

PATRICK C. LEYENS

Informationsintermediäre des Kapitalmarkts

Jus Privatum

222

Mohr Siebeck

JUS PRIVATUM

Beiträge zum Privatrecht

Band 222



Patrick C. Leyens

Informationsintermediäre des Kapitalmarkts

Private Marktzugangskontrolle
durch Abschlussprüfung, Bonitätsrating
und Finanzanalyse

Mohr Siebeck

Patrick C. Leyens, geboren 1974; Studium der Rechtswissenschaft in Köln und London; 2006 Promotion; 2014 Habilitation in Hamburg; 2007–2013 Juniorprofessor für Zivilrecht und ökonomische Analyse des Rechts an der Universität Hamburg; derzeit Professor an der Erasmus Universität Rotterdam.

e-ISBN PDF 978-3-16-154097-4

ISBN 978-3-16-154096-7

ISSN 0940-9610 (Jus Privatum)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2017 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohr.de

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Gulde Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

Für Diana

Vorwort

Kapitalmärkte sind auf verlässliche Informationen angewiesen. In die Informationsvermittlung zwischen den kapitalsuchenden Emittenten und dem Investorenpublikum sind private Informationsanbieter eingebunden, insbesondere Abschlussprüfer, Ratingagenturen und Finanzanalysten. Fallen deren Beurteilungen schlecht aus, erhöhen sich die Kosten der Kapitalmarktteilnahme. Faktisch entscheiden damit die so genannten Informationsintermediäre über den Kapitalmarktzugang der Unternehmen. Aus dieser Beobachtung ist die international und heute interdisziplinär geführte Debatte um die Chancen einer privaten Marktzugangskontrolle (gatekeeping) erwachsen. Die öffentlichen Erwartungen wurden jedoch immer wieder enttäuscht, zuletzt im Vorfeld der Finanzmarktkrise von 2008. In der deutschen Zivilrechtswissenschaft werden die Anforderungen an ein leistungsfähiges Recht der kapitalmarktlichen Informationsintermediation an den Schnittstellen von Vertrag, Delikt, Berufsrecht und Regulierung bislang noch nicht übergreifend diskutiert. Die vorliegende Untersuchung soll dazu beitragen, diese Lücke zu schließen.

Von der Fakultät für Rechtswissenschaft der Universität Hamburg wurde die Untersuchung im Wintersemester 2014/15 als Habilitationsschrift angenommen. Entstanden ist sie während meiner Juniorprofessor für Zivilrecht und ökonomische Analyse des Rechts am Institut für Recht und Ökonomik dieser Fakultät von 2007 bis 2013. Fertiggestellt wurde sie im Rahmen einer darauf folgenden eineinhalbjährigen Förderung durch die Deutsche Forschungsgemeinschaft. Die vorliegende Monographie ist auf Stand von März 2017.

Mein wichtigster und tief empfundener Dank richtet sich an meinen verehrten akademischen Lehrer Prof. em. Dr. Dr. Dr. h.c. mult. Klaus J. Hopt, ehemaliger Direktor des Hamburger Max-Planck-Instituts für ausländisches und internationales Privatrecht. Er hat das Habilitationsvorhaben mit größtem Einsatz begleitet. Als vertrauensvoller Mentor hat er mein Forschungsverständnis weit darüber hinaus geprägt. Das schwerpunktmäßig auf die Rechtsökonomik ausgerichtete Zweitgutachten hat freundlicherweise Prof. Dr. Hans-Bernd Schäfer, Bucerius Law School, übernommen. Seit der Zusammenarbeit an der Universität Hamburg durfte ich seine Offenheit im stets bereichernden Dialog über die ökonomische Analyse des Rechts immer wieder erfahren. Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Jürgen Basedow, Direktor des genannten Hamburger MPI, hat als Drittgutachter wertvolle Hinweise gegeben, die vorliegend sämtlich berücksichtigt sind.

Zur Verdichtung der Gedanken hat der Austausch mit zahlreichen Rechtswissenschaftlern aus In- und Ausland beigetragen, am Hamburger MPI besonders mit den Kollegen PD Dr. Walter Doralt, Dr. Andreas M. Fleckner, Prof. Dr. Christoph Kumpan, PD Dr. Felix Steffek, in der Anfangszeit mit Prof. Dr. Markus Roth. Das kontinuierliche Zwiegespräch mit Prof. Dr. Hannes Rösler sowie die Beratung durch Prof. Dr. Anatol Dutta, PD Dr. Jan Lüttringhaus und Prof. Dr. Giesela Rühl hat diesen Austausch an wichtigen Stellen ergänzt.

Das Hamburger MPI und seine Direktoren, neben Prof. Basedow, dem Drittgutachter der Habilitationsschrift, Prof. Dr. Dr. h.c. Holger Fleischer und Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Reinhard Zimmermann, haben meine Forschung großzügig gefördert. Der Redaktion des MPI und ihrem Leiter, Dr. Christian Eckl, danke ich für die freundliche Unterstützung, ganz besonders Frau Janina Jentz für die fachkundige Erstellung der Druckvorlage. Durch die Mitarbeiter der Bibliothek des MPI konnte ich vielfach Hilfe erfahren, die besonders für die rechtsvergleichenden Teile der Untersuchung wichtig war.

Vom Deutschen Aktieninstitut, der Esche Schümann Commichau Stiftung, dem Finanzplatz Hamburg und der Stiftung Kapitalmarktrecht für den Finanzplatz Deutschland wurde die Untersuchung mit Förderpreisen ausgezeichnet. Den Stiftern, Vorständen und wissenschaftlichen Beiräten danke ich für diese große Anerkennung.

Gewidmet ist die Monographie meiner Frau.

Hamburg, im August 2017

Patrick C. Leyens

Inhaltsübersicht

Einführung	1
1. Kapitel: Forschungsfeld	3
2. Kapitel: Begriff.....	11
3. Kapitel: Funktionen	25
4. Kapitel: Forschungsprogramm und -ziele	39
Erster Teil: Informationsintermediation am Kapitalmarkt	47
5. Kapitel: Entwicklungen	49
6. Kapitel: Ökonomik	147
7. Kapitel: Empirik	177
Zweiter Teil: Marktzugangskontrolle durch private Dritte	203
8. Kapitel: Regulatorische Indienstnahme privater Informationsintermediäre	205
9. Kapitel: Grenzen der privaten Informationsintermediation und Regelungsfolgepflichten.....	283
10. Kapitel: Grundstrukturen eines Rechts der kapitalmarktlichen Informationsintermediation.....	319
Dritter Teil: Recht der kapitalmarktlichen Informationsintermediation	343
11. Kapitel: Vertrag.....	345
12. Kapitel: Partei- und Dritthaftung.....	405
13. Kapitel: Berufsrechtliche und regulatorische Pflichten	557
Zusammenfassung.....	723

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Inhaltsübersicht	IX
Abkürzungsverzeichnis.....	XXV

Einführung

1. Kapitel: Forschungsfeld	3
A. Informationsintermediäre des Kapitalmarkts	3
B. Offene Wirtschaftsgesellschaft, private Macht und Verantwortung	4
C. Marktstruktur, Internationalisierung und neue Intermediationsfelder	6
D. Abschlussprüfung, Bonitätsrating und Finanzanalyse als Untersuchungsfokus.....	9
E. Gang der Untersuchung	10
2. Kapitel: Begriff.....	11
A. Eingrenzungen und Annäherungen	11
I. Informationsintermediation	12
II. Kapitalmarktbezug	12
III. Marktzugangskontrolle.....	14
B. Informationssammlung, -verarbeitung und -vermittlung.....	15
I. Prüfungsstandards (IDW PS, ISA)	16
II. Ratingkriterien und -modelle.....	18
III. Finanzanalysemethoden.....	19
C. Zertifizierung, Substituierung, Evaluation	21
I. Fortbestehensprognose (going concern).....	21
II. Bonitätseinstufung (rating grade)	23
III. Analystenempfehlung (buy, hold, sell).....	24
3. Kapitel: Funktionen	25
A. Vertragsermöglichung (contract governance)	25
I. Wirtschaftsprüferestate (comfort letters)	26
II. Bonitätsbeurteilungen (rating triggers)	26

III. Finanzanalysen (deal related research)	28
B. Geschäftsleiterüberwachung (Corporate Governance).....	29
I. Abschlussprüfer zwischen Verband und Markt (Prüfungsbericht)	30
II. Ratingbasierte Unternehmensfinanzierung (rating enhancements).....	31
III. Finanzanalyse und Marktverbleib (non-deal related research).....	32
C. Marktfunktionsschutz (market governance).....	33
I. Pflichtprüfung zur Krisenprävention (Intermediationsobligatorium)	34
II. Rating als Regulierungssubstitut (Eigenkapitalbemessung).....	35
III. Finanzanalyse und Informationsintegrität (regulierte Intermediation)	36
 4. Kapitel: Forschungsprogramm und -ziele	 39
A. Grundlagen.....	39
I. Entwicklungen	39
II. Ökonomik	39
III. Empirik	40
B. Marktzugangskontrolle.....	40
I. Regulatorische Indienstnahme	40
II. Grenzen und Regelungsfolgeflichten	41
III. Rechtliche Grundstrukturen	41
C. Rechtsrahmen	42
I. Vertrag	42
II. Partei- und Dritthaftung	43
III. Berufsrecht und Regulierung	44

Erster Teil

Informationsintermediation am Kapitalmarkt

5. Kapitel: Entwicklungen.....	49
A. Berufsstände.....	50
I. Frühformen vor dem 19. Jahrhundert	50
1. Wanderrevisoren und Buchhalter	51
2. Kreditauskunfteien und Bonitätsbücher	54
3. Wirtschaftsjournalismus	55
II. Internationalisierung bis ins 20. Jahrhundert.....	55
1. Industrialisierung und Auslandsinvestitionen	56
2. Deutsch-Amerikanische Treuhand von 1890	61
3. Berufsstände im beginnenden 20. Jahrhundert.....	63
III. Professionalisierung bis ins 21. Jahrhundert	66
1. Berufszulassung und -ausschließlichkeit	67
2. Berufsständische Aufsicht und Disziplinierung.....	69

3. Berufsstände in der Kritik.....	73
B. Regulierung	78
I. Aufkommen im 20. Jahrhundert.....	78
1. Pflichtprüfung	79
a. Notverordnung zur Abschlussprüfung von 1931	79
b. Vergleichende Einordnung	83
2. Kapitalmarktverhaltensrecht.....	86
a. US-amerikanische Securities Legislation der 1930er-Jahre.....	87
b. Rezeption in der Europäischen Union.....	90
3. Anerkennungserfordernisse.....	93
a. US-amerikanische NRSRO-Registrierung 1973	93
b. Europäisches Registrierungsmodell 2009.....	95
II. Rollenausformungen bis ins 21. Jahrhundert.....	97
1. Anteilseignerinteressen (shareholders' watchdog).....	98
2. Öffentliche Interessen (public watchdog).....	100
3. Krisenbewältigung (insbesondere Enron 2001)	104
III. Weichenstellungen im 21. Jahrhundert	109
1. Verdichtung der Pflichtengerüste, Aufsicht und Sanktion.....	109
2. Rückbau regulatorischer Ratingindienstnahmen (Dodd-Frank Act 2010)	110
3. Wettbewerb und Systemschutz.....	114
C. Markt.....	117
I. Nachfrageseite.....	117
1. Emittenten	117
2. Anlegerpublikum	119
3. Banken	119
4. Institutionelle Investoren.....	122
II. Angebotsseite	126
1. Konsolidierung des Wirtschaftsprüfermarkts.....	126
2. Anfängliche Konzentration des Ratingmarkts.....	128
3. Wendepunkte im Markt für Finanzanalyse	133
III. Kostenteilung.....	134
1. Emittentenfinanzierung von Abschlussprüfung und Rating	134
2. Investorenfinanzierung der Finanzanalyse	135
3. Quersubventionierungen und Anteilseignerstrukturen.....	138
D. Erfahrungen, Erklärungsschwächen und Klärungsbedarf (Zusammenfassung)	143
6. Kapitel: Ökonomik.....	147
A. Informationseffizienz.....	148
I. Effizienz des Kapitalmarkts.....	148
II. Relative Informationseffizienz.....	152

III. Austausch- und Informationsmarkt.....	153
B. Intermediation und Finanzsystem.....	157
I. Informationsinternalisierung und -externalisierung.....	158
II. Informationsintermediation als Systemdeterminante	159
III. Disintermediation und Systemwechsel	162
C. Finanz- und Informationsintermediation	163
I. Finanzintermediäre im weiteren Sinne	164
II. Informationsintermediation als abgeleitete Überwachung	165
III. Multilaterales Agenturverhältnis	168
D. Information, Reputation und Markt	169
I. Information als hybrid privat-öffentliches Wirtschaftsgut	169
II. Glaubwürdigkeit und Reputation	171
III. Informations- und Reputationsmarkt.....	173
E. Erträge der theoretischen Ökonomik (Zusammenfassung).....	175
7. Kapitel: Empirik.....	177
A. Bedeutung	178
I. Finanzsystem.....	178
1. Systemeffizienz	178
2. Markteffizienz.....	180
3. Unternehmensüberwachung.....	182
II. Investoren	183
1. Informationsauswertung.....	184
2. Standarderwartung.....	184
3. Differenzierungen (unbeauftragte und beauftragte Leistungen)	185
III. Emittenten.....	186
1. Fremdkapital (Rating-Herabstufung von ThyssenKrupp 2003).....	187
2. Eigenkapital.....	187
3. Kapitalstruktur (rating driven finance).....	189
B. Versagen	189
I. Beurteilungsschwächen.....	190
1. Anpassungsschwächen.....	190
2. Überoptimismus	192
3. Herdenverhalten	193
II. Interessenkonflikte	193
1. Absatzdruck (opinion shopping).....	193
2. Vergütung	194
3. Leistungskombinationen (low-balling).....	195
III. Qualitätsstagnation	197
C. Disziplinierung	198
I. Reputation.....	198
II. Haftung.....	200

III. Regulierung	200
D. Belege, Folgerungen und fortdauernde Suche (Zusammenfassung).....	201

Zweiter Teil

Marktzugangskontrolle durch private Dritte

8. Kapitel: Regulatorische Indienstnahme privater Informationsintermediäre.....	205
A. Grundsatzfragen.....	205
I. Steuerungsprozesse	206
1. Transformation der Steuerungsaufgaben	206
2. Komplexität und kooperative Regulierung	210
3. Transnationale Konstitutionalisierung	212
II. Regelungskonzeptionen	214
1. Anreizsteuerung	215
a. Wohlverhaltensanreize statt Abschreckung	216
b. Anreizhomogenität und -heterogenität	217
c. Regulierungsparadoxon	218
2. Metaregulierung	219
a. Eingebettete Selbstregulierung	220
b. Vereinnahmungen durch das Regelungssubjekt	222
c. Komparativer Institutionenansatz	223
3. Markt- und Risikoorientierung.....	224
a. Anknüpfung an Zahlungsbereitschaften	225
b. Risikoexternalisierung als Funktionsgrenze.....	226
c. Leistungsgrenzen der Marktkräfte	227
III. Verfassungsrecht	228
1. Gewährleistung kapitalmarktlicher Informationsintegrität	229
a. Gewährleistungsverantwortung.....	230
b. Staatliche Gestaltungsentscheidung.....	232
c. Staatliches und privates Ordnungswissen.....	233
2. Staatliche Verantwortung bei hybrider Regulierung.....	234
a. Inanspruchnahme privater Dritter.....	234
b. Funktionale Kooperationsverhältnisse	235
c. Staatliche Eigenwahrnehmung und Komplexitätsminderungen.....	237
3. Legitimation von Expertenrecht	238
a. Selbstgeschaffenes Recht der Wirtschaft	238
b. Steuerung privater Standardsetzung	241
c. Legitimation transnationaler Standardsetzung	243

4.	Abwehr-, Schutz- und Gewährleistungsansprüche	247
a.	Informationsintermediation und Daseinsvorsorge.....	247
b.	Staatliche Schutzpflichten.....	248
c.	Grundrechtliche Drittwirkungen	249
B.	Typologie regulatorischer Indienstnahmen.....	249
I.	Verantwortungszuweisung (third-party policing)	250
1.	Einordnung	250
2.	Steuerung komplexer Interaktion zwischen Privaten.....	251
3.	Geldwäschebekämpfung als Pars pro Toto	252
II.	Rechtsfolgenanknüpfung (regulatory license).....	253
1.	Einordnung	253
2.	Explizite und implizite Rechtsfolgenanknüpfung.....	254
3.	Bewertung durch Wettbewerbskräfte bei Umfeldkomplexität	256
4.	Prospektverantwortlichkeit der Banken als Pars pro Toto	257
III.	Marktzugangskontrolle (gatekeeping).....	258
1.	Einordnung	259
2.	Relationale Überwachung der Marktteilnahme.....	262
3.	Selbstdurchsetzende Überwachung in Reputationsmärkten.....	263
4.	Mehrebenensystem der Marktzugangskontrolle.....	265
5.	Abschlussprüfung, Bonitätsrating und Finanzanalyse als Partes pro Toto.....	268
C.	Gestaltungsfaktoren.....	269
I.	Grenzen der Abschreckung Primärverantwortlicher	270
II.	Fehlende Anreize zum privaten Selbst- oder Fremdschutz	271
III.	Verhinderungsmöglichkeit und -anreize des privaten Dritten.....	273
IV.	Verhältnismäßigkeit der Kosten	276
D.	Folgeprobleme regulatorischer Indienstnahmen (Zusammenfassung)	280
9.	Kapitel: Grenzen der privaten Informationsintermediation und Regelungsfolgepflichten.....	283
A.	Funktionsgrenzen.....	283
I.	Verhaltensanomalien in der Diskussion.....	284
1.	Informationsunsicherheit	285
2.	Anomalien	287
3.	Professionalisierung.....	288
II.	Systematische Fehlanreize	290
1.	Heterogenität der Präferenzen	290
2.	Individuelle Präferenzen	291
3.	Anreizsteuerung	291
III.	Mechanismusinstabilität	292
B.	Typologie des Intermediationsversagens.....	294
I.	Ausbleibende Intermediation	294

1. Angebotsfaktoren	294
2. Nachfragestörungen	295
3. Markteintrittsbarrieren.....	296
II. Fehlerhafte Information.....	297
1. Kollusionen	298
2. Agenturprobleme	298
3. Oligopole	301
III. Schädliche Folgewirkungen	302
1. Folgewirkung.....	303
2. Schädlichkeit	304
3. Pfadabhängigkeit	305
C. Regelungsebenen.....	307
I. Private Steuerung	307
1. Vertragspraxis	308
2. Kodexregeln.....	308
3. Schwächen.....	309
II. Berufsrechtliche Konkretisierung	310
1. Selbstverwaltung.....	310
2. Gefahren	311
3. Fortentwicklung	312
III. Regulatorischer Eingriff.....	313
1. Konventionelle Regulierung	313
2. Unbestimmte Rechtsbegriffe	314
3. Deregulierung.....	315
D. Regelungspflichten infolge von Funktionsgrenzen der Informationsintermediation (Zusammenfassung)	316
10. Kapitel: Grundstrukturen eines Rechts der kapitalmarkt- lichen Informationsintermediation.....	319
A. Grundstrukturen (anatomy)	320
B. Regulatorische Rahmenbedingungen (regulatory strategies)	322
I. Verhaltenspflichten (agent constraints)	323
1. Verhaltensvorgaben (rules)	323
2. Verhaltensstandards (standards).....	325
II. Einbindungsregeln (affiliation terms)	326
1. Eintritt (entry).....	327
2. Austritt (exit).....	328
III. Durchsetzungsmodi (enforcement)	330
C. Strukturen privater Ausgestaltung (governance strategies)	330
I. Bestellungsrechte (appointment rights)	331
1. Auswahl (selection)	331
2. Abbestellung (removal)	332

II. Einwirkungsrechte (decision rights)	333
1. Ergebnisvorgabe (initiation)	334
2. Ergebnisbeeinflussung (veto)	335
III. Anreizkonformität (agent incentives).....	336
1. Interessenwahrung und Reputation (trusteeship).....	336
2. Interessenzuordnung durch Vergütung (reward).....	337
D. Strukturwandel – Zum Fortgang der Untersuchung	339

Dritter Teil

Recht der kapitalmarktlichen Informationsintermediation

11. Kapitel: Vertrag	345
A. Regelungsprobleme, -bestand und Strukturfragen.....	345
I. Regelungsprobleme	346
1. Vertragsautonomie (Markt statt Regulierung)	346
2. Grenzen privater Ordnung (Externalitäten)	348
3. Freie Rechtswahl (Rechtsordnungsarbitrage)	349
II. Regelungsbestand	352
1. Abschlussprüfung	352
2. Bonitätsrating	353
3. Finanzanalyse.....	356
III. Strukturfragen.....	357
B. Intermediationsabsprache	358
I. Pflichtenprogramm	358
1. Vertragswesentliche Pflichten (Freizeichnungsgrenzen).....	358
a. Leistungsumfang	359
b. Umfassende Haftungsfreizeichnung	360
c. Grobe Fahrlässigkeit als faktischer Sorgfaltsmaßstab	361
2. Sorgfalt (Stiftung-Warentest-Rechtsprechung)	363
a. Verkehrsübliche Sorgfalt.....	363
b. Neutralität, Sachkunde und Objektivität.....	364
c. Bestimmbarkeit	367
3. Treue (insbesondere Vertraulichkeit)	368
a. Vertraulichkeit als Korrelat des Auftraggebervertrauens	368
b. Vertraulichkeit und marktliche Informationserwartung	369
c. Interessenwahrung und Marktzugangskontrolle.....	370
II. Selbstbindung	370
1. Private Wohlverhaltensregeln (codes of conduct)	371
2. Bindungswirkung (Vertragsmechanismus)	372
3. Einschränkungbarkeit (Discount-Broker-Rechtsprechung)	375

III. Drittbindung	375
1. Ansätze zwischen Vertrag und Markt	376
2. Durchbrechungen des Grundsatzes caveat investor	378
3. Interessenkonflikte (Grundmodell des § 181 BGB)	379
C. Nebenabreden	380
I. Marktfunktionsschützende Klauselkontrolle (§§ 305 ff. BGB)	381
II. Transparenz (§ 307 Abs. 1 Satz 2 BGB)	383
1. Zinsanpassungsklauseln im Fokus	383
2. Inbezugnahme externer Ratings	384
3. Intransparenter Verhaltensstandard?	385
III. Angemessenheit (§ 307 Abs. 1 Satz 1 BGB)	386
1. Nachbesicherungspflichten als Beispiel	386
2. Frühwarnfunktion allein zugunsten des Kreditgebers	387
3. Unangemessene Klippen- und Kaskadeneffekte?	387
IV. Drittinteressen (§§ 307 Abs. 1 Satz 1, 334 BGB)	388
1. Ausschluss von Drittinteressen	388
2. Begrenzung der Dritthaftung	389
3. Grenzen des Einwendungsdurchgriffs	391
D. Absprachegrenzen	392
I. Sittenwidrigkeit (§ 138 BGB)	393
1. Ausnutzung von Machtpositionen	394
2. Standeswidriges Verhalten	394
3. Drittschädigung (Kollusion)	394
II. Unlauterkeit (§§ 1 ff. UWG i. V. m. §§ 134, 138 BGB)	395
1. Mitbewerber	396
2. Vertragsparteien	398
3. Investor	399
III. Marktmanipulation (§ 134 BGB i. V. m. Art. 15 EU-MarktmissbrauchsVO)	400
E. Leistungsgrenzen des Vertragsrechts (Zusammenfassung)	402
12. Kapitel: Partei- und Dritthaftung	405
A. Regelungsprobleme, -bestand und Strukturfragen	407
I. Regelungsprobleme	407
1. Intermediär-, Emittenten- und Beraterhaftung (Mehrebenensystem)	408
2. Funktionsschutz durch Haftung (gatekeeper liability)	413
3. Vermögensschäden Dritter (pure economic loss)	419
4. Verschuldensmaßstäbe bei Partei- und Dritthaftung	424
5. Verantwortungsteilung (comparative negligence, proportionate liability)	425
6. Haftungshöchstsummen (liability caps)	430

7. Anwendbares Recht (Divergenzen des Schutzniveaus)	434
8. Insbesondere: Haftung internationaler Ratingagenturen	438
9. Insbesondere: Lokalisierung reiner Vermögensschäden	441
II. Regelungsbestand	444
1. Abschlussprüfer	445
2. Rating	450
3. Finanzanalyse	457
III. Strukturfragen	461
B. Parteien	462
I. Emittent	464
1. Prognosehaftung	464
2. Einseitige Pflichtenentlastung (bespeaks doctrine)	466
3. Steuerungsausfall der Haftung	467
II. Abonnementen	468
1. Finanzanalysen (Börsendienst-Urteil)	469
2. Ratings	470
C. Dritte	472
I. Stand und Wandel der Diskussion	473
II. Emittent	475
1. Kredit- und Betriebsschutz (§§ 823 Abs. 1, 824 BGB)	476
2. Vermögensschutz (§ 826 BGB)	479
3. Wettbewerbsschutz (§§ 8 ff. UWG)	481
III. Anleger	482
1. Vertrauensschutz	482
a. Vertrauensstypisierung (Prospekthaftung i. e. S.)	483
b. Individualvertrauen (Vertrag mit Schutzwirkung)	487
c. Sondervertrauen (Sachwalterhaftung)	493
2. Vermögensschutz	496
a. Spezialgesetze (§ 21 WpPG und Art. 35a EG-RatingVO)	497
b. Schutzgesetze (§§ 323 HGB, Art. 6 ff. EG-RatingVO, § 34b WpHG)	503
c. Sittenwidrigkeit (§ 826 BGB)	507
D. Schaden, Kausalität, Beweislast	511
I. Kursdifferenzschaden	512
1. Vertragsabschluss- und Kursdifferenzschaden	513
2. Zwei-Personen- und Marktverhältnis	515
3. Begrenzung auf den Kursdifferenzschaden	516
II. Preiskausalität	517
1. Preisbeeinträchtigung statt Vertrauensverletzung	517
2. Folgen für die Kausalitätskette (fraud on the market theory)	518
3. Informationsintegrität als Schutzgut	520
III. Beweislast	520
1. Kausalitätsnachweis (Anscheinsbeweis)	521

2. Beweisnot („Berücksichtigung“, Art. 35a EG-RatingVO)	523
3. Darlegung (Erleichterungen?)	524
E. Haftungshöchstsummen	526
I. Gesetz	527
1. Bemessung (Versicherbarkeit)	527
2. Bezugsgröße (absolut oder relativ)	530
3. Drittwirkung (Wertentscheidung)	532
II. Vertrag	533
1. Beschluss und Offenlegung (Legitimation)	534
2. Gerichtliche Kontrolle (Angemessenheit)	535
3. Zwingender Drittschutz (Verbote)	537
III. Selbstbehalt – Korrelat der Haftungshöchstsumme	538
F. Haftungsausschluss und -minderung	539
I. Einwilligung des Emittenten (volenti non fit iniuria)	540
II. Mitverschulden des Emittenten	541
III. Mitverschulden des Drittschädigten	547
G. Gesamtschuld und Rückgriff	548
I. Intermediär und Emittent	549
II. Intermediäre untereinander (multiple gatekeepers)	550
H. Intermediärhaftung als Gestaltungsaufgabe (Zusammenfassung)	552
13. Kapitel: Berufsrechtliche und regulatorische Pflichten	557
A. Berufszugang und Verhaltenspflichten	557
I. Regelungsprobleme, -bestand und Strukturfragen	558
1. Regelungsprobleme	558
a. Rollenausformungen	558
b. Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit	561
c. Berufsrecht und Regulierung	563
2. Regelungsbestand	565
a. Abschlussprüfung	565
b. Bonitätsrating	567
c. Finanzanalyse	569
3. Strukturfragen	572
II. Berufszugang	572
1. Organisation der Mitarbeiterstruktur	572
2. Offenlegung der Marktteilnahme	574
3. Verbot der Leistungserbringung ohne Zulassung	575
4. Gemeinsamkeiten und Unterschiede	577
III. Verhaltenspflichten	578
1. Organisation des Intermediationsprozesses	579
a. Quellenprüfung (Nachforschung)	579
b. Auswertung (Methodenverantwortung)	583

c. Berichtigung und Aktualisierung (Nachverfolgung)	585
2. Darbietung und Kennzeichnung.....	587
a. Maßstab (Adressatenbezogenheit)	587
b. Standardangaben (Informationsquellen und Methoden)	589
c. Besondere Kennzeichnung (Verlässlichkeit).....	590
3. Veröffentlichungsgebote und -verbote	591
a. Veröffentlichungsverbot bei Zweifeln.....	591
b. Unbedingte Veröffentlichungspflicht?	592
c. Verbot des stillen Leistungsabbruchs?.....	593
4. Gemeinsamkeiten und Unterschiede.....	595
IV. Rechte des Emittenten.....	597
1. Stellungnahmen des Emittenten	598
2. Öffentlicher Widerspruch und Untersagungsverlangen.....	601
3. Verbot der Erstellung unter Ergebnisvorgabe	603
4. Gemeinsamkeiten und Unterschiede.....	604
V. Zusammenführung der Ergebnisse	605
B. Unabhängigkeit.....	607
I. Regelungsprobleme, -bestand und Strukturfragen.....	607
1. Regelungsprobleme	608
a. Interessenwahrung und Informationsintegrität	608
b. Unbefangenheit, Unabhängigkeit und Interessenkonflikte	611
c. Organisation, Offenlegung und Leistungsverbot.....	614
2. Regelungsbestand.....	616
a. Abschlussprüfung.....	617
b. Bonitätsrating	621
c. Finanzanalyse.....	623
3. Strukturfragen	625
II. Eigenverantwortlichkeit und Unbefangenheit.....	626
1. Eigenverantwortlichkeit	626
a. Organisation	627
b. Offenlegung.....	629
c. Verbot nachgelagerter Tätigkeiten (Abkühlungsphase?)	629
2. Unbefangenheit	631
a. Organisation (interne Rotation).....	633
b. Offenlegung (transparente Rotation?)	638
c. Leistungsverbot (externe Rotation)	638
3. Gemeinsamkeiten und Unterschiede.....	641
III. Personelle und finanzielle Verflechtung.....	642
1. Personelle Verflechtung.....	642
a. Organisationspflichten als ungeeignete Lösung.....	643
b. Offenlegung als Mindestverhaltenspflicht.....	644
c. Leistungsverbot für unausweichliche Konfliktlagen.....	644
2. Finanzielle Verflechtungen	645

a. Organisation als mittelbare Compliance-Pflicht.....	646
b. Offenlegung wesentlicher Eigenbeteiligungen.....	647
c. Leistungsverbot bei Eigenbeteiligung	648
d. Leistungsverbot bei Fremdbeteiligung.....	649
3. Gemeinsamkeiten und Unterschiede.....	650
IV. Geschäftliche Beziehungen	650
1. Finanzielle Abhängigkeit	651
a. Organisationspflichten als unzureichende Lösung.....	652
b. Offenlegung der Einnahmen.....	652
c. Leistungsverbot bei Umsatzabhängigkeit	655
2. Leistungskombinationen	657
a. Organisation der Informationsflüsse (Chinese walls bzw. screens).....	659
b. Offenlegung von Zusatzleistungen	662
c. Verbot einzelner Zusatzleistungen.....	665
d. Verbot zum Schutz des Marktvertrauens	668
e. Verbot der Selbstprüfung.....	670
f. Verbot strategischer Kombinationen (low-balling).....	671
g. Vollständiges Beratungsverbot	673
h. Fortbestehende Probleme beim Rating.....	677
3. Gemeinsamkeiten und Unterschiede.....	680
V. Zusammenführung der Ergebnisse	682
C. Vergütung.....	684
I. Regelungsprobleme, -bestand und Strukturfragen.....	685
1. Regelungsprobleme	685
a. Vergütung, Reputation und Interessenkonflikte	685
b. Vergütungsmodelle (issuer pay v. investor pay).....	688
c. Markt oder Regulierung?	692
2. Regelungsbestand.....	695
a. Abschlussprüfung.....	695
b. Bonitätsrating	697
c. Finanzanalyse.....	698
3. Strukturfragen	698
II. Vergütungsverhandlung und -gestaltung	699
1. Vergütungsverhandlung mit dem Emittenten.....	699
a. Organisation auf Emittentenseite (audit committee, financial expert)	700
b. Offenlegung der Aufsichtsratsbeteiligung	703
c. Teilnahmeverbote auf Intermediärseite	703
2. Intermediärinterne Vergütungsgestaltung	705
a. Organisation interner Vergütungsverhandlungen (remuneration committee)	705
b. Offenlegung der Vergütungsstrukturen	705

c. Verbot erfolgsabhängiger Vergütungen	706
3. Gemeinsamkeiten und Unterschiede.....	710
III. Missbräuchliche Vergütungsabsprachen	711
1. Provisionsorientierte Vorleistungen (opinion shopping).....	711
a. Organisationspflichten als ungeeignete Lösung.....	711
b. Offenlegungspflichten als unvollständiger Ansatz	712
c. Vergütungszwang für Vorabbewertungen (fee for service)	714
2. Vergütungserzwingung durch unbeauftragte Leistungen (unsolicited rating).....	715
a. Organisationspflichten als unzureichende Lösung.....	716
b. Offenlegung unbeauftragter Leistungen	717
c. Leistungsverbot bei Missbrauch	718
3. Gemeinsamkeiten und Unterschiede.....	719
IV. Zusammenführung der Ergebnisse	721

Zusammenfassung

Einführung: Forschungsfeld, Begriff, Funktionen	724
Erster Teil: Informationsintermediation am Kapitalmarkt.....	727
Zweiter Teil: Marktzugangskontrolle durch private Dritte	731
Dritter Teil: Recht der kapitalmarktlichen Informationsintermediation	736
Literaturverzeichnis	747
Rechtsprechungsverzeichnis	811
Sachverzeichnis.....	817

Abkürzungsverzeichnis

a. A.	anderer Ansicht
a. a. O.	am angegebenen Ort
a. E.	am Ende
a. F.	alte Fassung
a. M.	am Main
AAB-WP	Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften v. 1.1.2017, hrsg. v. IDW
AAPA	Association of Authorised Public Accountants
ABA J.	American Bar Association Journal
abgedr.	abgedruckt
ABL. EG	Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften
ABL. EU	Amtsblatt der Europäischen Union
ABN AMRO	Algemene Bank Nederland (ABN) Amsterdam-Rotterdam Bank (AMRO)
Abs.	Absatz, Absätze
Abschn.	Abschnitt(e)
AC	Appeal Cases (Law Reports)
Acad. Mmgt. Rev.	Academy of Management Review
Acct. Horiz.	Accounting Horizons
Acct. Org. & Soc.	Accounting, Organizations and Society
Acct. Rev.	Accounting Review
Achte Gesellschafts- rechtliche Richtlinie	Achte Richtlinie 84/253/EWG des Rates vom 10. April 1984 aufgrund von Artikel 54 Absatz 3 Buchstabe g) des Vertrages über die Zulassung der mit der Pflichtprüfung der Rechnungs- legungsunterlagen beauftragten Personen, ABl. L 126 v. 12.5.1984, S. 20
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
ACSR	Australian Corporations and Securities Reports
ADHGB	Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union, Konsolidierte Fassung, bekanntgemacht am 9.5.2008, ABl. EU C 115 v. 9.5.2008, S. 47
AG	Amtsgericht; Aktiengesellschaft (Rechtsform); Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AICPA	American Institute of Certified Public Accountants
AIG	American International Group
AIMR	Association for Investment Management and Research
AktR	Aktienrecht

Ala. L. Rev.	Alabama Law Review
All ER	All England Law Reports
Alt.	Alternative(n)
Am. Bankr. Inst. J.	American Bankruptcy Institute Journal
Am. Bus. L.J.	American Business Law Journal
Am. Econ. Rev.	American Economic Review
Am. J. Comp. L.	American Journal of Comparative Law
Am. Res. J. Hum. Soc. Sc.	American Research Journal of Humanities and Social Sciences
Am. U. L. Rev.	American University Law Review
AMF	Autorité des marchés financiers
Änderungsrichtlinie 2014/56/EU zur EG-Abschlussprüfer richtlinie	Richtlinie 2014/56/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 zur Änderung der Richtlinie 2006/43/EG über Abschlussprüfungen von Jahresabschlüssen und konsolidierten Abschlüssen, ABl. EU L 158 v. 27.5.2014, S. 196
ÄnderungsVO Nr. 462/ 2013 zur EG- RatingVO	Verordnung (EU) Nr. 462/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. Mai 2013 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen, ABl. EU L 146 v. 31.5.2013, S. 1
Anh.	Anhang, Anhänge
Anm.	Anmerkung
Ann. Fin.	Annals of Finance
Ann. Rev. L. & Soc. Sci.	Annual Review of Law & Social Science
AnSVG	Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG) v. 28.10.2004, BGBl. I 2004, S. 2630
AnwBl	Anwaltsblatt
AöR	Archiv des öffentlichen Rechts
APAG	Gesetz zur Fortentwicklung der Berufsaufsicht über Abschlussprüfer in der Wirtschaftsprüferordnung (Abschlussprüferaufsichtsgesetz – APAG) v. 27.12.2004, BGBl. I 2004, 3846
APAK	Abschlussprüferaufsichtskommission
APAReG	Gesetz zur Umsetzung der aufsichts- und berufsrechtlichen Regelungen der Richtlinie 2014/56/EU sowie zur Ausführung der entsprechenden Vorgaben der Verordnung (EU) Nr. 537/2014 im Hinblick auf die Abschlussprüfung bei Unternehmen von öffentlichem Interesse (Abschlussprüferaufsichtsreformgesetz – APAReG) v. 31.3.2016, BGBl. I 2016, 518
APAS	Abschlussprüferaufsichtsstelle
APB	Accounting Principles Board
AppCas	Appeal Cases
AReG	Gesetz zur Umsetzung der prüfungsbezogenen Regelungen der Richtlinie 2014/56/EU sowie zur Ausführung der entsprechenden Vorgaben der Verordnung (EU) Nr. 537/2014 im Hinblick auf die Abschlussprüfung bei Unternehmen von öffentlichem Interesse (Abschlussprüfungsreformgesetz – AReG) v. 10.5.2016, BGBl. I 2016, 1142

ARegV	Verordnung über die Anreizregulierung der Energieversorgungsnetze (Anreizregulierungsverordnung – ARegV) v. 29.10.2007, BGBl. I 2007, 2529
Ariz. L. Rev.	Arizona Law Review
Art.	Artikel
ASCPA	American Society of Certified Public Accountants
Asia-Pacific J. Fin. Stud.	Asia-Pacific Journal of Financial Studies
Aufl.	Auflage
B.C. L. Rev.	Boston College Law Review
B.U. L. Rev.	Boston University Law Review
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Banking L.J.	Banking Law Journal
Banz, AT, B	Bundesanzeiger, Amtlicher Teil, Bekanntmachung
BARefG	Gesetz zur Stärkung der Berufsaufsicht und zur Reform berufsrechtlicher Regelungen in der Wirtschaftsprüferordnung (Berufsaufsichtsreformgesetz – BARefG) v. 3.9.2007, BGBl. I 2007, 2178
Basel II	Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, Internationale Konvergenz der Eigenkapitalmessung und Eigenkapitalanforderungen, Überarbeitete Rahmenvereinbarung, Juni 2006
Basel III	Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, Basel III: Ein globaler Regulierungsrahmen für widerstandsfähigere Banken und Bankensysteme, Juni 2011
BAWe	Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel, seit 1.5.2002 BaFin
BB	Betriebs-Berater
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision (Basler Ausschuss für Bankenaufsicht)
BCC	British Company Law Cases
BCCG	Berlin Center of Corporate Governance
Bd., Bde.	Band, Bände
BDA	Bundesvereinigung der Deutschen Arbeitgeberverbände
BDI	Bundesverband der Deutschen Industrie e. V.
BDO	Binder Dijker Otte
BdRA	Bundesverband der Ratinganalysten e. V.
Bearb., bearb.	Bearbeitung, bearbeitet
BeckRS	Beck online Rechtsprechung
begr., Begr.	begründet, Begründer, Begründung
Beih.	Beiheft(e)
Bell J. Econ.	Bell Journal of Economics
Bell J. Econ. Mgt. Sc.	Bell Journal of Economics and Management Science
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BGBI. I, II	Bundesgesetzblatt Teil I, II
BGBI. III	Bereinigte Sammlung des Bundesrechts, abgeschlossen am 31.12.1968, in Nachweisform fortgeführt durch FNA
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungssammlung des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen

BilKoG	Gesetz zur Kontrolle von Unternehmensabschlüssen (Bilanzkontrollgesetz – BilKoG) v. 15.12.2004, BGBl. I 2004, 3408
BilMoG	Gesetz zur Modernisierung des Bilanzrechts (Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz – BilMoG) v. 25.5.2009, BGBl. I 2009, 1102
BilReG	Gesetz zur Einführung internationaler Rechnungslegungsstandards und zur Sicherung der Qualität der Abschlussprüfung (Bilanzrechtsreformgesetz – BilReG) v. 4.12. 2004, BGBl. I 2004, 3166
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BR-Drucks.	Bundesratsdrucksache
BRAO	Bundesrechtsanwaltsordnung
Brook. J. Int'l L.	Brooklyn Journal of International Law
Bros.	Brothers
BS WP/vBP	Satzung der Wirtschaftsprüferkammer über die Rechte und Pflichten bei der Ausübung der Berufe des Wirtschaftsprüfers und des vereidigten Buchprüfers (Berufssatzung für Wirtschaftsprüfer/vereidigte Buchprüfer – BS WP/vBP) v. 21.6.2016, BAnz AT v. 22.07.2016, B1
BT-Drucks.	Bundestagsdrucksache
BuB	Bankrecht und Bankpraxis
Bus. L. Today	Business Law Today
Bus. Law.	Business Lawyer
Bus. & Soc. Rev.	Business and Society Review
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
BVerwG	Bundesverwaltungsgericht
BVerwGE	Entscheidungen des Bundesverwaltungsgerichts
bzw.	beziehungsweise
C.F.R.	Code of Federal Regulations
C.M.L.R.	Common Market Law Review
CA	Court of Appeals
ca.	circa
Cal. L. Rev.	California Law Review
CalPERS	California Public Employees' Retirement System
CAP	Committee on Accounting Procedures
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CDO	collateralized debt obligations
CEO	chief executive officer
CESR	Committee of European Securities Regulators (Ausschuss der europäischen Wertpapieraufsichtsbehörden)
CF	Corporate Finance
CFA	Chartered Financial Analyst
CFO	chief financial officer
CFR	Code of Federal Regulations
Ch.	Chancery (Law Reports)
Chapman L. Rev.	Chapman Law Review

ChApp	Chancery Appeals (Law Reports)
ChD	Chancery Division (Law Reports)
Civ.	Civil Division
Civilprozeßordnung von 1877	Civilprozeßordnung v. 30.1.1877, RGBl. 1877, 83
CLJ	Cambridge Law Journal
Cm	Command Paper
CMLR	Common Market Law Review
Co.	Company
Co. Law.	Company Lawyer
Colum. Bus. L. Rev.	Columbia Business Law Review
Colum. J. Transnat'l L.	Columbia Journal of Transnational Law
Colum. L. Rev.	Columbia Law Review
Com.	Commission
Combined Code	The Combined Code on Corporate Governance, The Financial Reporting Council, London, July 2003
Companies Act 1900	Companies Act 1900, 63 & 64 Vict., c. 48
Companies Act 1985	Companies Act 1985, c. 6
Companies Act 2006	Companies Act 2006, c. 46
Cong.	Congress
Conn. L. Rev.	Connecticut Law Journal
Contemp. Acct. Res.	Contemporary Accounting Research
Corp.	corporate, corporation
Corp. Gov. Int'l Rev.	Corporate Governance: An International Review
CPA	Certified Public Accountant
CPA J.	The CPA Journal
CRD IV	Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 26.6.2013 über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen, zur Änderung der Richtlinie 2002/87/EG und zur Aufhebung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG, ABl. EU L 176 v. 27.6.2013, S. 338
Credit Rating Agencies Reform Act	Credit Rating Agencies Reform Act, Pub. L. 109-291, September 29, 2006, 120 Stat. 1327 (2006)
Credit Rating Agency Duopoly Relief Act	Credit Rating Agency Duopoly Relief Act of 2005, H.R. 2990, 1 st sess., 109th Cong., Juni 20, 2005
CRR	Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 646/2012, ABl. EU L 176 v. 27.6.2013, S. 1 ff.
d. h.	das heißt
D&O	Directors & Officers
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DAJV-NL	Newsletter der Deutsch-Amerikanischen Juristenvereinigung
DAV	Deutscher Anwaltverein
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb