

# 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 Ratingdienstnahmen (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. Mechanismusunstabilität .....	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 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 committee) .....	705
b. Offenlegung der Vergütungsstrukturen .....	705

c. Verbot erfolgsabhängiger Vergütungen .....	706
3. Gemeinsamkeiten und Unterschiede.....	710
III. Missbräuchliche Vergütungsabsprachen .....	711
1. Provisionsorientierte Vorableistungen (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