gesamtheit der Regulierungsschritte für „belastend“ oder „deutlich belastend“, was einem Zahlenwert von -1,14 entspricht. Unter den einzelnen Maßnahmen werden insbesondere die Einführung von Insiderverzeichnissen (-1,24) und des jährlichen Dokuments (-1,13) von den Emittenten als starke Zusatzlast empfunden. 96 Prozent bzw. 94,4 Prozent der Befragten charakterisieren diese Maßnahmen als „belastend“ oder „deutlich belastend“. Die entsprechenden Punkt- und Prozentwerte lauten für die Erweiterungen der Ad-hoc-Publizität -0,91 (73,7 Prozent), der Directors' Dealings-Meldungen -0,72 (69,3 Prozent) und des Insiderhandels- bzw. Marktmanipulationsverbots -0,68 (66,1 Prozent). Die rest-

18 Nicht Gegenstand der Erhebung waren dagegen die im Mai 2005 ergangenen Änderungen der Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG) sowie die voraussichtlichen Auswirkungen der EU-Transparenzrichtlinie in deutsches Recht, da zum Zeitpunkt der Umfrage wesentliche Details der geplanten Umsetzung noch unbekannt waren.

19 Zur Methodik siehe Kapitel 2, S. 21. Antwortoptionen für die Unternehmensperspektive waren: „deutliche Belastung“ (-2), „Belastung“ (-1), „keine Wirkung“ (0), „Entlastung“ (+1), „deutliche Entlastung“ (+2). Antwortoptionen für die Kapitalmarktperspektive waren: „überflüssig“ (-2), „nicht unbedingt notwendig“ (-1), „neutral“ (0), „insgesamt positiv“ (+1), „dringend notwendig“ (+2).

lichen Unternehmen beurteilen die Regelungen bis auf eine einzige positive Rückmeldung jeweils als neutral.

Abbildung 5: Gesamturteil zu den kapitalmarktrechtlichen Neuregelungen



Etwas besser beurteilen die Emittenten die **Neuregelungen aus der Kapitalmarktperspektive** (Frage B1b), die in ihrer Gesamtheit aber dennoch nur eine Durchschnittsbewertung von -0,30 erhalten. 44 Prozent der Befragten geben hier ein Urteil im negativen Bereich ab. Die schlechteste Beurteilung unter den Einzelmaßnahmen erhält mit einem Zahlenwert von -0,99 die Einführung des jährlichen Dokuments, das insgesamt 68 Prozent der Emittenten aus Kapitalmarktperspektive für „nicht unbedingt notwendig“ oder „überflüssig“ halten. Aber auch die Erweiterung der Ad-hoc-Pflichten, die Einführung von Insiderverzeichnissen und die umfanglicheren Directors' Dealings-Meldepflichten werden in dieser Hinsicht negativ beurteilt. Lediglich die Erweiterung des Insiderhandels- und Marktmanipulationsverbots wird mit einem Zahlenwert von +0,11 unter Kapitalmarktgesichtspunkten als leicht positiv beurteilt. 40,8 Prozent urteilen hier positiv, während 27,6 Prozent ein negatives Urteil fällen.

Abbildung 6: Änderungen des Kapitalmarktrechts – Bewertung aus Unternehmensperspektive (nach Größenklassen)

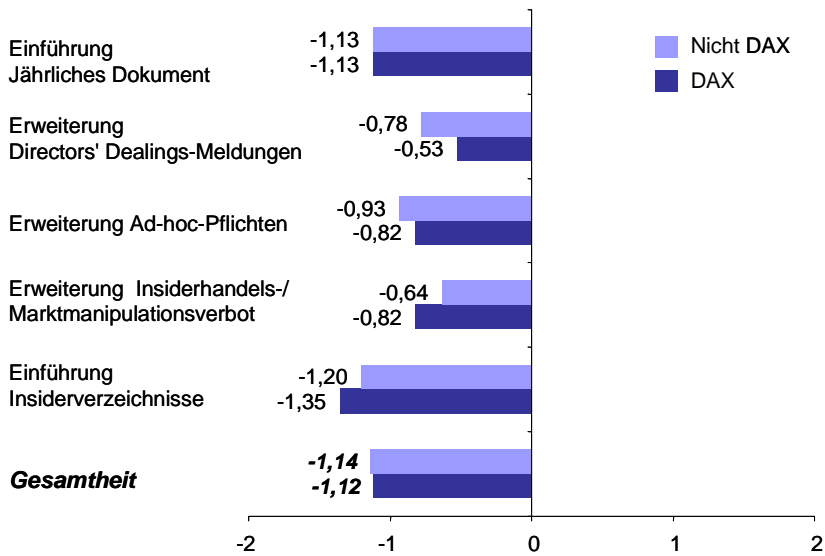
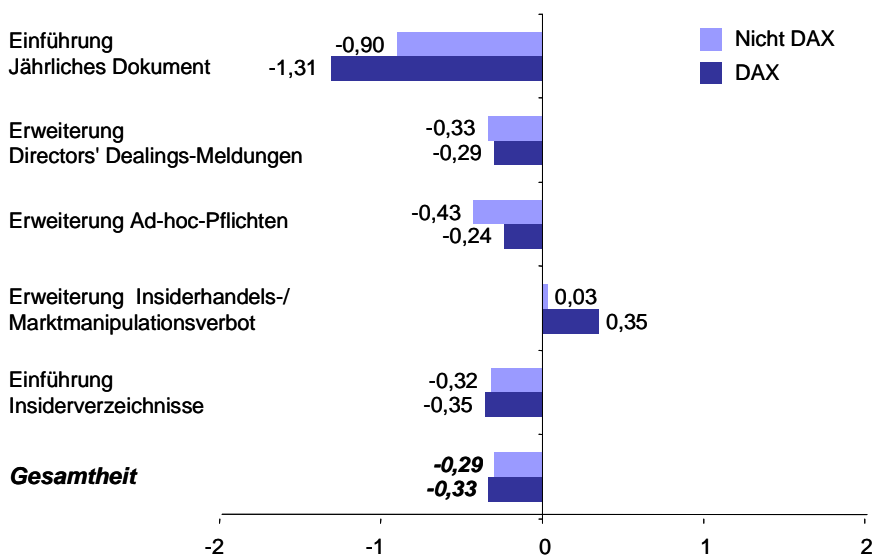


Abbildung 7: Änderungen des Kapitalmarktrechts – Bewertung aus Kapitalmarktperspektive (nach Größenklassen)

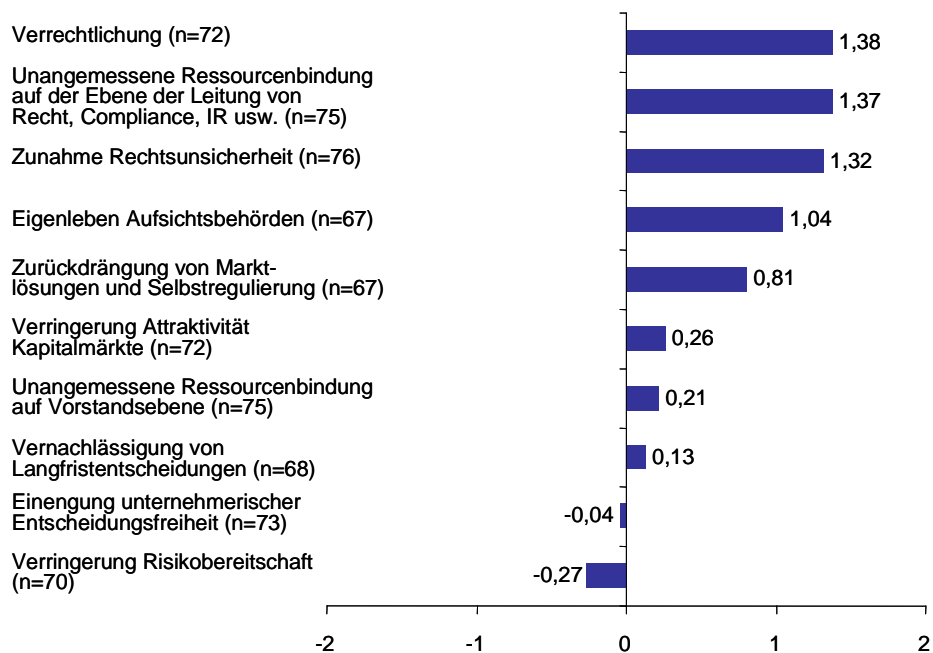


Insgesamt erhalten die Neuregelungen des Kapitalmarktrechtes damit eine im Durchschnitt negative Beurteilung in beiden Dimensionen. Es liegen zudem **keine nennenswerten Unterschiede** bei den Bewertungen der Unternehmen aus dem **DAX** und den **nicht zum DAX gehörenden Emittenten** vor (siehe Abbildungen 6 und 7). Lediglich werden das erweiterte Insiderhandels- und Marktmanipulationsverbot von den DAX-Unterneh-

men aus Kapitalmarktperspektive leicht besser und das jährliche Dokument leicht schlechter beurteilt.

Negativeffekte müssen sich allerdings nicht nur in konkreten Budget- oder Mitarbeiterzahlen – also direkt messbaren Kosten – niederschlagen. Gerade die nicht messbaren indirekten Auswirkungen können problematisch sein und sind besonders weit verbreitet: Nur 12,8 Prozent der Befragten sahen überhaupt keine nennenswerten **negativen indirekten Nebenwirkungen** (Frage B2b).

Abbildung 8: Negative Nebeneffekte der Veränderungen des Kapitalmarktrechts



Wie aus Abbildung 8 deutlich wird, bestätigen die Unternehmen zudem nahezu alle belastenden Auswirkungen, die im Vorfeld des rechtlichen Umbaus der vergangenen Jahre befürchtet worden waren (Frage B2a).²⁰

²⁰ Die Antwortmöglichkeiten waren hier: „trifft nicht zu“ (-2), „trifft eher nicht zu“ (-1), „trifft eher zu“ (+1) und „trifft zu“ (+2),

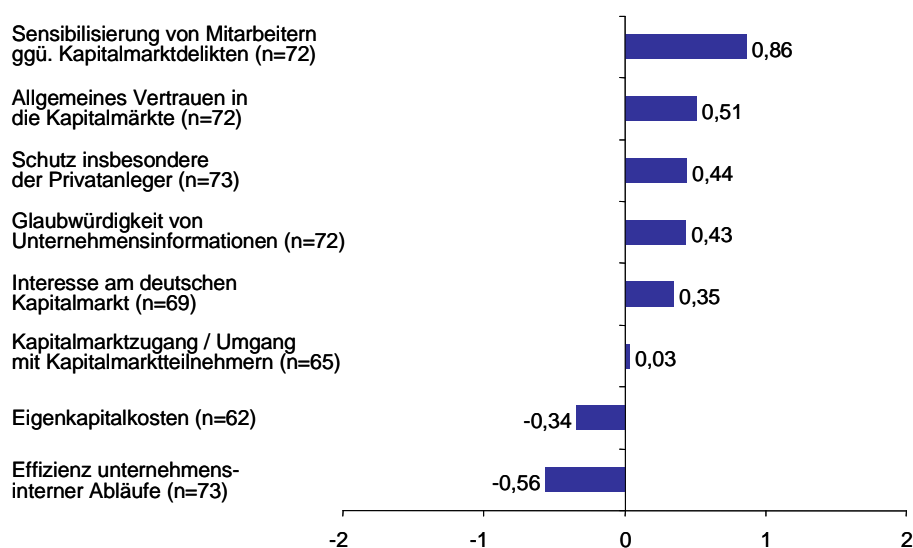
Auf den vorderen Plätzen der Negativliste stehen die Verrechtlichung des Kapitalmarktverhaltens, die ungemessen starke Bindung von Ressourcen auf der Ebene unterhalb des Vorstands (z.B. Leitung Recht, Leitung Investor Relations) und eine zunehmende Rechtsunsicherheit, die u.a. durch Zahl und Frequenz der Neuerungen bedingt ist. Über die „Verrechtlichung des Kapitalmarktverhaltens“ fällen z.B. 93,1 Prozent der Unternehmen die Urteile „trifft eher zu“ oder „trifft zu“. Für die Ressourcenbindung auf Leitungsebene und die Rechtsunsicherheiten lauten die entsprechenden Werte 94,7 Prozent bzw. 90,7 Prozent. Auch das „steigende Eigenleben der Aufsichtsbehörden“ (85,1 Prozent) und die „Zurückdrängung von Marktlösungen und Selbstregulierung“ (77,7 Prozent) werden häufig genannt. Geringere Zustimmungsraten liegen dagegen zu den anderen Antwortoptionen vor, so dass negative Auswirkungen auf Risikobereitschaft und unternehmerische Entscheidungsfreiheit aus Sicht der Emittenten offenbar weniger zu spüren sind.

Die in ihrer Gesamtheit kritische Sicht der Emittenten auf die Novellierungen im Kapitalmarktrecht muss auch deshalb ernst genommen werden, weil sie differenziert vorgetragen wird. So zeigen bereits die im Vergleich zur Unternehmensperspektive etwas freundlicheren Einschätzungen aus Kapitalmarktperspektive, dass die Unternehmen nicht pauschal urteilen und mögliche gesamtwirtschaftliche Nutzenpositionen bei ihren Einschätzungen einbeziehen.

In Frage B4 sollte die Gesamtheit der kapitalmarktrechtlichen Änderungen hinsichtlich **möglicher Nutzeneffekte** für Emittenten und Gesamtwirtschaft und unter Verwendung vorgegebener Antwortoptionen bewertet werden (Abbildung 9).²¹

21 Die Antwortoptionen waren hier: „große Verschlechterung“ (-2), „geringe Verschlechterung“ (-1), „keine Wirkung“ (0), „geringe Verbesserung“ (+1), „große Verbesserung“ (+2).

Abbildung 9: Mögliche Nutzeneffekte der Veränderungen des Kapitalmarktrechts



Einzig eindeutig positive Nebenwirkung aus Sicht der Befragten ist die Sensibilisierung der Mitarbeiter gegenüber Kapitalmarktdelikten. Hier sehen immerhin rund 77,7 Prozent eine „leichte“ oder „große Verbesserung“. Darauf folgt eine Reihe von schwach positiv bewerteten Effekten. Diese reichen von einer Erhöhung des allgemeinen Vertrauens in die Kapitalmärkte bis hin zu einer leichten Verbesserung des Interesses institutioneller Investoren und anderer Akteure am deutschen Kapitalmarkt. Der Anteil positiver Antworten liegt hier zwischen 37,1 und 54,4 Prozent, wobei fast alle Befragten von einer „leichten Verbesserung“ sprechen. Auf den Kapitalmarktzugang der Emittenten haben die gesetzlichen Änderungen hingegen keinen fühlbaren Einfluss gehabt. Bei der Höhe der Eigenkapitalkosten und der Effizienz interner Abläufe liegen sogar deutlich mehr negative als positive Rückmeldungen vor.

Deutliche Nutzeneffekte sind damit – anders als im Vorfeld der Novellierungen häufig behauptet – kaum zu erkennen. Soweit überhaupt vorhanden, sind sie aus Sicht der Emittenten so schwach ausgeprägt, dass sie durch die genannten Negativwirkungen mehr als ausgeglichen werden.

In den Fragen B3a und B3b wurde versucht, die Kosten einzelner Veränderungen bei der Implementierung oder für die laufende Compliance in

Euro oder in Arbeitertagen abzuschätzen. Leider liegen jedoch für eine seriöse Schätzung zu wenige auswertbare Antworten vor, die gleichzeitig zu stark streuen.

Das Gesamturteil zu den Änderungen im Kapitalmarktrecht ist trotz der fehlenden Quantifizierbarkeit aber eindeutig: Der Kosten-Nutzen-Saldo wird von den Unternehmen auch unter Berücksichtigung der Kapitalmarktperspektive als negativ empfunden.

4.3 Anregungen der Umfrageteilnehmer

Dieser kritische Grundtenor spiegelt sich auch in den Antworten zu den Frage B5 und B6, in denen die Teilnehmer über vorgegebenen Antwortoptionen hinaus Revisionswünsche und Neuregelungsbedarfe offen legen konnten. Hinsichtlich der **Überarbeitungswünsche** rangiert das jährliche Dokument, dem mehrfach explizit keine eigenständige Bedeutung beigemessen wird, mit 22 Nennungen am weitesten vorn. Darauf folgen die Abschaffung der Insiderverzeichnisse, die von einem Teilnehmer als „Datengräber“ bezeichnet werden, und der Wunsch nach Veränderungen im Bereich der Ad-hoc-Mitteilungen mit 10 bzw. 12 Nennungen nahezu gleichauf. Bei letzteren werden verschiedene Elemente gerügt. Neben einer erhöhten Rechtsunsicherheit bei den nicht mehr durch die BaFin bestätigten Selbstbefreiungen wird z.B. von mehreren Teilnehmern der Wunsch geäußert, zum alten und engeren Anknüpfungspunkt der Insiderfaktum zurückzukehren. Diese würde eine grundsätzliche Änderung im EU-Recht erforderlich machen. Von zwei Teilnehmern wird zudem angemahnt, die schon länger bestehende, aber durch die Erweiterung der Anknüpfungspunkte indirekt verschärfte Schadensersatzpflicht für unterlassene Ad-hoc-Mitteilungen (§ 37b WpHG) abzuschaffen. Fünf kritische Äußerungen entfallen darüber hinaus auf die Veränderungen im Bereich der Directors' Dealings-Meldungen, wobei mehrfach die Revision der Absenkung der Bagatellgrenzen auf 5.000 Euro pro Monat gefordert wird. Ferner wird angeregt, Mitarbeiteraktien generell vom Insiderhandelsverbot freizustellen und die Marktmanipulationstatbestände weiter zu kon-

kretisieren, um Rechtsunsicherheiten für Unternehmen und ihre Mitarbeiter zu vermeiden.

Allgemein wünschen sich die Emittenten zudem sehr deutlich eine weitgehende **Regulierungspause** bzw. eine **Deregulierung** bestehender Vorschriften. Hierzu liegen 12 Kommentare vor. Auch eine Durchsicht der kapitalmarktrelevanten Gesetze auf Redundanzen, unklare oder in verschiedenen Zusammenhängen anders verwendete Rechtsbegriffe sowie schlecht synchronisierte Meldepflichten und -fristen wird mehrfach angeregt. Dies gilt z.B. für die Beteiligungsmeldungen nach § 21ff. WpHG und § 20 AktG. Als wohlthuende Deregulierung würde es von einem Emittenten auch empfunden, wenn er von solchen Informationspflichten befreit würde, die Behörden wie die BaFin im elektronischen Bundesanzeiger selbst recherchieren könnten. Darüber hinaus wird je einmal vorgeschlagen, die weitgehende Gleichbehandlung von beherrschten und eigenständigen Unternehmen in punkto Kapitalmarktpflichten zu überdenken und den ebenfalls mit dem AnSVG geänderten § 34b WpHG (Analyse von Finanzinstrumenten) auf die klassische Wertpapieranalyse zu beschränken.

Ausnahmen von dem Wunsch nach einer Regulierungspause bestehen im Wesentlichen dort, wo gesetzliche **Klarstellungen** ein Mehr an Rechtssicherheit bringen würden. So fordern zwei Befragte explizit mehr Klarheit im Zusammenhang mit den Zurechnungstatbeständen für das „Acting in Concert“ (§ 30 Abs. 2 WpÜG). Ein Unternehmen legt zudem eine Einführung von Meldepflichten für Leerverkäufe nahe, die in einzelnen Fällen im Verdacht stehen, zu spekulativen Attacken auf die Aktienkurse von börsennotierten Unternehmen verwendet worden zu sein. Ein Emittent äußert schließlich den Wunsch, Regelungen zur Stärkung langfristig orientierter Investoren zu finden.

5. Gesellschafts- und Aktienrecht

5.1 Erfasste Änderungen

Im Bereich der gesellschafts- und aktienrechtlichen Neuerungen wurden im Wesentlichen die Auswirkungen des **Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG)** vom 22. September 2005 untersucht.²²

Das UMAG ist nach dem Deutschen Corporate Governance Kodex (2001) und dem Transparenz- und Publizitätsgesetz (TransPuG, 2002) die dritte Stufe der weit reichenden Umgestaltungen der Grundzüge der deutschen Corporate Governance, die seit Mitte 2001 durch die Bundesregierung auf den Weg gebracht worden sind. Die Bundesregierung bezeichnet das UMAG gar als den „bedeutendsten Teil der aktienrechtlichen Änderungsvorschläge der Regierungskommission Corporate Governance“.²³ Es beeinflusst das Verhältnis der Unternehmen zu ihren Aktionären an mehreren zentralen Stellen.²⁴

- Zum einen ist es erklärtes Ziel des UMAG, die **Innenhaftung der Gesellschaftsorgane** durch **Herabsetzung der Klageschwellen** (§ 148 AktG Abs. 1 Satz 1) sowie der Schwellen für die Bestellung eines Sonderprüfers (§ 142 AktG) prinzipiell zu erleichtern. Als Gegengewicht hierzu sollten aber in Form der Kodifizierung der **Business Judgment Rule** (§ 93 Abs. 1 Satz 2 AktG) Haftungsfreiräume erhalten bleiben und durch die Schaffung eines **Klagezulassungsverfahrens**

22 Vgl. BGBl. I 2005, 2802.

23 Begründung der Bundesregierung zum Entwurf eines Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) vom 14. März 2005, BT-Drucksache 15/5092, S. 10.

24 Vgl. Göz/Holzborn (2006), S. 157ff.

(§ 148 Abs. 1 Satz 2 AktG) aussichtslose und missbräuchliche Klagen verhindert werden.

- Zum zweiten war es Ziel des Gesetzgebers, das missbräuchliche Ausnutzen von Rechten und Rechtsmitteln zu beschränken, bestehende Schutzinstrumente aber im Grundsatz zu bewahren.²⁵ Dies betrifft zunächst das Instrument der **Anfechtungsklage** gegen Beschlüsse der Hauptversammlung. Hierzu wurde nach dem Vorbild des Umwandlungsgesetzes ein so genanntes **Freigabeverfahren** (§ 246a AktG) eingeführt, nach dem Beschlüsse der Hauptversammlung trotz laufendem Anfechtungsverfahren ins Handelsregister eingetragen werden können. Weiterhin hat es **Veränderungen im Bereich der Auskunftsrechte** (§ 131 AktG) der Aktionäre gegeben. So können die Gesellschaften nun per Satzung oder per Geschäftsordnung zur Hauptversammlung das Rede- und Fragerecht angemessen beschränken. Außerdem wurde das Auskunftsverweigerungsrecht des Vorstands erweitert. Im Gegenzug dazu wurde das **Aktionärsforum** (§127a AktG), eine elektronische Plattform im Internet, eingeführt. Dieses erleichtert den Aktionären das Erreichen von bestimmten Mindestquoten bei Anträgen und Klagevorbereitungen und ermöglicht ihnen die Übertragung von Stimmrechten oder die Abstimmung über Stimmrechtsausübung.
- Ergänzend dazu hat das UMAG das **Verfahren zur Anmeldung zur Hauptversammlung** bei Gesellschaften mit Inhaberaktien modifiziert. Das bisherige Hinterlegungserfordernis, das insbesondere von ausländischen Aktionären häufig als Sperrung ihrer Aktien für den Handel im Zeitraum zwischen Tag der Hinterlegung und dem Tag der Hauptversammlung fehlinterpretiert wurde, wurde durch den sog. **Record Date** (§ 123 Abs. 3 AktG) ersetzt. Hiernach genügt für die

25 Begründung der Bundesregierung zum Entwurf eines Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) vom 14. März 2005, BT-Drucksache 15/5092, S. 10.

Anmeldung zur Hauptversammlung nunmehr die Vorlage einer Bankbescheinigung über den Anteilsbesitz, die auf den 21. Tag vor der Hauptversammlung zu lauten hat.

Über das UMAG hinaus wurden zwei weitere für die Corporate Governance börsennotierter Gesellschaften wichtige Veränderungen in die Umfrage eingeschlossen. Dies sind zunächst die **Veränderungen am Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK)**, der als Instrument der Selbstregulierung unverbindliche Empfehlungen zur Corporate Governance ausspricht, deren Einhaltung oder Nichteinhaltung jedoch einmal jährlich im Rahmen der Entsprechenserklärung (§ 161 AktG) durch die Unternehmen öffentlich bekannt zu machen ist.

Nach dem **Gesetz über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen (VorstOG)** vom 3. August 2005²⁶ sind die Unternehmen mittlerweile über den DCGK hinaus dazu verpflichtet, die **Bezüge der Vorstandsmitglieder individualisiert** im Anhang zum Jahresabschluss bzw. im Lagebericht offen zu legen (§§ 285 Satz 1 Nr. 9a, 289, 314 Abs 1 Nr. 6, 315 HGB), es sei denn, die Hauptversammlung beschließt mit Zwei-Drittel-Mehrheit davon abzusehen (**Opting Out-Regel**, § 286 Abs. 5 HGB).

5.2 Umfrageergebnisse

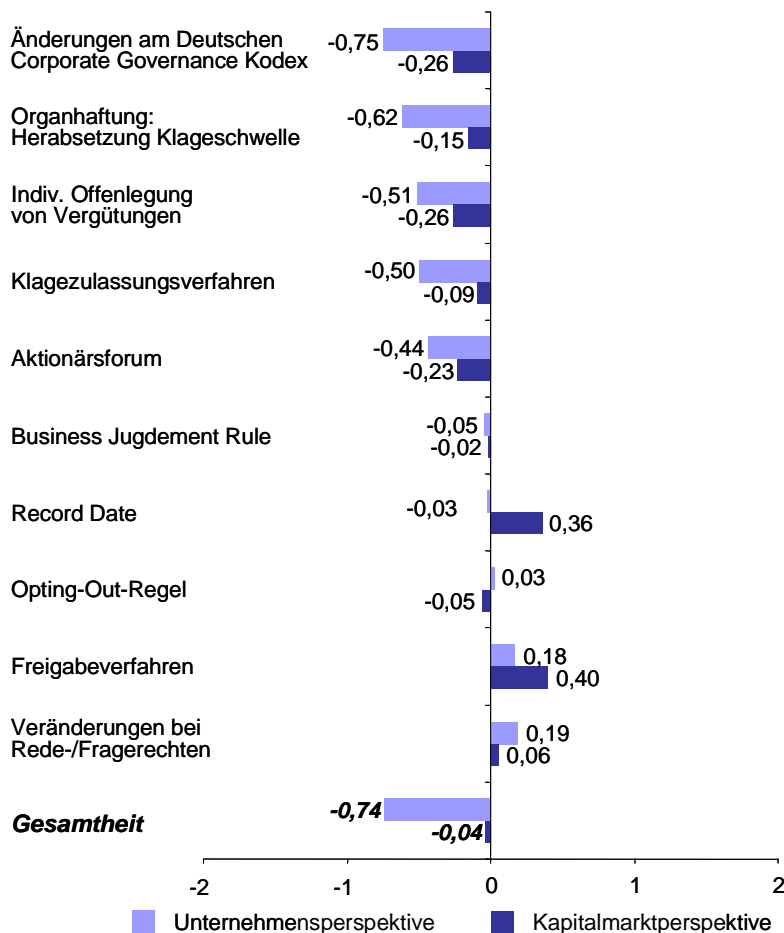
Ähnlich wie im Bereich des Kapitalmarktrechtes wird die **Mehrzahl** der Veränderungen des Gesellschafts- und Aktienrechts von den Befragten sowohl aus Unternehmensperspektive als auch – etwas weniger ausgeprägt – aus Kapitalmarktperspektive **negativ beurteilt**.²⁷ Allerdings gibt

26 BGBl. I v. 10.8.2005, S. 2267.

27 Bei der Interpretation aus der Kapitalmarktperspektive muss die vergleichsweise große Streuung der Antworten beachtet werden. Selbst bei im Durchschnitt als negativ empfundenen Maßnahmen liegt mindestens ein Viertel der Antworten im positiven Bereich. Aus der Unternehmensperspektive gibt es dagegen einzelne Maßnahmen ohne eine einzige positive Antwort.

es auch Ausnahmen mit einer positiven Bewertung, insbesondere durch die DAX-Emittenten (Fragen B1a und B1c, Abbildung 10).

Abbildung 10: Gesamturteil zu den gesellschafts- und aktienrechtlichen Neuregelungen²⁸



Zu den per saldo negativ eingeschätzten Maßnahmen zählen die Herabsetzung der Klageschwelle in § 148 AktG und die Einführung des Aktionärsforums. Bei diesen beiden Regelungen besteht die Gefahr, dass sich das Risiko von Haftungs- bzw. Anfechtungsklagen für die Emittenten

28 Zur Methodik siehe Kapitel 2, S. 21. Antwortoptionen für die Unternehmensperspektive waren: „deutliche Belastung“ (-2), „Belastung“ (-1), „keine Wirkung“ (0), „Entlastung“ (+1), „deutliche Entlastung“ (+2). Antwortoptionen für die Kapitalmarktperspektive waren: „überflüssig“ (-2), „nicht unbedingt notwendig“ (-1), „neutral“ (0), „insgesamt positiv“ (+1), „dringend notwendig“ (+2).

deutlich erhöht oder ein missbräuchliches Einsetzen von Rechtsmitteln wahrscheinlicher wird. Auch die individualisierte Offenlegung von Vorstandsvergütungen wird von den Emittenten im Durchschnitt negativ eingeschätzt, weil sie für die Emittenten eine zusätzliche Pflicht darstellt, ohne gleichzeitig einen erkennbaren Mehrwert für den Kapitalmarkt zu schaffen.

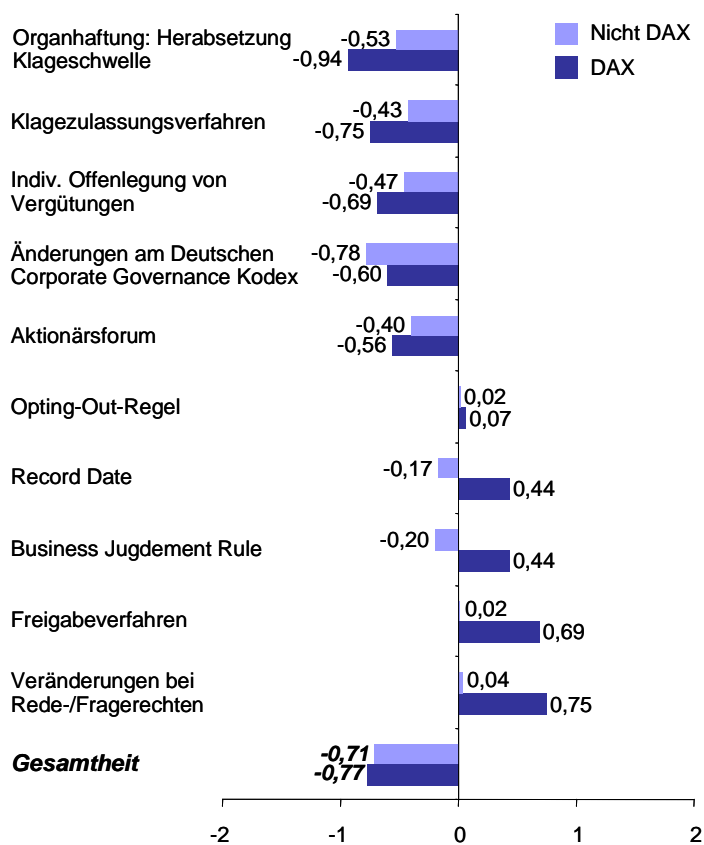
Überraschend negativ fällt allerdings auch das Urteil über die Änderungen des Deutschen Corporate Governance Kodex aus, die zumindest von den Nicht-DAX-Emittenten die schlechteste Bewertung in diesem Fragebereich erhalten (siehe auch unten). Hintergrund hierfür dürfte aber weniger eine Ablehnung des Modells der Selbstregulierung sein. Vielmehr dürften die häufigen, allerdings zum Teil auch aufgrund europäischer oder nationaler Vorgaben erfolgten Neuerungen Anlass für diese negative Einschätzung sein. Auch die Überlagerungen zwingender gesetzlicher Vorgaben durch Kodexregelungen sowie bestehende Auslegungsprobleme und Rechtsunsicherheiten mögen aus diesem Urteil sprechen. Ein Meinungsbild zu einzelnen Kodex-Empfehlungen oder -Anregungen lässt sich jedoch nicht ableiten, da die Umfrage hier keine Differenzierung vorgesehen hat.

Auffällig ist auch die vergleichsweise negative Beurteilung des Klagezulassungsverfahrens. Offenbar bezweifeln die Emittenten, dass durch das Verfahren missbräuchliche oder aussichtslose Organklagen wirkungsvoll verhindert werden könnten, wenn dies im Zusammenspiel mit den gesenkten Klageschwellen betrachtet wird. Dass hierzu noch keine praktischen Erfahrungen vorliegen, mag ebenfalls zu dem insgesamt zurückhaltenden Urteil beigetragen haben. Ein ähnliches Motiv mag auch hinter der neutralen Bewertung der Business Judgement Rule und der Opting-Out-Möglichkeit bei der individualisierten Offenlegung von Vergütungen aus Unternehmens- als auch aus Kapitalmarktperspektive liegen. Auch hier scheinen die Emittenten nicht zu erwarten, dass Haftungsfreiräume hinreichend klar geschützt werden, respektive ein nutzbarer Entschei-

dungsspielraum hinsichtlich der Offenlegungspraxis von Vergütungen bestehen bleibt.

Zwei Maßnahmen erhalten von den Emittenten allerdings ein **schwach positives Gesamturteil**. Hierbei handelt es sich einerseits um die erweiterten Möglichkeiten zur Beschränkung der Rede- und Fragerechte auf der Hauptversammlung, andererseits um das Freigabeverfahren bei laufenden Anfechtungsklagen.

Abbildung 11: Änderungen im Gesellschafts- und Aktienrecht – Bewertung aus Unternehmensperspektive (nach Größenklassen)



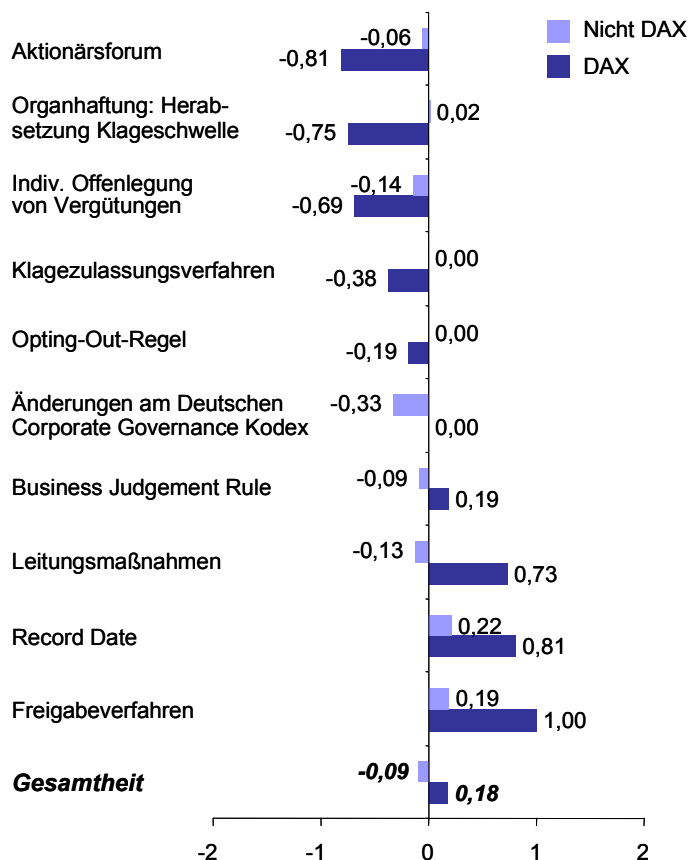
Anders als im Kapitalmarktrecht weichen die **Bewertungen** der Änderungen im Aktien- und Gesellschaftsrecht von **DAX- und Nicht-DAX-**Emittenten zum Teil deutlich voneinander ab (siehe Abbildungen 11 und 12). Sowohl negative als auch positive Urteile fallen im DAX zumeist deutlich prononcierter aus. Zum Teil liegen sogar gegenläufige Einschät-

zungen vor. Dieses Ergebnis dürfte damit zusammenhängen, dass die DAX-Unternehmen wegen ihres großen Aktionärskreises, ihrer starken Einbindung in die internationalen Kapitalmärkte sowie ihrer stärkeren Präsenz in der Öffentlichkeit die Auswirkungen unausgewogener Rechtsgestaltungen direkter zu spüren bekommen, umgekehrt aber auch von entlastenden Maßnahmen etwa mit Blick auf „missbräuchliches Aktionärsverhalten“ spürbarer profitieren.

Kaum Unterschiede gibt es dagegen in der **Gesamtbewertung** aller aktien- und gesellschaftsrechtlichen Novellierungen. Knapp 65 Prozent aller Unternehmen empfinden das Maßnahmenpaket in der Unternehmensperspektive als „belastend“ oder „deutlich belastend“. Der Rest antwortet „neutral“, so dass sich insgesamt ein deutlich negatives Urteil ergibt (Punktwert: -0,74, Abbildung 10). Aus Kapitalmarktperspektive fällt die Einschätzung dagegen weniger eindeutig aus. Die Befragten diagnostizieren für die Gesamtheit der Maßnahmen im Durchschnitt weder positive noch negative Auswirkungen (Punktwert: -0,04).

Plastisch formuliert heißt dies, dass die aktien- und gesellschaftsrechtlichen Novellierungen – ähnlich wie im Kapitalmarktrecht – aus Sicht der Unternehmen per saldo zusätzliche Belastungen gebracht haben, ohne positive Effekte für den Kapitalmarkt zu bewirken. Daran ändern auch die begrüßenswerte Einführung des Freigabeverfahrens bei Anfechtungsklagen und die besser kodifizierten Möglichkeiten für Leitungsmaßnahmen (Rede- und Fragerechte) auf der Hauptversammlung nichts Wesentliches, die beide ein Gegengewicht zu den durch das UMAG erweiterten Klage- und Koordinationsmöglichkeiten der Anteilseigner bilden.

Abbildung 12: Änderungen im Gesellschafts- und Aktienrecht – Bewertung aus Kapitalmarktperspektive (nach Größenklassen)



Zu dieser Einschätzung passt, dass die Emittenten eine eher zurückhaltende Prognose zu den Auswirkungen der Änderungen auf die Wahrscheinlichkeit eines missbräuchlichen Ausnutzens von Rechtsmitteln stellen (Frage C1b). Zwar erwarten 38,9 Prozent keine Auswirkungen, und 3,4 Prozent gehen von einer abnehmenden Wahrscheinlichkeit aus. Deutlich häufiger ist jedoch die Erwartung einer zunehmenden (40 Prozent) oder gar einer stark zunehmenden Wahrscheinlichkeit (18,6 Prozent). Insgesamt wird damit von den Umfrageteilnehmern bezweifelt, ob eines der zentralen Ziele des UMAG erreicht werden kann.

5.3 Anregungen der Umfrageteilnehmer

Angesichts dieser Beurteilung verwundert es wenig, dass sich viele Emittenten in den offenen Fragen zum Revisions- und Neuregelungsbedarf

(Frage C2 und C3) explizit eine **Revision der Minderheitenrechte** wünschen, um deren Missbrauch durch „räuberische Aktionäre“, die zu Lasten der Gesamtheit der Anteilseigner handeln, wirkungsvoller begegnen zu können. Zum Beispiel mahnen mehrere Befragte eine Wiederanhebung der durch das UMAG gesenkten Schwellen für Organhaftungsklagen und Sonderprüfungen an. Auch ist die Modernisierung des Anfechtungsrechts sowie die Straffung der Regelungen zum Rede- und Fragerecht aus Sicht der Befragten noch nicht weit genug fortgeschritten, um einen effizienten und rechtssicheren Ablauf der Hauptversammlungen zu gewährleisten. Insgesamt liegen über zehn Äußerungen in dieser Richtung vor. Konkret wird zum Beispiel gefordert, das Anfechtungsrecht, ähnlich wie andere Minderheitenrechte, an einen Mindestbesitz zu knüpfen oder auf bloßen Formalien beruhende Klagen rechtlich auszuschließen. Auch eine Beschleunigung des insgesamt von den Emittenten begrüßten Freigabeverfahrens oder die Einführung einer Klagemöglichkeit der Aktionäre gegen missbräuchliches Verhalten anderer Anteilseigner werden vorgeschlagen.

Die zurückhaltende Position zum Deutschen Corporate Governance Kodex wird von insgesamt vier Kommentaren gestützt, die ausschließlich von Nicht-DAX Unternehmen stammen. Diese haben aufgrund ihrer Strukturen nicht selten größere Schwierigkeiten, den Empfehlungen des Kodex zu entsprechen und stehen den Änderungen deshalb offenbar vergleichsweise kritisch gegenüber.

In den Kommentarfeldern werden schließlich weitere **Probleme und Verbesserungsvorschläge** angesprochen, die zum Teil nicht unmittelbar Gegenstand dieser Umfrage waren. Drei Äußerungen beziehen sich auf Maßnahmen zur Steigerung der Hauptversammlungspräsenzen, wobei unterschiedliche Vorgehensweisen präferiert werden (Deregulierung des Depotstimmrechts, Verankerung des Subtraktionsprinzips).

Andere Kommentare lassen sich unter der Überschrift „Verbesserung der Gesetzgebung und Deregulierung“ zusammenfassen. So wird in einem

Fall explizit angemerkt, dass durch die hohe Neuregelungsfrequenz die Qualität der Regulierungen leide. Auch werden mehrfach eine ständige Sinnhaftigkeitsprüfung für alle Gesetze gefordert und die Tendenz des Gesetzgebers bemängelt, Kodexempfehlungen in zwingendes Recht zu transformieren.

Als Deregulierung würde es hingegen empfunden, wenn im Bereich der Hauptversammlung auf schriftliche Mitteilungen über die Einberufung verzichtet werden könnte. In Richtung Deregulierung weisen schließlich auch mehrere Äußerungen, die die Bundesregierung in ihrem Vorhaben bestärken, das GmbH-Recht zu reformieren und eine „zur Limited konkurrenzfähige Rechtsform“ zu schaffen, wie es ein befragtes Unternehmen ausdrückt.

6. Rechnungslegung und Abschlussprüfung

6.1 Erfasste Änderungen

Veränderungen im Bereich der Rechnungslegung und Abschlussprüfung haben sich vor allem aus dem **Bilanzrechtsreformgesetz (BilReG)** und dem **Bilanzkontrollgesetz (BilKoG)** aus dem Dezember 2004 ergeben, mit denen im Wesentlichen die Punkte 4, 5 und 6 des Maßnahmenkatalogs der Bunderregierung zur Stärkung der Unternehmensintegrität und des Anlegerschutzes umgesetzt worden sind. Mit dem BilReG wurden zugleich einige europäische Vorgaben – vor allem die IAS-Verordnung und die Bilanzrechtsmodernisierungsrichtlinie – in deutsches Recht umgesetzt.

BilReG und BilKoG beeinflussen eine Vielzahl von Einzelregelungen im Handelsgesetzbuch (HGB) und anderen Gesetzen, von denen eine Auswahl der für die Unternehmen wichtigsten in die Umfrage eingeflossen ist:

- Als einschneidendste Änderung der Rechnungslegung der vergangenen Jahre sind die börsennotierten Unternehmen seit dem 1. Januar 2005 dazu verpflichtet, **Konzernabschlüsse nach Internationalen Rechnungslegungsstandards (IAS/IFRS)** vorzulegen (§ 315a Abs. 1 HGB). Für steuerliche Zwecke und für die Ausschüttungsbemessung müssen hingegen weiterhin HGB-Einzelabschlüsse vorgehalten werden. Lediglich für Informationszwecke dürfen die Unternehmen auch IAS/IFRS-Einzelabschlüsse offen legen.
- Ferner wurden mit dem BilReG die **Berichterstattungspflichten im Lagebericht** (§ 289 HGB) **bzw. im Konzernlagebericht** (§ 315 HGB) deutlich erweitert. Neu sind hier u.a. die Pflicht zur Einbeziehung des Geschäftsergebnisses in die Darstellung des Geschäftsverlaufs sowie die Verpflichtung, den Geschäftsverlauf unter Einbeziehung von finanziellen und – im Konzernabschluss sowie bei großen Kapitalge-

sellschaften – nicht-finanziellen Leistungsindikatoren zu analysieren. Zudem ist in der Risiko- und Prognoseberichterstattung nunmehr auch explizit über die Chancen zu berichten, und es ist auf die Methoden und Ziele des Risikomanagements in Bezug auf die Verwendung von Finanzinstrumenten einzugehen (Berichterstattung über Finanzinstrumente).

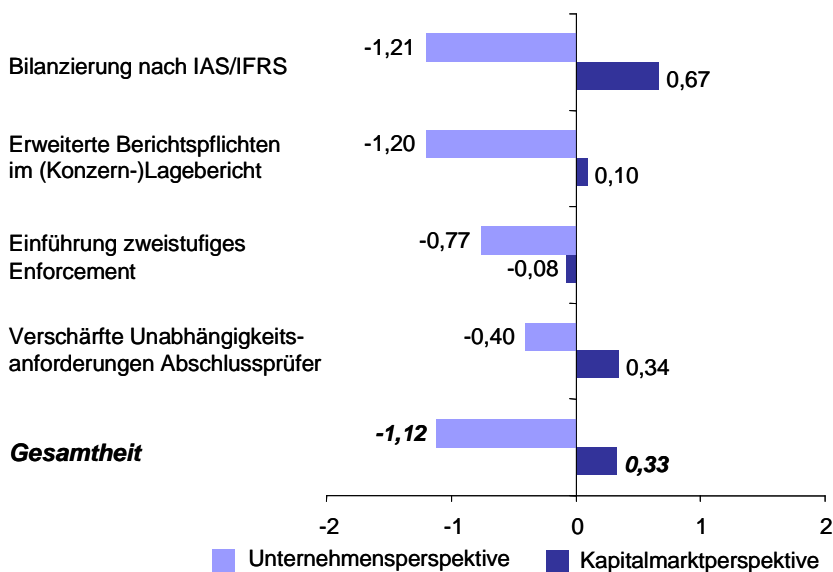
- Darüber hinaus wurden die **Unabhängigkeitsanforderungen für Abschlussprüfer** (§§ 319 und 319a HGB) verschärft. So wird beispielsweise explizit verankert, dass Abschlussprüfer von der Prüfung ausgeschlossen sind, wenn sie an der Erstellung der zu prüfenden Sachverhalte maßgeblich beteiligt waren (Selbstprüfungsverbot).
- Ein weitere institutionelle Neuerung am deutschen Kapitalmarkt ist die **Einführung eines zweistufigen Enforcement-Verfahrens** durch das BilKoG (§§ 342 ff. HGB, §§ 37n ff. WpHG), mit dessen Hilfe die Ordnungsmäßigkeit der veröffentlichten und durch den Wirtschaftsprüfer testierten Unternehmensabschlüsse und zugehörigen Lageberichte überprüft werden soll. Im Enforcement-Verfahren mischen sich Elemente der Selbstregulierung und staatliche Regulierungsbefugnisse. Auf der ersten Stufe prüft die privatrechtlich organisierte Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung e.V. (DPR) seit dem 1. Juli 2005 insbesondere stichprobenartig oder anlassbezogen die Bilanzen börsennotierter Unternehmen. Allerdings kann unter bestimmten Bedingungen auf der zweiten Stufe auch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) das Enforcement selbst übernehmen.

6.2 Umfrageergebnisse

Das Meinungsbild der Emittenten zu den Veränderungen im Bereich der Rechnungslegung weist ein im Vergleich zu den kapitalmarkt- und gesellschaftsrechtlichen Regelungen (Kapitel 4 und 5) abweichendes Muster

auf (Fragen D1a und D1b, Abbildung 13):²⁹ In ihren Antworten **differenzieren** die Emittenten zumindest **bei einzelnen Neuregelungen** auffällig stark **zwischen der unternehmensindividuellen Perspektive und der Kapitalmarktperspektive**.

Abbildung 13: Gesamturteil zu den Änderungen der Rechnungslegung und der Abschlussprüfung



So wird die verpflichtende Erstellung von Konzernabschlüssen nach IAS/IFRS aus Unternehmensperspektive als klar belastend empfunden. Angesichts der massiven Anstrengungen, die für dieses Projekt notwendig waren und noch sind, ist dies wenig verwunderlich. 48 Prozent der Unternehmen empfinden die IAS/IFRS-Bilanzierung als „deutliche Belastung“ und 24,6 Prozent als „Belastung“. Der Rest sieht auf Unternehmensebene „keine Wirkung“, woraus sich der negative Punktwert von -1,21 ergibt. Aus Kapitalmarktperspektive erhält der Zwang zur Umstellung der Konzernabschlüsse auf die internationalen Rechnungslegungs-

29 Zur Methodik siehe Kapitel 2, S. 21. Antwortoptionen für die Unternehmensperspektive waren: „deutliche Belastung“ (-2), „Belastung“ (-1), „keine Wirkung“ (0), „Entlastung“ (+1), „deutliche Entlastung“ (+2). Antwortoptionen für die Kapitalmarktperspektive waren: „überflüssig“ (-2), „nicht unbedingt notwendig“ (-1), „neutral“ (0), „insgesamt positiv“ (+1), „dringend notwendig“ (+2).

standards dagegen die am stärksten positive Bewertung – und zwar quer über alle Fragebereiche der Untersuchung (Punktwert: +0,67). Nur 15,1 Prozent stufen diese neue Emittentenpflicht als „nicht unbedingt notwendig“ oder „überflüssig“ ein, wohingegen 53,8 Prozent ein „überwiegend positives“ Urteil fällen und 15,1 Prozent sogar eine „dringende Notwendigkeit“ aus Kapitalmarktperspektive sehen.

Eine ähnliche Differenzierung tritt bei den Einschätzungen zu den erweiterten Unabhängigkeitsanforderungen für die Abschlussprüfer zutage, bei denen immerhin rund 51 Prozent der Antworten zur Kapitalmarktperspektive „insgesamt positiv“ oder „dringend notwendig“ lauten (Punktwert: +0,33).

Bei den anderen Novellierungen ergibt sich hingegen ein abweichendes Bild. Die erweiterten Berichtspflichten im Lagebericht werden als klare Belastung für die Unternehmen empfunden, bekommen aber allenfalls eine neutrale Kapitalmarktwirkung zugesprochen (Punktwerte: -1,20/+0,10). 91 Prozent negative Wertungen aus Unternehmensperspektive („Belastung“ oder „deutliche Belastung“) sprechen eine deutliche Sprache.

Auch die Einführung des zweistufigen Enforcement erhält aus Kapitalmarktperspektive ein neutrales Urteil (Punktwert: -0,08) und wird gleichzeitig aus Unternehmensperspektive im Durchschnitt als belastend bewertet (Punktwert: -0,77). Dieses Ergebnis ist allerdings mit Vorsicht zu interpretieren, da hier zum einen vergleichsweise viele Befragte keine Einschätzung abgegeben haben (23,1 Prozent) und zum Zeitpunkt der Umfrage noch kaum Erfahrungen mit dem Enforcement vorlagen. Zum anderen konnte das Deutsche Aktieninstitut in einer weiteren Untersuchung, die sich spezifisch mit den Erfahrungen der Unternehmen beschäftigte, die bereits ein Prüfverfahren durchlaufen haben, ein sehr po-

sitives Gesamtbild zur Arbeit der Deutschen Prüfstelle für Rechnungslegung e.V. ermitteln.³⁰

Das Spannungsverhältnis zwischen der Unternehmensperspektive und den Urteilen über die Kapitalmarktwirkungen wird auch in der Gesamtbewertung zum Bereich der Rechnungslegung deutlich. Als einziges untersuchtes Regelungsgebiet erhält es ein aus Kapitalmarktperspektive schwach positives Urteil. Anders als bei den kapitalmarktrechtlichen und gesellschaftsrechtlichen Änderungen und mit Ausnahme der erweiterten Lageberichterstattung wird hier offensichtlich das Mehr an Belastung für die Unternehmen durch die schwach positiven Kapitalmarktwirkungen als gerechtfertigt angesehen. Dies gilt insbesondere für die Einführung der auf Investoreninformationen ausgelegten internationalen Rechnungslegungsstandards, auf die Investoren anderen Umfragen zufolge Wert legen.³¹

Gerade die **DAX-Emittenten** erkennen die positiven Kapitalmarktwirkungen der Änderungen im Bereich der Rechnungslegung an, indem sie in Bezug auf alle erfragten Maßnahmen **deutlich positivere Einschätzungen** abgeben als die Nicht-DAX-Unternehmen (siehe Abbildung 15). Der Grund hierfür dürfte darin liegen, dass sie zur Befriedigung des Kapitalbedarfs stärker auf eine internationale Investorenbasis zurückgreifen und damit die internationale Vergleichbarkeit der Abschlüsse stärker ins Gewicht fällt. Dass Nicht-DAX-Unternehmen die IAS/IFRS-Einführung zudem als stärkere Belastung aus Unternehmensperspektive empfinden, sollte hinterfragen lassen, inwieweit internationale Rechnungslegungsstandards für die Bedürfnisse von Unternehmen gleich welcher Größenklasse angemessen sind.

30 Siehe Royé (2007).

31 Siehe Deloitte & Touche/DVFA (2002).

Abbildung 14: Änderungen der Rechnungslegung und Abschlussprüfung – Bewertung aus Unternehmensperspektive (nach Größenklassen)

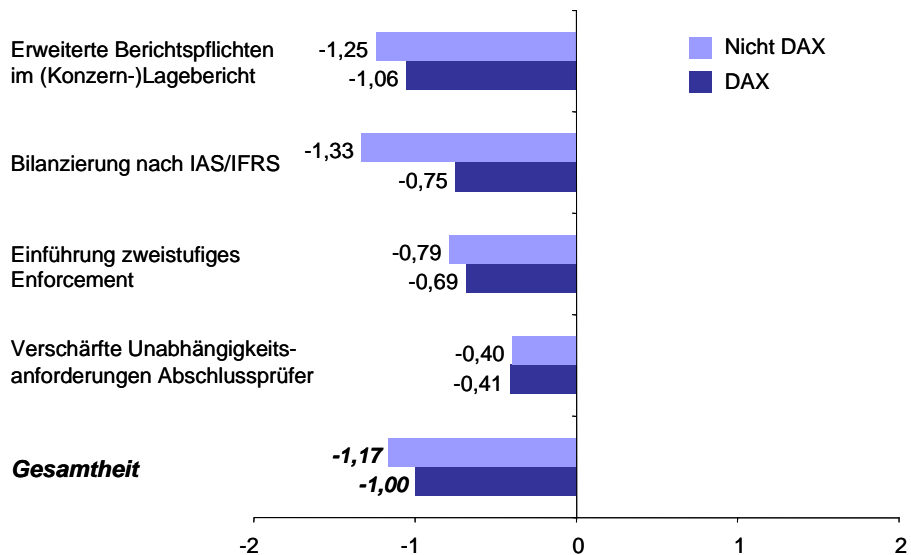
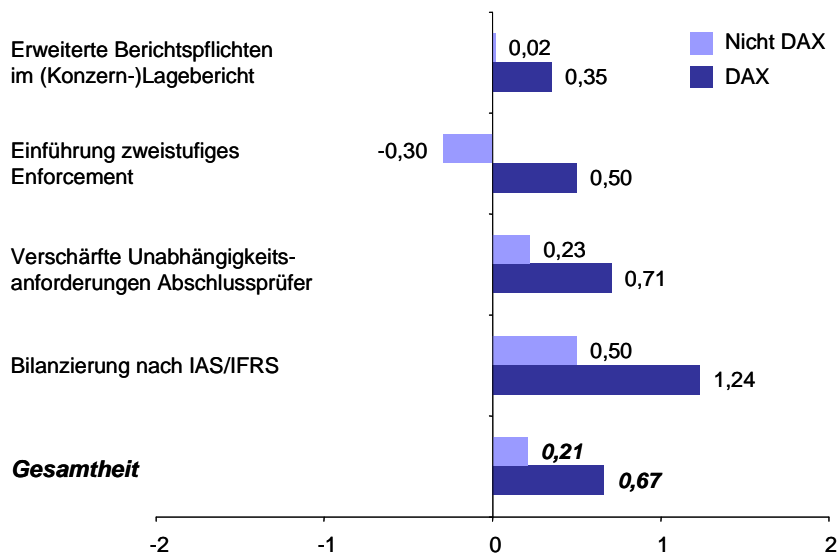


Abbildung 15: Änderungen der Rechnungslegung und Abschlussprüfung – Bewertung aus Kapitalmarktperspektive (nach Größenklassen)



6.3 Anregungen der Umfrageteilnehmer

Auch für den Bereich der Rechnungslegung liegen freie Äußerungen zum Revisions- und zum Neuregelungsbedarf vor (Fragen D2 und D3).

Ein Schwerpunkt ist hierbei **die Kritik an einzelnen IAS/IFRS** und Interpretationen zu ihrer Anwendung (IFRIC). Jeweils vier kritische Äußerungen entfallen auf die IAS 39, IAS 32, IFRS 7 sowie dem IFRIC 2, die gemeinsam für die Klassifikation und Bilanzierung von Finanzinstrumenten bzw. -investitionen ausschlaggebend sind. Hier hatte es z.B. eine lange Diskussion um die Fair-Value-Option im IAS 39 gegeben. Auch die Einordnung einzelner Passiva als Eigen- oder Fremdkapital nach IAS 32 wird diskutiert. Zweimal werden darüber hinaus Vereinfachungen im Bereich von Unternehmenszusammenschlüssen (IFRS 3) bzw. den in diesem Zusammenhang notwendigen jährlichen Werthaltigkeitsprüfungen (impairment test) angemahnt. Je einmal aufgegriffen wurden schließlich: IAS 16 (Sachanlagen), IAS 24 (Nahe stehende Personen), IAS 40 (als Finanzinvestitionen gehaltene Immobilien), IFRS 4 (Versicherungsverträge). Aus einigen Kommentaren spricht dabei gleichzeitig eine Unzufriedenheit mit der hohen Komplexität der IAS/IFRS oder zu weit reichenden neuen Initiativen. Konzeptionell wird darüber hinaus in einem Fall angeregt, die Fair-Value-Bilanzierung auf solche Vermögensgegenstände zu beschränken, für die Marktwerte vorliegen, und die bei den IAS/IFRS bestehenden Wahlrechte einzuengen.

Insgesamt fünf Stimmen äußern sich zudem kritisch zu der derzeitigen Notwendigkeit, bereits im nationalen Kontext für verschiedene Zwecke zwingend nach verschiedenen Rechnungslegungsstandards bilanzieren zu müssen. Zur Vermeidung des sich hieraus ergebenden Mehraufwands wird von den Befragten angemahnt, auch den Einzelabschluss für steuerliche Zwecke mit befreiender Wirkung nach IFRS aufstellen zu können.

Im internationalen Kontext konzentrieren sich die Bemerkungen dagegen auf das **Zusammenspiel verschiedener nationaler Rechnungslegungsstandards**. Insbesondere börsennotierte Unternehmen, die zugleich eine Zweitnotierung in den USA aufweisen, sind hiervon betroffen. Sie müssen nach derzeitiger Rechtslage neben den deutschen HGB- und IAS/IFRS-Abschlüssen einen Konzernabschluss nach den US-amerikanischen US-GAAP bzw. eine komplizierte und kostspielige Überleitungsrechnung

(reconciliation) vorlegen.³² Je einmal wird deshalb gefordert, zu einer stärkeren Angleichung von IAS/IFRS und US-GAAP zu gelangen, das Reconciliation-Erfordernis abzuschaffen oder zumindest ein solches für US-Unternehmen mit europäischer Börsennotiz einzuführen, damit in dieser Hinsicht Gleichberechtigung herrscht.

In eine ähnliche Richtung weist schließlich ein genereller Hinweis, nationale und internationale Entwicklungen im Bereich der Rechnungslegung besser aufeinander abzustimmen, um Überschneidungen, Redundanzen oder widersprüchliche Regelungen an verschiedenen Stellen zu vermeiden. Konkret wird dabei z.B. gefordert, dass die EU davon absehen solle, über die IFRS hinausgehende eigene Vorschriften, etwa in Bezug auf zwingende Angaben zur Corporate Governance, zu erlassen.

Die anderen Einzelregelungen aus der Umfrage werden in den Kommentarfeldern hingegen weniger oft angesprochen. Das zweistufige Enforcement-Verfahren wird zweimal, der Lagebericht viermal kritisch erwähnt. In zwei Fällen wird dabei explizit bemängelt, dass es aufgrund der neuen Vorschriften zur Duplizierung von Informationen im IFRS-Anhang (notes) und im Lagebericht kommt.³³

Weitere Anregungen sind ebenfalls selten: Als echte bürokratische Erleichterung würde zum Beispiel von einem Teilnehmer empfunden, wenn die sog. K-3-Bundesbankmeldung abgeschafft würde, die von den Unternehmen umfangreiche Angaben zu den Direktinvestitionen aller Tochtergesellschaften fordert. Auch stößt bei zwei Unternehmen die Pflicht zur Quartalsberichterstattung auf Kritik, die allerdings zum Zeitpunkt der Erhebung noch durch eine entsprechende Wahl des Börsensegments vermieden werden konnte.

32 Bis Anfang 2007 bestand für Unternehmen, die wegen einer Börsennotierung in den USA nach US-GAAP bilanzieren, noch eine Ausnahme von der Verpflichtung zur IAS/IFRS-Bilanzierung.

33 Siehe hierzu auch Prigge (2006).

7. Ausblick

Die vielfältigen Neuregelungen im Kapitalmarkt-, Gesellschafts- und Aktienrecht sowie im Bereich der Rechnungslegung und Abschlussprüfung haben den börsennotierten Unternehmen große Anpassungslasten abverlangt. Wie die Ergebnisse der Umfrage zeigen, ist dabei häufig zweifelhaft, ob sich aus den vielfältigen Änderungen ein positiver Kosten-Nutzen-Saldo für den Kapitalmarkt ergeben hat.

Dies sollte den politischen Entscheidungsträgern Aufforderung genug sein, bei künftigen Regulierungsvorhaben die volkswirtschaftlichen Effekte im Vorfeld sorgfältig abzuwägen, aber auch den Mut aufzubringen, bestehende Regulierungen auf den Prüfstand zu stellen und gegebenenfalls auch einmal zurückzunehmen. Der gesetzliche Rahmen für börsennotierte Unternehmen darf keineswegs von den Initiativen zu „Better Regulation“ und „Bürokratieabbau“ ausgespart bleiben.

8. Literaturverzeichnis

Börsen-Zeitung (2005), Schlechter als Dosenpfand, 15. September, S. 5.

Bundesregierung (2005), *Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU, SPD, Gemeinsam für Deutschland – mit Mut und Menschlichkeit*, Berlin, 11. November.

Bundesregierung (2006), Kabinettsbeschluss, Programm Bürokratieabbau und bessere Rechtssetzung, Berlin, 25. April 2006, http://www.bundesregierung.de/Content/DE/Artikel/2006/06/___Anlagen/programm-fuer-buerokratieabbau-und-bessere-rechtssetzung994101,property=publicationFile.pdf

Bundesregierung (2007), „Europa gelingt gemeinsam“, Präsidenschaftsprogramm, 1. Januar–30. Juni 2007, <http://www.bundesregierung.de/Content/DE/Artikel/2007/01/anlagen/2006-11-29-eupraesidentschaftsprogramm,property=publicationFile.pdf>

Centre for the Study of Financial Innovation (2006), ‘Too Much Regulation’ Tops Banking Banana Skins Poll for the Second Year, Press Release, June 28, abrufbar unter: <http://www.csfi.org.uk>.

Committee on Capital Markets Regulation (2006), Interim Report, Washington D.C., November.

Deloitte & Touche/DVFA (2002), Rechnungslegung nach IAS, Nutzeneffekte aus Sicht von Eigenkapitalgebern, Forschungsbericht, Düsseldorf, Oktober.

Economist (2006), Down on the Street, 25. November, S. 77-80.

EU-Kommission (2005), Weißbuch zur Finanzdienstleistungspolitik für die Jahre 2005–2010, Brüssel, Dezember.

Glaum, Martin/Thomaschewski, Dieter/Weber, Silke (2006), Auswirkungen des Sarbanes-Oxley Acts auf deutsche Unternehmen: Kosten, Nutzen, Folgen für US-Börsennotierungen, Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 33, Frankfurt, Februar.

Göz, Philipp/Holzborn, Timo (2006), Die Aktienrechtsreform durch das Gesetz für Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts – UMAG, in: Wertpapiermitteilungen, Heft 4, S. 157-164.

Heldt, Cordula/Royé, Claudia (2006), Die kapitalmarktrelevanten Gesetze für Aktienemittenten – ein Überblick, in: *Going Public Magazin*, Sonderausgabe Kapitalmarktrecht 2006, S. 6-11,

Hoppenstedt Financial Information GmbH (2005), Hoppenstedt Aktienführer 2006, Darmstadt.

IW Consult GmbH (2006), Bürokratiekosten in der Kreditwirtschaft, Gutachten für den Zentralen Kreditausschuss, Köln, Dezember.

Prigge, Cord (2006), Inhaltliche Redundanzen in Konzernlagebericht und IFRS-Konzernanhang, in: *Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung*, Heft 4, S. 252-258.

Royé, Claudia (2007), Erste Erfahrungen mit der Deutschen Prüfstelle für Rechnungslegung e.V. – Ergebnisse einer Umfrage, Deutsches Aktieninstitut, Frankfurt, Februar.

Rudolf, Stefan (2005), Entwicklungen im Kapitalmarkt Deutschland, in: *Habersack, Mathias/Mülbert, Peter/Schlitt, Michael (Hrsg.)*, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, Köln, S. 1-37.

9. Anhang 1: Stellungnahmen des Deutschen Aktieninstituts zu den in der Studie erfassten Regulierungsmaßnahmen

2002

Informationspflichten von Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind

Stellungnahme zu CESRs Advice on possible Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive

2003

Comments on The Additional Mandate to CESR concerning the Directive on Market Abuse

Comments on CESR's Consultation Paper Market Abuse Additional Level 2 Implementing Measures

Gemeinsame Stellungnahme zum Verordnungsentwurf zur Konkretisierung des Verbotes der Kurs- und Marktpreismanipulation des Bundesministeriums der Finanzen (Stand: Juni 2003)

2004

Stellungnahme zu dem Entwurf eines Gesetzes zur Kontrolle von Unternehmensabschlüssen (Bilanzkontrollgesetz – BilKoG)

Stellungnahme zum Entwurf des Gesetzes zur Einführung internationaler Rechnungslegungsstandards und zur Sicherung der Qualität der Abschlussprüfung (Bilanzrechtsreformgesetz)

Gemeinsame Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts e.V. und des Bundesverbands der Deutschen Industrie e.V. zum Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG)

Stellungnahme zu dem Referentenentwurf eines Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG)

Gemeinsame Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts e.V. und des Bundesverbandes der Deutschen Industrie e.V. für das Bundesministerium der Finanzen zu dem Entwurf einer Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Marktmanipulation (Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung – MaKonV)

Gemeinsame Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts e.V. und des Bundesverbands der Deutschen Industrie e.V. zur Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten sowie der Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen (Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverordnung – WpAIV)

2005

Stellungnahme zu dem Diskussionsentwurf des Bundesministeriums der Finanzen für ein Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz)

Stellungnahme zur Abänderung der Richtlinien 78/660/EWG und 83/349/EWG hinsichtlich der Jahresabschlüsse bestimmter Arten von Unternehmen und konsolidierter Abschlüsse (gemeinsam mit BDA, BDI, DIHK und GDV)

Stellungnahme zum Entwurf des Emittentenleitfadens der BaFin

Stellungnahme zu dem Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz)

Stellungnahme zum Entwurf einer Verordnung über die Umlegung von Kosten der Bilanzkontrolle nach § 17d des Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetzes (Bilanzkontrollkosten-Umlageverordnung – BilKoUmV)

Weitere Anmerkungen zum Emittentenleitfaden der BaFin – Einordnung von aktien- und optionsbasierten Vergütungsinstrumenten im Zusammenhang mit Insiderhandelsverbot und Directors' Dealings, 2. Stellungnahme des DAI zum Emittenten-Leitfaden der BaFin

Stellungnahme für den Finanzausschuss des Deutschen Bundestages zu dem Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz)

Stellungnahme zum Entwurf eines Gesetzes über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen (Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz)

Stellungnahme zum Entwurf einer Verordnung über das Aktionärsforum nach § 127a des Aktiengesetzes (Aktionärsforumsverordnung – AktFoV)

2006

Response to CESR's Call for Evidence on the Evaluation of the Supervisory Functioning of the EU Market Abuse Regime (gemeinsam mit BDI)

10. Anhang 2: Fragebogen

Bitte zurücksenden an:

Deutsches Aktieninstitut e.V.
Niederneu 13-19

60325 Frankfurt am Main

Bitte bis zum **30. Juni 2006**
einsenden oder per Fax an

069 / 9 29 15 12

Umfrage zu

Kosten und Nutzen der Regulierung börsennotierter Aktiengesellschaften

Als Ansprechpartner für Rückfragen steht Ihnen zur Verfügung:

Dipl.-Vw. Gerrit Fey
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Telefon: 069 / 9 29 15 41, E-Mail: fey@dai.de

Absender (Firmenanschrift oder Stempel)

Ansprechpartner

(Name, Telefonnummer, E-Mail)

Alle Angaben im Fragebogen werden vertraulich behandelt.

Die Auswertung wird keine Rückschlüsse auf einzelne Unternehmen zulassen.

A Allgemeine Angaben

A 1: Mitarbeiterzahl im Bereich „Compliance“: Wie viele Mitarbeiter (Vollzeitstellen) sind in Ihrem Unternehmen insgesamt mit der Erfüllung der rechtlichen Pflichten am Kapitalmarkt befasst?

			Keine Angabe möglich
Gesamtzahl	<input style="width: 100%;" type="text"/>	Mitarbeiter	<input type="checkbox"/>
<i>Einzelangaben (soweit möglich)</i>			
Kapitalmarktrechtliche Pflichten (an die Börsennotiz gebundene Pflichten)	<input style="width: 100%;" type="text"/>	Mitarbeiter	<input type="checkbox"/>
Gesellschafts- und aktienrechtliche Pflichten	<input style="width: 100%;" type="text"/>	Mitarbeiter	<input type="checkbox"/>
Allgemeine Corporate Governance und Deutscher Corporate Governance-Kodex	<input style="width: 100%;" type="text"/>	Mitarbeiter	<input type="checkbox"/>
Rechnungslegung und Prüfung sowie Veröffentlichung von Jahresabschlussdaten	<input style="width: 100%;" type="text"/>	Mitarbeiter	<input type="checkbox"/>
Branchenspezifische Pflichten (z.B. Bankenregulierung)	<input style="width: 100%;" type="text"/>	Mitarbeiter	<input type="checkbox"/>

A 2: Wie hat sich die Mitarbeiterzahl im Bereich „Compliance“ in den vergangenen Jahren verändert?

- Gefallen, um _____ Mitarbeiter
- Unverändert.
- Gestiegen, um _____ Mitarbeiter

A 3: Wie hoch ist das Budget, das in Ihrem Unternehmen für die Compliance mit den verschiedenen gesetzlichen Anforderungen zur Verfügung steht?

			Keine Angabe möglich
Gesamtbudget	<input style="width: 100%;" type="text"/>	Euro	<input type="checkbox"/>
<i>Einzelangaben (soweit möglich)</i>			
Kapitalmarktrechtliche Pflichten (an die Börsennotiz gebundene Pflichten)	<input style="width: 100%;" type="text"/>	Euro	<input type="checkbox"/>
Gesellschafts- und aktienrechtliche Pflichten	<input style="width: 100%;" type="text"/>	Euro	<input type="checkbox"/>
Allgemeine Corporate Governance und Deutscher Corporate Governance-Kodex	<input style="width: 100%;" type="text"/>	Euro	<input type="checkbox"/>
Rechnungslegung und Prüfung sowie Veröffentlichung von Jahresabschlussdaten	<input style="width: 100%;" type="text"/>	Euro	<input type="checkbox"/>
Branchenspezifische Pflichten (z.B. Bankenregulierung)	<input style="width: 100%;" type="text"/>	Euro	<input type="checkbox"/>

DEUTSCHES AKTIENINSTITUT

A 4: Wie hat sich dieses Budget in den vergangenen fünf Jahren verändert?

- Gefallen, um _____ Prozent.
- Unverändert
- Gestiegen, um _____ Prozent

A 5: Falls Ihr Unternehmen eine US-Notierung aufweist: Wie schätzen Sie die Kosten der deutschen Compliance-Anforderungen im Vergleich zu den durch den Sarbanes-Oxley-Act (SOX) entstandenen Kosten ein?

- Unser Unternehmen ist nicht US-notiert (**Bitte weiter mit Frage A 6**)
- Größer als Aufwand aus dem SOX, um _____ Prozent
- In etwa gleich
- Geringer als Aufwand aus dem SOX, um _____ Prozent

A 6: Von welcher der folgenden Ebenen/Institutionen geht aus Ihrer Sicht ein besonders großer Regulierungsdruck aus (Mehrfachnennungen möglich)?

- USA
- Internationale Initiativen (z.B. IOSCO, IASB)
- EU-Ebene
- Elemente der Selbstregulierung (z.B. Corporate Governance Kodex)
- Deutsche Legislative
- Auslegung durch Regulierungsbehörden (z.B. BaFin) bzw. ihre Koordinationsgremien (z.B. CESR)
- Auslegung durch Gerichte
- Andere Länder

B Einschätzungen zu den Veränderungen des Kapitalmarktrechts

B 1: Gesamtbeurteilung

a) Wie haben sich die untenstehenden Änderungen des Kapitalmarktrechts auf **Ihr Unternehmen** insgesamt ausgewirkt?

	Deutliche Belastung	Belastung	Keine Wirkung	Entlastung	Erhebliche Entlastung	Keine Angabe möglich
<i>Einzelangaben (soweit möglich)</i>						
Einführung von Insiderverzeichnissen (AnSVG)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Erweiterung des Insiderhandelsverbots und des Marktmanipulationsverbots (AnSVG)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Erweiterung der Ad hoc-Pflicht (AnSVG)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Erweiterung der Directors' Dealings-Meldungen (AnSVG)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Einführung und Umgang mit dem jährlichen Dokument (WpPG)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Weitere – und zwar:	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Gesamtheit der Änderungen im Kapitalmarktrecht	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

b) Wie beurteilen Sie die Änderungen des Kapitalmarktrechts aus der **Perspektive des Kapitalmarktes**?

	überflüssig	Nicht unbedingt notwendig	Neutral	Insgesamt positiv	Dringend notwendig	Keine Angabe möglich
<i>Einzelangaben (soweit möglich)</i>						
Einführung von Insiderverzeichnissen (AnSVG)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Erweiterung des Insiderhandelsverbots und des Marktmanipulationsverbots (AnSVG)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Erweiterung der Ad hoc-Pflicht (AnSVG)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Erweiterung der Directors' Dealings-Meldungen (AnSVG)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Einführung und Umgang mit dem jährlichen Dokument (WpPG)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Weitere – und zwar:	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Gesamtheit der Änderungen im Kapitalmarktrecht	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Kommentare:

DEUTSCHES AKTIENINSTITUT

B 2: a) Hat die Gesamtheit der Veränderungen des Kapitalmarktrechts aus Ihrer Sicht **negative Nebeneffekte** der unten genannten Art mit sich gebracht?

	Trifft zu	Trifft eher zu	Trifft eher nicht zu	Trifft nicht zu	Keine Angabe möglich
Unangemessen hohe Bindung von Managementressourcen auf Vorstandsebene (CEO, CFO usw.)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Unangemessen hohe Bindung von Managementressourcen auf Ebene der Leitung von Recht, Compliance, IR usw.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Verringerung der unternehmerischen Risikobereitschaft	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Zunahme an Rechtsunsicherheit	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Unangemessene Einengung der unternehmerischen Entscheidungsfreiheit	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Verringerung der Attraktivität regulierter Kapitalmärkte	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Steigendes Eigenleben der Aufsichtsbehörden	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Verrechtlichung des Kapitalmarktverhaltens	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Vernachlässigung langfristiger Entscheidungen zugunsten der Antizipation kurzfristiger Kapitalmarktreaktionen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Zurückdrängung von Marktlösungen und Selbstregulierung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Weitere – und zwar:	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

b) Welche der untenstehenden Veränderungen des Kapitalmarktrechts verursacht aus Ihrer Sicht **die größten negativen Nebeneffekte** (Mehrfachnennungen möglich)?

- Die Gesamtheit der genannten Veränderungen im Kapitalmarktrecht hat keine nennenswerten negativen Nebeneffekte verursacht (**bitte weiter mit B 3**)
- Eine differenzierte Beurteilung ist nicht möglich (**bitte weiter mit B 3**)
- Erweiterung des Insiderhandelsverbots und des Marktmanipulationsverbots (AnSVG)
- Erweiterung der Ad hoc-Pflicht (AnSVG)
- Erweiterung der Directors' Dealings-Meldungen (AnSVG)
- Einführung und Umgang mit dem jährlichen Dokument (WpPG)

Kommentare:

B 3: Schätzen Sie die durch die Änderungen im Kapitalmarktrecht entstandenen **direkten (d.h. prinzipiell meßbaren)** Kosten insgesamt ab.

a) **Vorab:** Welchen Betrag in Euro kalkulieren Sie für den Einsatz eines Mitarbeiters pro Tag?

Wir möchten hierzu keine Angabe machen

Wir veranschlagen für den Einsatz eines Mitarbeiters pro Tag:

Externe Mitarbeiter: 1 Mitarbeitertag = Euro

Interner Mitarbeiter: 1 Mitarbeitertag = Euro

DEUTSCHES AKTIENINSTITUT

b) Kosten der Implementierung

	Interner Personalaufwand (in Mitarbeiter-tagen inkl. Schultagstagen)	Externe Beratung (in Mitarbeiter-tagen)	Sonstige Kosten in 1.000 Euro (z.B. EDV)	Keine Angabe möglich
<i>Einzelangaben (soweit möglich)</i>				
Einführung von Insiderverzeichnissen (AnSVG)				<input type="checkbox"/>
Erweiterung des Insiderhandels- und Marktmanipulationsverbots (AnSVG)				<input type="checkbox"/>
Erweiterung der Ad hoc-Pflicht (AnSVG)				<input type="checkbox"/>
Erweiterung der Directors' Dealings-Meldungen (AnSVG)				<input type="checkbox"/>
Einführung des jährlichen Dokuments (WpPG)				<input type="checkbox"/>
Weitere – und zwar:				
Gesamtheit der jüngsten Änderungen im Kapitalmarktrecht				<input type="checkbox"/>

Kommentare:

c) Laufende Kosten (pro Jahr)

	Interner Personalaufwand (in Mitarbeiter-tagen inkl. Schultagstagen)	Externe Beratung (in Mitarbeiter-tagen)	Sonstige Kosten in 1.000 Euro (z.B. EDV)	Keine Angabe möglich
<i>Einzelangaben (soweit möglich)</i>				
Führung von Insiderverzeichnissen (AnSVG)				<input type="checkbox"/>
Compliance mit Insiderhandels- und Marktmanipulationsverbot (AnSVG)				<input type="checkbox"/>
Ad hoc-Pflichten (AnSVG)				<input type="checkbox"/>
Directors' Dealings-Meldungen (AnSVG)				<input type="checkbox"/>
Umgang mit dem jährlichen Dokument (WpPG)				<input type="checkbox"/>
Weitere – und zwar:				
Gesamtheit der jüngsten Änderungen im Kapitalmarktrecht				<input type="checkbox"/>

Kommentare:

DEUTSCHES AKTIENINSTITUT

B 4: Wie beurteilen Sie die Veränderungen des Kapitalmarktrechts hinsichtlich der folgenden **Nutzenkategorien**?

	Große Ver- schlechte- rung	Geringe Ver- schlechte- rung	Keine Wirkung	Geringe Verbes- serung	Große Verbes- serung	Keine Angabe möglich
Allgemeines Vertrauen in die Kapitalmärkte	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Schutz insbesondere der Privatanleger	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Interesse institutioneller Investoren und anderer Kapitalmarktteilnehmer am deutschen Kapitalmarkt	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Kapitalmarktzugang / Umgang mit wichtigen Kapitalmarktteilnehmern	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Glaubwürdigkeit von Unternehmensinformationen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Eigenkapitalkosten	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Sensibilisierung von Unternehmensmitarbeitern gegenüber Kapitalmarktdelikten	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Effizienz unternehmensinterner Abläufe	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

B 5: Welche Regelungen im Kapitalmarktrecht müssten Ihrer Meinung nach dringend revidiert/abgeschafft werden?

B 6: Welche neuen Regelungen sind dringend erforderlich?

C Einschätzungen zu Veränderungen des Gesellschafts- und Aktienrechts

C 1: Gesamtbeurteilung der gesellschafts- und aktienrechtlichen Veränderungen

a) Wie haben sich die untenstehenden Änderungen im Gesellschafts- und Aktienrecht auf **Ihr Unternehmen** insgesamt ausgewirkt bzw. welche Auswirkungen erwarten Sie?

	Deutliche Belastung	Belastung	Keine Wirkung	Entlastung	Erhebliche Entlastung	Keine Angabe möglich
<i>Einzelangaben (soweit möglich)</i>						
Verschärfung der Organhaftung durch Herabsetzung der Klageschwelle (UMAG)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Klagezulassungsverfahren (UMAG)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Einführung eines Aktionärsforums (UMAG)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Einführung der Business Judgement Rule (UMAG)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Einführung des Record Date (UMAG)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Veränderungen im Bereich der Rede-/Fragerechte (Leitungsmaßnahmen) (UMAG)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Freigabeverfahren bei Anfechtungsklagen (UMAG)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Individualisierte Offenlegung der Vorstandsvergütungen (VorStOG)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Opting-Out-Regel (VorStOG)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Änderungen des Deutschen Corporate Governance Kodex	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Weitere – und zwar:	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Gesamtheit der Änderungen im Gesellschafts- und Aktienrecht	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

b) Wie haben sich die jüngsten Änderungen des Aktienrechts auf die **Wahrscheinlichkeit eines missbräuchlichen Ausnutzens von Rechtsmitteln** gegenüber Ihrem Unternehmen ausgewirkt bzw. welche Auswirkungen erwarten Sie?

- Keine Angabe möglich (**bitte weiter mit C1 c).**
- Die Wahrscheinlichkeit hat stark zugenommen
- Die Wahrscheinlichkeit hat zugenommen
- Insgesamt hat es keine Auswirkungen gegeben
- Die Wahrscheinlichkeit hat stark abgenommen
- Die Wahrscheinlichkeit hat abgenommen

DEUTSCHES AKTIENINSTITUT

c) Wie beurteilen Sie die Änderungen im Gesellschafts- und Aktienrecht aus der **Perspektive des Kapitalmarktes**?

	überflüssig	Nicht unbedingt notwendig	Neutral	Insgesamt positiv	Dringend notwendig	Keine Angabe möglich
<i>Einzelangaben (soweit möglich)</i>						
Verschärfung der Organhaftung durch Herabsetzung der Klageschwelle (UMAG)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Klagezulassungsverfahren (UMAG)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Einführung eines Aktionärsforums (UMAG)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Einführung der Business Judgement Rule (UMAG)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Einführung des Record Date (UMAG)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Veränderungen im Bereich der Rede-/Fragerechte (Leitungsmaßnahmen) (UMAG)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Freigabeverfahren bei Anfechtungsklagen (UMAG)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Individualisierte Offenlegung der Vorstandsvergütungen (VorStOG)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Opting-Out-Regel (VorStOG)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Änderungen des Deutschen Corporate Governance Kodex	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Weitere – und zwar:	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Gesamtheit der Änderungen im Gesellschafts- und Aktienrecht	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Kommentare:

C 2: Welche Regelungen im Gesellschafts- oder Aktienrecht müssten Ihrer Meinung nach dringend revidiert/abgeschafft werden?

C 3: Welche neuen Regelungen im Gesellschafts- und Aktienrecht sind Ihrer Meinung nach dringend erforderlich?

D Einschätzungen zu Veränderungen der Rechnungslegung

D 1: Gesamtbeurteilung der Veränderungen im Bereich der Rechnungslegung

a) Wie haben sich die untenstehenden Änderungen im Bereich der Rechnungslegung auf **Ihr Unternehmen** insgesamt ausgewirkt?

	Deutliche Belastung	Belastung	Keine Wirkung	Entlastung	Erhebliche Entlastung	Keine Angabe möglich
<i>Einzelangaben (soweit möglich)</i>						
Einführung der verpflichtenden Bilanzierung nach IAS/IFRS (BilReG)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Verschärfung der Unabhängigkeitsanforderungen für Abschlussprüfer (BilReG)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Erweiterung der Berichterstattungspflichten im Lagebericht (§ 289 HGB) und Konzernlagebericht (§ 315 HGB)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Einführung eines zweistufigen Enforcement (BilKoG)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Weitere – und zwar:	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Gesamtheit der Änderungen im Bereich der Rechnungslegung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

b) Wie beurteilen Sie die Änderungen im Bereich der Rechnungslegung aus **Perspektive des Kapitalmarktes**?

	überflüssig	Nicht unbedingt notwendig	Neutral	Insgesamt positiv	Dringend notwendig	Keine Angabe möglich
<i>Einzelangaben (soweit möglich)</i>						
Einführung der verpflichtenden Bilanzierung nach IAS/IFRS (BilReG)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Verschärfung der Unabhängigkeitsanforderungen für Abschlussprüfer (BilReG)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Erweiterung der Berichterstattungspflichten im Lagebericht (§ 289 HGB) und Konzernlagebericht (§ 315 HGB)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Einführung eines zweistufigen Enforcement (BilKoG)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Weitere – und zwar:	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Gesamtheit der Änderungen im Bereich der Rechnungslegung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Kommentare:

DEUTSCHES AKTIENINSTITUT

D 2: Welche Regelungen im Bereich der Rechnungslegung müßten Ihrer Meinung nach dringend revidiert/abgeschafft werden?

D 3: Welche neuen Regelungen im Bereich der Rechnungslegung sind Ihrer Meinung nach dringend erforderlich?

Herzlichen Dank für Ihre Unterstützung.

**Allen Teilnehmern der Umfrage wird
die Auswertung unaufgefordert zugesandt.**

11. Anhang 3: Ergebnistabellen

A Allgemeine Angaben

A 1: Mitarbeiterzahl im Bereich „Compliance“: Wie viele Mitarbeiter (Vollzeitstellen) sind in Ihrem Unternehmen insgesamt mit der Erfüllung der rechtlichen Pflichten am Kapitalmarkt befasst?

	Minimale Angabe	Maximale Angabe	Anzahl an Angaben
Gesamtzahl	0,5	1277	53
Kapitalmarktrechtliche Pflichten	0,2	10	33
Gesellschafts- und aktienrechtliche Pflichten	0,3	5	31
Allgemeine Corporate Governance	0	4	30
Rechnungslegung und Prüfung	0,5	1200	28

A 2: Wie hat sich die Mitarbeiterzahl im Bereich „Compliance“ in den vergangenen Jahren verändert?

	Gefallen	Unverändert	Gestiegen	k.A.	Gesamt
Anzahl	5	33	32	8	78
<i>In Prozent</i>	<i>6,41%</i>	<i>42,31%</i>	<i>41,03%</i>	<i>10,26%</i>	<i>100,00%</i>

A 3: Wie hoch ist das Budget, das in Ihrem Unternehmen für die Compliance mit den verschiedenen gesetzlichen Anforderungen zur Verfügung steht?

	Minimale Angabe	Maximale Angabe	Anzahl an Angaben
Gesamtbudget	5.000	7.200.000	18
Kapitalmarktrechtliche Pflichten	20.000	400.000	7
Gesellschafts- und aktienrechtliche Pflichten	15.000	400.000	7
Allgemeine Corporate Governance	5.000	400.000	6
Rechnungslegung und Prüfung	30.000	50.000.000	10

A 4: Wie hat sich dieses Budget in den vergangenen fünf Jahren verändert?

	Gefallen	Unverändert	Gestiegen	k.A.	Gesamt
Anzahl	5	12	33	28	78
<i>In Prozent</i>	<i>6,41%</i>	<i>15,38%</i>	<i>42,31%</i>	<i>35,90%</i>	<i>100,00%</i>

A 5: Falls Ihr Unternehmen eine US-Notierung aufweist: Wie schätzen Sie die Kosten der deutschen Compliance-Anforderungen im Vergleich zu den durch den Sarbanes-Oxley-Act (SOX) entstandenen Kosten ein?

	Keine US-Notierung / k.A.	Größer als Aufwand aus dem SOX	In etwa gleich	geringer als Aufwand aus dem SOX	Gesamt
Anzahl	70	0	0	8	78
<i>In Prozent</i>	89,74%	0,00%	0,00%	10,26%	100,00%
<i>In Prozent der US-notierten Unternehmen</i>	---	0,00%	0,00%	100,00%	100,00%

A 6: Von welcher der folgenden Ebenen/Institutionen geht aus Ihrer Sicht ein besonders großer Regulierungsdruck aus (Mehrfachnennungen möglich)?

	Anzahl	<i>In Prozent</i>
EU-Ebene	51	65,38%
Auslegung durch Regulierungsbehörden und ihre Koordinationsgremien	50	64,10%
Elemente der Selbstregulierung	41	52,56%
Deutsche Legislative	41	52,56%
USA	36	46,15%
Internationale Ebene (z.B. IOSCO)	24	30,77%
Auslegung durch Gerichte	5	6,41%
Andere Länder	2	2,56%

B Einschätzungen zu den Veränderungen des Kapitalmarktrechts

B 1: a) Wie haben sich die untenstehenden Änderungen des Kapitalmarktrechts auf Ihr Unternehmen insgesamt ausgewirkt?

		Deutliche Belastung	Belastung	Keine Wirkung	Entlastung	Erhebliche Entlastung	k.A.	Gesamt
Einführung von Insiderverzeichnissen	Anzahl <i>in Prozent</i>	21 26,92%	52 66,67%	3 3,85%	0 0,00%	0 0,00%	2 2,56%	78 100,00%
Erweiterung des Insiderhandelsverbots und des Marktmanipulationsverbots	Anzahl <i>in Prozent</i>	2 2,56%	45 57,69%	25 32,05%	0 0,00%	0 0,00%	6 7,69%	78 100,00%
Erweiterung der Ad-hoc-Pflicht	Anzahl <i>in Prozent</i>	13 16,67%	43 55,13%	20 25,64%	0 0,00%	0 0,00%	2 2,56%	78 100,00%
Erweiterung der Directors' Dealings-Meldungen	Anzahl <i>in Prozent</i>	3 3,85%	49 62,82%	22 28,21%	1 1,28%	0 0,00%	3 3,85%	78 100,00%
Einführung des jährlichen Dokuments	Anzahl <i>in Prozent</i>	16 20,51%	49 62,82%	7 8,97%	0 0,00%	0 0,00%	6 7,69%	78 100,00%
Gesamtheit aller Maßnahmen	Anzahl <i>in Prozent</i>	11 14,10%	61 78,21%	1 1,28%	0 0,00%	0 0,00%	5 6,41%	78 100,00%

B 1: b) Wie beurteilen Sie die Änderungen des Kapitalmarktrechts aus der Perspektive des Kapitalmarktes?

		Überflüssig	Nicht unbedingt notwendig	Neutral	Insgesamt Positiv	Dringend notwendig	k.A.	Gesamt
Einführung von Insiderverzeichnissen	Anzahl in Prozent	10 12,82%	27 34,62%	19 24,36%	20 25,64%	1 1,28%	1 1,28%	78 100,00%
Erweiterung des Insiderhandelsverbots und des Marktmanipulationsverbots	Anzahl in Prozent	7 8,97%	14 17,95%	24 30,77%	26 33,33%	5 6,41%	2 2,56%	78 100,00%
Erweiterung der Ad-hoc-Pflicht	Anzahl in Prozent	13 16,67%	24 30,77%	23 29,49%	16 20,51%	2 2,56%	0 0,00%	78 100,00%
Erweiterung der Directors' Dealings-Meldungen	Anzahl in Prozent	11 14,10%	25 32,05%	18 23,08%	17 21,79%	3 3,85%	4 5,13%	78 100,00%
Einführung des jährlichen Dokuments	Anzahl in Prozent	30 38,46%	21 26,92%	17 21,79%	7 8,97%	0 0,00%	3 3,85%	78 100,00%
Gesamtheit aller Maßnahmen	Anzahl in Prozent	5 6,41%	24 30,77%	24 30,77%	12 15,38%	1 1,28%	12 15,38%	78 100,00%

B 2: a) Hat die Gesamtheit der Veränderungen des Kapitalmarktrechts aus Ihrer Sicht negative Nebeneffekte der unten genannten Art mit sich gebracht?

		trifft nicht zu	trifft eher nicht zu	trifft eher zu	trifft zu	k.A.	Gesamt
Unangemessene Ressourcenbindung Vorstandsebene	Anzahl in Prozent	5 6,41%	30 38,46%	24 30,77%	16 20,51%	3 3,85%	78 100,00%
Unangemessene Ressourcenbindung Leitungsebene	Anzahl in Prozent	1 1,28%	3 3,85%	34 43,59%	37 47,44%	3 3,85%	78 100,00%
Verringerung Risikobereitschaft	Anzahl in Prozent	11 14,10%	32 41,03%	19 24,36%	8 10,26%	8 10,26%	78 100,00%
Zunahme Rechtsunsicherheit	Anzahl in Prozent	2 2,56%	5 6,41%	29 37,18%	40 51,28%	2 2,56%	78 100,00%
Einengung unternehmerischer Entscheidungsfreiheit	Anzahl in Prozent	9 11,54%	30 38,46%	23 29,49%	11 14,10%	5 6,41%	78 100,00%
Verringerung der Attraktivität der Kapitalmärkte	Anzahl in Prozent	6 7,69%	26 33,33%	23 29,49%	17 21,79%	6 7,69%	78 100,00%
Steigendes Eigenleben der Aufsichtsbehörden	Anzahl in Prozent	0 0,00%	10 12,82%	34 43,59%	23 29,49%	11 14,10%	78 100,00%
Verrechtlichung des Kapitalmarktverhaltens	Anzahl in Prozent	0 0,00%	5 6,41%	30 38,46%	37 47,44%	6 7,69%	78 100,00%
Vernachlässigung von Langfristentscheidungen	Anzahl in Prozent	6 7,69%	26 33,33%	25 32,05%	11 14,10%	10 12,82%	78 100,00%
Zurückdrängung von Marktlösungen	Anzahl in Prozent	1 1,28%	14 17,95%	34 43,59%	18 23,08%	11 14,10%	78 100,00%

B 2: b) Welche der untenstehenden Veränderungen des Kapitalmarktrechts verursacht aus Ihrer Sicht die größten negativen Nebeneffekte (Mehrfachnennungen möglich)?

	Anzahl	in Prozent
keine nennenswerten Nebeneffekte	10	12,82%
keine differenzierte Beurteilung möglich	22	28,21%
Erweiterung Insiderhandelsverbot / Marktmanipulationsverbot	14	17,95%
Erweiterung Ad-hoc-Pflicht	32	41,03%
Erweiterung Directors' Dealings-Meldungen	11	14,10%
Einführung Jährliches Dokument	18	23,08%

B 3: Schätzen Sie die durch die Änderungen im Kapitalmarktrecht entstandenen direkten (d.h. prinzipiell messbaren) Kosten insgesamt ab.

Die hierzu vorliegenden Antworten streuen zu stark und sind teilweise nicht konsistent, so dass auf eine Darstellung verzichtet wird.

B 4: Wie beurteilen Sie die Veränderungen des Kapitalmarktrechts hinsichtlich der folgenden Nutzenkategorien?

		Große Ver- schlech- terung	Geringe Ver- schlech- terung	Keine Wirkung	Geringe Verbesse- rung	Große Verbesse- rung	k.A.	Gesamt
Allgemeines Vertrauen in die Kapitalmärkte	Anzahl in Prozent	1 1,28%	1 1,28%	31 39,74%	38 48,72%	1 1,28%	6 7,69%	78 100,00%
Schutz insbesondere der Privatanleger	Anzahl in Prozent	1 1,28%	2 2,56%	35 44,87%	34 43,59%	1 1,28%	5 6,41%	78 100,00%
Interesse institutionel- ler Investoren und anderer Kapital- marktteilnehmer am deutschen Kapitalmarkt	Anzahl in Prozent	0 0,00%	5 6,41%	38 48,72%	23 29,49%	3 3,85%	9 11,54%	78 100,00%
Kapitalmarktzugang / Umgang mit wichti- gen Kapitalmarktteil- nehmern	Anzahl in Prozent	1 1,28%	10 12,82%	41 52,56%	12 15,38%	1 1,28%	13 16,67%	78 100,00%
Glaubwürdigkeit von Unternehmensinfor- mationen	Anzahl in Prozent	1 1,28%	5 6,41%	30 38,46%	34 43,59%	2 2,56%	6 7,69%	78 100,00%
Senkung der Eigenka- pitalkosten	Anzahl in Prozent	2 2,56%	20 25,64%	38 48,72%	1 1,28%	1 1,28%	16 20,51%	78 100,00%
Sensibilisierung von Unternehmensmitar- beitern gegenüber Ka- pitalmarktdelikten	Anzahl in Prozent	1 1,28%	0 0,00%	15 19,23%	48 61,54%	8 10,26%	6 7,69%	78 100,00%
Effizienz unternehme- rischer Abläufe	Anzahl in Prozent	11 14,10%	28 35,90%	25 32,05%	9 11,54%	0 0,00%	5 6,41%	78 100,00%

C Einschätzungen zu Veränderungen des Gesellschafts- und Aktienrechts

C 1: a) Wie haben sich die untenstehenden Änderungen im Gesellschafts- und Aktienrecht auf Ihr Unternehmen insgesamt ausgewirkt bzw. welche Auswirkungen erwarten Sie?

		Deutliche Belastung	Belastung	Keine Wirkung	Entlastung	Erhebliche Entlastung	k.A.	Gesamt
Verschärfung der Organhaftung durch Herabsetzung der Klageschwelle	Anzahl <i>in Prozent</i>	7 8,97%	31 39,74%	35 44,87%	0 0,00%	0 0,00%	5 6,41%	78 100,00%
Klagezulassungsverfahren	Anzahl <i>in Prozent</i>	5 6,41%	27 34,62%	39 50,00%	1 1,28%	0 0,00%	6 7,69%	78 100,00%
Einführung eines Aktionärsforums	Anzahl <i>in Prozent</i>	2 2,56%	28 35,90%	40 51,28%	1 1,28%	0 0,00%	7 8,97%	78 100,00%
Einführung der Business Judgement Rule	Anzahl <i>in Prozent</i>	2 2,56%	12 15,38%	39 50,00%	13 16,67%	0 0,00%	12 15,38%	78 100,00%
Einführung des Record Date	Anzahl <i>in Prozent</i>	2 2,56%	15 19,23%	36 46,15%	15 19,23%	1 1,28%	9 11,54%	78 100,00%
Veränderung im Bereich der Rede-/Fragerechte (Leistungsmaßnahmen)	Anzahl <i>in Prozent</i>	3 3,85%	7 8,97%	39 50,00%	21 26,92%	3 3,85%	5 6,41%	78 100,00%
Freigabeverfahren bei Anfechtungsklagen	Anzahl <i>in Prozent</i>	1 1,28%	9 11,54%	37 47,44%	19 24,36%	2 2,56%	10 12,82%	78 100,00%
individualisierte Offenlegung von Vergütungen	Anzahl <i>in Prozent</i>	4 5,13%	31 39,74%	38 48,72%	1 1,28%	0 0,00%	4 5,13%	78 100,00%
Opting-Out-Regel	Anzahl <i>in Prozent</i>	0 0,00%	6 7,69%	51 65,38%	6 7,69%	1 1,28%	14 17,95%	78 100,00%
Änderungen des Deutschen Corporate Governance Kodex	Anzahl <i>in Prozent</i>	5 6,41%	47 60,26%	22 28,21%	1 1,28%	0 0,00%	3 3,85%	78 100,00%
Gesamtheit	Anzahl <i>in Prozent</i>	5 6,41%	30 38,46%	19 24,36%	0 0,00%	0 0,00%	24 30,77%	78 100,00%

C 1: b) Wie haben sich die jüngsten Änderungen des Aktienrechts auf die Wahrscheinlichkeit eines missbräuchlichen Ausnutzens von Rechtsmitteln gegenüber Ihrem Unternehmen ausgewirkt bzw. welche Auswirkungen erwarten Sie?

	k.A.	stark zugenommen	zugenommen	keine Auswirkungen	stark abgenommen	abgenommen
Anzahl	19	11	23	23	0	2
<i>in Prozent</i>	24,36%	14,10%	29,49%	29,49%	0,00%	2,56%

C 1) c) Wie beurteilen Sie die Änderungen im Gesellschafts- und Aktienrecht aus der Perspektive des Kapitalmarktes?

		Überflüssig	Nicht unbedingt notwendig	Neutral	Insgesamt Positiv	Dringend notwendig	k.A.	Gesamt
Verschärfung der Organhaftung durch Herabsetzung der Klageschwelle	Anzahl <i>in Prozent</i>	5 6,41%	22 28,21%	25 32,05%	17 21,79%	2 2,56%	7 8,97%	78 100,00%
Klagezulassungsverfahren	Anzahl <i>in Prozent</i>	4 5,13%	20 25,64%	22 28,21%	22 28,21%	0 0,00%	10 12,82%	78 100,00%
Einführung eines Aktionärsforums	Anzahl <i>in Prozent</i>	10 12,82%	16 20,51%	24 30,77%	18 23,08%	1 1,28%	9 11,54%	78 100,00%
Einführung der Business Judgement Rule	Anzahl <i>in Prozent</i>	5 6,41%	11 14,10%	28 35,90%	16 20,51%	2 2,56%	16 20,51%	78 100,00%
Einführung des Record Date	Anzahl <i>in Prozent</i>	0 0,00%	15 19,23%	22 28,21%	21 26,92%	9 11,54%	11 14,10%	78 100,00%
Veränderung im Bereich der Rede-/Fragerechte (Leitungsmaßnahmen)	Anzahl <i>in Prozent</i>	6 7,69%	14 17,95%	25 32,05%	20 25,64%	5 6,41%	8 10,26%	78 100,00%
Freigabeverfahren bei Anfechtungsklagen	Anzahl <i>in Prozent</i>	2 2,56%	5 6,41%	29 37,18%	20 25,64%	7 8,97%	15 19,23%	78 100,00%
individualisierte Offenlegung von Vergütungen	Anzahl <i>in Prozent</i>	13 16,67%	18 23,08%	17 21,79%	23 29,49%	1 1,28%	6 7,69%	78 100,00%
Opting-Out-Regel	Anzahl <i>in Prozent</i>	5 6,41%	9 11,54%	30 38,46%	12 15,38%	2 2,56%	20 25,64%	78 100,00%
Änderungen des Deutschen Corporate Governance Kodex	Anzahl <i>in Prozent</i>	12 15,38%	14 17,95%	27 34,62%	19 24,36%	0 0,00%	6 7,69%	78 100,00%
Gesamtheit	Anzahl <i>in Prozent</i>	3 3,85%	9 11,54%	29 37,18%	13 16,67%	0 0,00%	24 30,77%	78 100,00%

D Einschätzungen zu Veränderungen der Rechnungslegung

D 1: a) Wie haben sich die untenstehenden Änderungen im Bereich der Rechnungslegung auf Ihr Unternehmen insgesamt ausgewirkt?

		Deutliche Belastung	Belastung	Keine Wirkung	Entlastung	Erhebliche Entlastung	k.A.	Gesamt
Verpflichtende Bilanzierung nach IAS/IFRS	Anzahl	35	18	20	0	0	5	78
	in Prozent	44,87%	23,08%	25,64%	0,00%	0,00%	6,41%	100,00%
Verschärfte Unabhängigkeitsanforderungen für Abschlussprüfer	Anzahl	3	24	44	1	0	6	78
	in Prozent	3,85%	30,77%	56,41%	1,28%	0,00%	7,69%	100,00%
Erweiterung der Berichterstattungspflichten in Lagebericht und Konzernlagebericht	Anzahl	21	47	6	0	0	4	78
	in Prozent	26,92%	60,26%	7,69%	0,00%	0,00%	5,13%	100,00%
Einführung eines zweistufigen Enforcement	Anzahl	9	31	24	0	0	14	78
	in Prozent	11,54%	39,74%	30,77%	0,00%	0,00%	17,95%	100,00%
Gesamtheit	Anzahl	13	40	4	1	0	20	78
	in Prozent	16,67%	51,28%	5,13%	1,28%	0,00%	25,64%	100,00%

D 1: b) Wie beurteilen Sie die Änderungen im Bereich der Rechnungslegung aus Perspektive des Kapitalmarktes?

		Überflüssig	Nicht unbedingt notwendig	Neutral	Insgesamt Positiv	Dringend notwendig	k.A.	Gesamt
Verpflichtende Bilanzierung nach IAS/IFRS	Anzahl	4	7	9	42	11	5	78
	in Prozent	5,13%	8,97%	11,54%	53,85%	14,10%	6,41%	100,00%
verschärfte Unabhängigkeitsanforderungen für Abschlussprüfer	Anzahl	6	5	23	31	5	8	78
	in Prozent	7,69%	6,41%	29,49%	39,74%	6,41%	10,26%	100,00%
Erweiterung der Berichterstattungspflichten in Lagebericht und Konzernlagebericht	Anzahl	8	11	22	30	2	5	78
	in Prozent	10,26%	14,10%	28,21%	38,46%	2,56%	6,41%	100,00%
Einführung eines zweistufigen Enforcement	Anzahl	7	9	27	16	1	18	78
	in Prozent	8,97%	11,54%	34,62%	20,51%	1,28%	23,08%	100,00%
Gesamtheit	Anzahl	4	4	21	27	2	20	78
	in Prozent	5,13%	5,13%	26,92%	34,62%	2,56%	25,64%	100,00%

DEUTSCHES AKTIENINSTITUT



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

ISBN 978-3-934579-39-2