

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. Wirtschaftsprüfertestate (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 Regelungsfolgepflichten	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. Vertrauenstypisierung (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 Drittgeschädigten	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 committe)	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