

# Die Neubestimmung des öffentlichen und privaten Interesses auf Kapitalmärkten

Bearbeitet von  
Stephan Abée

1. Auflage 2012. Taschenbuch. XVI, 282 S. Paperback

ISBN 978 3 631 63570 4

Format (B x L): 14,8 x 21 cm

Gewicht: 400 g

[Wirtschaft > Internationale Ökonomie > Internationale Finanzmärkte](#)

schnell und portofrei erhältlich bei

  
DIE FACHBUCHHANDLUNG

Die Online-Fachbuchhandlung [beck-shop.de](#) ist spezialisiert auf Fachbücher, insbesondere Recht, Steuern und Wirtschaft. Im Sortiment finden Sie alle Medien (Bücher, Zeitschriften, CDs, eBooks, etc.) aller Verlage. Ergänzt wird das Programm durch Services wie Neuerscheinungsdienst oder Zusammenstellungen von Büchern zu Sonderpreisen. Der Shop führt mehr als 8 Millionen Produkte.



Stephan Abée

Die Neubestimmung  
des öffentlichen  
und privaten Interesses  
auf Kapitalmärkten

LESEPROBE



# 1 Einleitung

## 1.1 Problemstellung

Kapitalmärkte umfassen die Gesamtheit aller Institutionen und Transaktionen, die der Zusammenführung von Kapitalanbietern (bspw. private und institutionelle Anleger) und Kapitalnachfragern (bspw. Unternehmen und der Staat) dienen.<sup>1</sup> Im Zentrum der Allokation von Überschussguthaben auf Investitionsalternativen steht die Institution Börse, deren Strahlkraft auf eine langjährige Historie als national bedeutsamer Handels- und Marktplatz zurückzuführen ist. Indizes aus dem Börsenhandel wie etwa der Deutsche Aktienindex DAX werden schon lange nicht mehr nur als Kennzahl für die Entwicklung ausgewählter Wertpapiere veröffentlicht, sondern ebenso als Indikator für die Stimmung der gesamten Volkswirtschaft herangezogen.<sup>2</sup> An einer Börse werden jedoch nicht nur Transaktionen angebahnt und abgewickelt, sondern in diesem Zusammenhang auch Preise für Wertpapiere ermittelt, die sich aus den subjektiven Erwartungen der Marktteilnehmer an die zukünftigen Gewinne bzw. Zahlungsströme der emittierenden Unternehmen ergeben. Sie ist damit als Ort und Instrument der Informationsenthüllung bedeutsam.

Der Nutzen einer Börse ergibt sich aus der von ihr ermöglichten Transformation von Mengen, Fristen und Risiken zur Finanzierung langfristiger Investitionen. Ohne die spezielle Form eines organisierten Marktes kann Finanzierung nur individualisiert etwa über Bankdarlehen erfolgen. Damit würden sowohl einige Kapitalgeber als auch Kapitalnehmer von vornherein ausgeschlossen. Die Akzeptanz und Nutzung der Finanzierungsmöglichkeit Börse ist jedoch von Land zu Land verschieden, obwohl sich viele dieser Marktplätze nahezu zeitgleich konstituiert haben. So waren in Deutschland im Jahr 2009 nur durchschnittlich 3,6 Mio. Anleger direkt in Aktien investiert, das entspricht lediglich etwa 4 Prozent der Bevölkerung.<sup>3</sup> In Großbritannien sind dagegen 23 Prozent

- 
- 1 Intermediäre wie etwa Banken, Versicherungen oder Fondsgesellschaften erleichtern dabei den Marktaustausch, indem sie zwischen Anbieter und Nachfrager vermitteln, Transaktionen durchführen oder den Informationsstand verbessern.
  - 2 Der DAX, ursprünglich für Deutscher Aktienindex, ist der Leitindex der Deutschen Börse, in dem die Kursentwicklung der 30 wichtigsten bzw. umsatzstärksten Aktien erfasst wird.
  - 3 Indirekt, d.h. über Intermediäre waren es rund 8,8 Mio (ca. 13,6 Prozent). Quelle: DAI Factbook 2009, Deutsches Aktieninstitut.

der Bevölkerung direkte Aktienbesitzer, in den USA sogar mehr als 25 Prozent. Dieses abweichende Kapitalangebot schlägt sich in den Finanzierungsmöglichkeiten der Kapitalnehmer nieder.

In der breiten Öffentlichkeit ist das Bild der Börse vielfach durch dort stattfindende Spekulation und die zyklischen Boom und Bust Phasen geprägt, die sich - wie etwa der Zusammenbruch des Neuen Markts um die Jahrtausendwende - im Gedächtnis nicht nur der betroffenen Anleger festsetzen.<sup>4</sup> Aufgrund dessen bezeichnen nicht wenige Menschen den Handel an Börsen als Glücksspiel, bei dem durch menschliche Gier nach dem größtmöglichen Gewinn rationales Verhalten außer Kraft gesetzt wird. Tatsächlich sind einige Wertpapiere einer so hohen Volatilität unterworfen, dass man sich selbst in einem Gedankenexperiment kaum vorzustellen vermag, die Preise der von diesen Unternehmen angebotenen Produkte und Dienstleistungen könnten in einem ähnlichen Umfang schwanken. Für den überwiegenden Teil der gehandelten Wertpapiere gilt dies indes nicht, auch sind die Handlungen der Investoren nicht ausschließlich auf kurzfristig zu erzielende Renditen ausgelegt.

Die Wahrheit über die Rolle der Börse wird sich daher zwischen den beiden Extremen befinden. Der Vorwurf des in der aktuellen öffentlichen Diskussion so bezeichneten "Kasino-Kapitalismus" wird daher häufig nicht richtig verstanden, da der unterliegende Konflikt durch die Börse selbst produziert wird.<sup>5</sup> Einerseits gewinnt eine Börse gerade durch die an ihr stattfindende Spekulation (z.B. Werten auf Kursgewinne) an Popularität, andererseits wird sie durch die daraus resultierende (übermäßige) Volatilität als Institution der ökonomischen Vernunft bedroht.<sup>6</sup> Der "Börsenzyklus", d.h. das Abwechseln von Hausse und Baisse folgt jedoch nicht allein aus der Spekulation sondern begründet sich im Wesentlichen aus fundamentalen ökonomischen Umwälzungen (Konjunkturzyklen).

---

4 Dazu sei angemerkt, dass Kursstürze eines solchen Ausmaßes keine Erscheinung der letzten Jahre sind. Bereits im Jahr 1637 ist mit der sog. Tulpenkrise die erste Spekulationsblase der Geschichte dokumentiert.

5 Der Begriff wurde bereits 1986 von der britischen Politikwissenschaftlerin Susan Strange mit ihrem Buch *Casino Capitalism* (1996) geprägt und bezieht sich auf eine Analyse der Börsenspekulation von John Maynard Keynes aus dem Jahr 1936. Zur Diskussion über unzureichende Regulierung vgl. auch Hickel (2008) sowie Sinn (2010).

6 Die Bedeutung der Börse als "vernünftiger" Allokationsmechanismus lässt sich auch daran festmachen, dass es selbst die schwersten Krisen nicht geschafft haben, den Börsenhandel nachhaltig auszutrocknen.

Entscheidungen von Marktteilnehmern gehen zwangsläufig mit Unsicherheit bspw. über zukünftige Entwicklungen der Zahlungsströme oder den Informationsstand des Transaktionspartners einher.<sup>7</sup> Die Akzeptanz des Grades an (subjektiver) Unsicherheit variiert jedoch zwischen verschiedenen Individuen, Märkten und Kulturen. Neben den privaten Interessen der beteiligten Akteure besteht - wie im Laufe der Arbeit aufgezeigt wird - ein öffentliches Interesse an der Funktionstüchtigkeit der Institution Börse. Es gilt daher, diese mittels geeigneter Mechanismen sicherzustellen, ohne dabei die wichtigen Marktfunktionen einzuschränken. Neben den bei Börsen historisch gewachsenen Institutionen der Selbstregulierung ist der Staat ein häufig involvierter Akteur bei der Gestaltung des regulatorischen Umfelds.

Staaten greifen in viele öffentliche und private Bereiche des täglichen Lebens regulierend ein.<sup>8</sup> Grundsätzlich geht es um die Schaffung günstiger Rahmenbedingungen für die individuelle und die gesellschaftliche Entwicklung. Zu den wichtigsten Aufgaben zählen die Bereitstellung von Rechtssicherheit, Bildungsmöglichkeiten, Infrastruktur, öffentlicher Sicherheit innerhalb und außerhalb der Staatsgrenzen sowie eines funktionierenden Gesundheits- und Sozialsystems. Auf Basis dieses politischen Systems übt der Staat auch in vielen (privat-)wirtschaftlichen Belangen Einfluss aus, indem er etwa den Arbeitsmarkt regelt, Preise festlegt und überwacht, Produktionsstandards setzt, in einigen Fällen Unternehmen selbst besitzt sowie Steuern erhebt und die daraus resultierenden Einnahmen verteilt. Unzweifelhaft hat sich der Lebensstandard in demokratisch geprägten Wohlfahrtsstaaten sehr früh und vor allem nachhaltig verbessert, vielleicht auch gerade weil der Staat immer mehr, immer detailliertere Regeln beschließt. Auf der anderen Seite gibt es zahlreiche kritische Stimmen, die vor einer übermäßigen staatlichen Einflussnahme warnen, da der Staat nicht nur Förderer, sondern zugleich auch als Zerstörer der selbst geschaffenen Welt wirken kann.<sup>9</sup>

---

7 Die Transaktionen sind längst nicht immer nur rational sondern zu einem Teil auch durch psychologische Effekte bestimmt. In dieser Richtung bewegt sich die Behavioral-Forschung. Vgl. etwa Rapp (2000), S. 98 oder Goldberg/von Nitzsch (2004).

8 Vgl. Zürn et al. (2004), S. 1.

9 Kritiker monieren vor allem die stetig steigende Staatsquote, die den Anteil der staatlich bedingten Aktivität an der wirtschaftlichen Gesamtleistung einer Volkswirtschaft aufzeigt. Eine niedrige Staatsquote, also ein „schlanker Staat“, gilt als förderlich für das Wirtschaftswachstum.

Regulierung stellt, vereinfacht dargestellt, die Summe aller Maßnahmen und Vorschriften dar, die der Regulierer z.B. der Staat durch seine Gesetzgebung den Regulierungsadressaten auferlegt.<sup>10</sup> Damit besitzt Regulierung instrumentalen Charakter, auch wenn sie nicht immer mit einem bestimmten Zweck verbunden ist.<sup>11</sup> Da Regulierung jedoch keinesfalls ein Selbstzweck darstellt, muss der Eingriff ausreichend legitimiert sein. Darüber hinaus ist entscheidend, dass tatsächlich ein positiver Beitrag zur Zweckerreichung geleistet wird. Im Hinblick auf die Börse kann dies etwa anhand der Kriterien Marktqualität und Marktintegrität beurteilt werden, die im Rahmen der Regulierungstheorien zumeist unter den Begriffen Effizienz und Gerechtigkeit behandelt werden.<sup>12</sup> Eine Regulierung des Kapitalmarkts kann sinnvoll, d. h. gerechtfertigt sein, wenn damit entweder die Wohlfahrt der Gesellschaft gesteigert wird oder aber die Verteilung von Ressourcen aus Marktprozessen gerechter gestaltet wird.

Publizität ist dabei ein zentrales Regulierungsinstrument, auf das der Gesetzgeber in vielen Bereichen vertraut und das für den Bestand einer freiheitlich und demokratisch verfassten Gesellschaft als unverzichtbar gilt.<sup>13</sup> Da es an einem feststehenden Begriff bzw. einer Legaldefinition fehlt, werden häufig auch die Synonyme "Offenlegung", "Bekanntmachung" oder "Veröffentlichung" verwendet, ohne dass dabei eine bestimmte Systematik erkennbar wäre.<sup>14</sup> Im anglo-amerikanischen Raum ist der Ausdruck "*disclosure*" gebräuchlich, der neben seiner eigentlichen Bedeutung auch die Enthüllung bzw. die Beendigung

---

10 Eine einheitliche oder international gebräuchliche Definition von Regulierung hat sich bislang nicht durchgesetzt. Verschiedene Ansichten und Erklärungsansätze werden im weiteren Verlauf der Arbeit noch thematisiert.

11 So wird vom deutschen Gesetzgeber nicht explizit festgelegt, welchen Zweck die handelsrechtliche Rechnungslegung verfolgen soll, während die IFRS immerhin konkretisieren, dass es die Zielsetzung von Abschlüssen sei, „Informationen über die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage [...] eines Unternehmens zu geben, die für einen weiten Adressatenkreis bei dessen wirtschaftlichen Entscheidungen nützlich sind.“ (IAS 1)

12 Vgl. dazu Streim (1988), S. 22.

13 Die Information der Öffentlichkeit ist in vielerlei Hinsicht eine unerlässliche Vorbedingung für die weiteren Elementarbedingungen Meinungsfreiheit, Handlungsfreiheit, Vereinigungsfreiheit und dem Prinzip der Machtlegitimation durch Machtbetroffene. Vgl. Boettcher et al. (1968), S. 69.

14 Vgl. Merkt (2001), S. 6.

von Geheimhaltung umfasst.<sup>15</sup> Bei Publizität handelt es sich demnach um einen mehrdeutigen Begriff, da dieser einerseits den Vorgang des Veröffentlichens von Informationen, andererseits auch den Zustand des Öffentlichseins als Resultat der Offenlegung beschreibt.<sup>16</sup> Aus der inhärenten Bedeutung des Publikums bzw. der Öffentlichkeit betrifft Publizität einen breiten Kreis nicht näher bestimmter Adressanten und meint grundsätzlich die Übermittlung von Informationen.<sup>17</sup>

Das breite Spektrum der unterschiedlichen Erscheinungsformen von Publizität umfasst neben der Registerpublizität, die Rechnungslegungs- bzw. Jahresabschlusspublizität, die Publizität der Hauptversammlung (das Auskunftsrecht des Aktionärs), branchespezifische Publizität etwa für Banken, Versicherungen und Kapitalanlagegesellschaft, die Insolvenzpublizität sowie die im Rahmen dieser Arbeit eine gewichtige Rolle einnehmende Börsen- bzw. Kapitalmarktpublizität. Letztere hat in den letzten Jahren einen weiteren Ausbau erfahren. Die Öffnung der Märkte gegenüber international anerkannten Standards, eine qualitativ verbesserte und zeitnahe Berichterstattung (bspw. die Betonung der Informationsfunktion im BilMoG) und die Ermittlung bzw. der Ausweis eines Gewinns pro Aktie sind nur einige Beispiele. Gleichzeitig löst die immer weiter umgreifende Unternehmenspublizität auch Kritik und Forderungen nach Deregulierung aus.<sup>18</sup> Die Belastung des Einzelnen als auch der Gemeinschaft durch Überinformation ("*information overkill*") ist insbesondere auch durch die rasanten Entwicklungen in der Kommunikationstechnologie gestiegen.

Die Frage, ob und in welcher Form der Staat in den Kapitalmarkt und die Börsensysteme eingreifen und Marktteilnehmer (auch vor sich selbst) schützen sollte, ist heute aktueller denn je. Gerade im Zuge der globalen Hypotheken- und Bankenkrise der Jahre 2008/2009, in deren Folge öffentliche Steuergelder zur Einrichtung eines staatlichen Rettungsschirm verwendet wurden, werden Rufe

---

15 Vgl. Loss/Seligman (1998), S. 391. Für die Finanzberichterstattung findet dagegen der Begriff des "Financial Reporting" Verwendung.

16 Vgl. Fülber (1998), S. 21.

17 Damit dient sie aus ökonomischer Sicht insbesondere auch dem Ausgleich von Informationsasymmetrien.

18 Hiervon ist mehr als bei anderen Ländern Deutschland betroffen, da der verbreitete und gut repräsentierte Mittelstand oft und gerne auf die Kosten der Unternehmenspublizität hinweist.

nach strengerer Regulierung laut.<sup>19</sup> Nicht nur wird der Staat hier als Rettungsanker in einer als ausweglos empfundenen Situation angesehen, darüber hinaus werden Argumente gesucht, ihn zum Sündenbock für Verluste - natürlich nicht für Gewinne - der beteiligten Spekulanten zu machen. In der Tat sind die westlichen Staaten nicht ganz unschuldig an einer Entwicklung, die unter dem populären Begriff der Globalisierung zusammengefasst wird.<sup>20</sup>

Durch die zunehmende Globalisierung der Weltwirtschaft scheint sich das Machtgleichgewicht zwischen Politik und Ökonomie zu verschieben.<sup>21</sup> Marktakteure fordern den Nationalstaat heraus, in dem sie ihre Aktivitäten auf Bereiche außerhalb deren Einflussbereiche ausdehnen, um staatliche Regulierung zu umgehen.<sup>22</sup> Zudem wird der eigene Handlungsspielraum zusätzlich weiter selbst beschränkt, da Regulierung zunehmend auf internationaler Ebene (z. B. EU) formuliert wird. Demnach hätte der demokratische Wohlfahrtsstaat viel von seiner ursprünglichen Stärke, zu den Hochzeiten auch das "goldene Zeitalter" genannt, eingebüßt und käme nunmehr wie ein Spielball ökonomischer Interessen daher.<sup>23</sup> Diese Sichtweise, nach der die politischen Anstrengungen zur Liberalisierung der Märkte ein Fehler gewesen sein müssen, greift jedoch zu kurz und muss differenziert betrachtet werden.<sup>24</sup> Die Aufarbeitung der Rolle des Staates im Bereich der Regulierung von Kapitalmärkten im Allgemeinen und Börsen im Speziellen ist Gegenstand dieser Arbeit. Dabei wird argumentiert, dass der Staat keineswegs nur noch reagiert oder sich zurückzieht, sondern sich stattdessen eine neue Konstellation von Staatlichkeit herausbildet.

---

19 Auch wenn vielfach die Art und Weise sowie der finanzielle Umfang der staatlichen Rettungsaktionen kritisiert wird, besteht doch weitgehende Einigkeit darüber, dass ein systemkritischer Zusammenbruch des untrennbar miteinander verknüpften Bankensystems unter allen Umständen verhindert werden muss.

20 Auf die genauen Hintergründe und die Relevanz der Globalisierung wird zu einem späteren Zeitpunkt im Abschnitt 4.2.2 ausführlich eingegangen.

21 Vgl. stellvertretend Strange (1996) und Albrow (1996).

22 Aufgrund der verbesserten Machtposition dieser Akteure wird in der polit-ökonomischen Literatur zum Teil ein sog. Race to the bottom propagiert, wenn es um die regulatorische Standortattraktivität für Unternehmen geht. Für einen Literaturüberblick vgl. stellvertretend Hahn (2009), S. 117 ff.

23 Vgl. Shonfield (1969).

24 Zum Mythos des schwachen Staates vgl. auch Weiss (1998) und Vogel (1996).

## 1.2 Zielsetzung der Arbeit und Gang der Untersuchung

Unter dem Begriff Staatlichkeit ist ein abstraktes Konzept zu verstehen, dass sich durch das Vorhandensein bestimmter Dimensionen und Merkmale auszeichnet.<sup>25</sup> Das Gesamtbild über das Selbstverständnis und die Aufgaben des Staates ergibt sich aus der Anordnung bzw. Neuordnung der Kompetenzen zur Erbringung normativer Güter. War das "goldene Zeitalter" noch durch eine hohe Konzentration staatlicher Verantwortung geprägt, scheint nunmehr ein grundlegender Transformationsprozess stattzufinden. Im Sonderforschungsbereich 597 (Staatlichkeit im Wandel) der Universität Bremen, dem diese Arbeit thematisch zugehörig ist, wird dieser Wandel in der OECD-Welt des ausgehenden 20. und beginnenden 21. Jahrhunderts erstmals einer umfassenden Untersuchung unterzogen.<sup>26</sup> Insbesondere geht es darum zu erforschen, ob der Wandel von Staatlichkeit in den Kernländern der OECD Welt einem allgemeinen beobachtbaren oder gar uniformen Veränderungstrend unterliegt, woher der gegebenenfalls vorhandene Anpassungsdruck stammt und wie sich diese Veränderungsprozesse auswirken.

Analog zum Vorgehen des Sfb 597 wird das Forschungsdesign auf die Untersuchung des Wandels auf Kapitalmärkten in den OECD Ländern Deutschland, Frankreich, Großbritannien und den USA übertragen. Dabei soll als Ausgangsmodell bzw. Vergleichsmaßstab eine konkrete Erscheinungsform von Staatlichkeit auf Kapitalmärkten herausgearbeitet werden, wie sie sich im "goldenen Zeitalter" ausgeformt hat. Zu klären ist dabei auch, ob die Regulierung von Kapitalmärkten und Börsen überhaupt eine staatliche Aufgabe im Sinne eines normativen Guts darstellt. Normative Güter sind solche - zumeist durch den Staat - bereitgestellte Leistungen, die für die Gesellschaft von zentraler Bedeutung sind. Zu diesem Zweck wird zusätzlich auch die frühe Entstehungsgeschichte des Wertpapierhandels betrachtet. Anhand eines Vergleichs lassen sich daraus Rückschlüsse über national unterschiedliche Werte und Strukturen ziehen, die später mögliche Pfadabhängigkeiten der weiteren Entwicklung erklären können.

---

25 Die vier Dimensionen (1) Recht, (2) Legitimation, (3) Wohlfahrt und (4) Ressourcen bilden eine einheitliche Konzeption zur ganzheitlichen Betrachtung von Staatlichkeit. Vgl. Zürn/Leibfried (2005).

26 Vgl. auch Leibfried (2001).

Ziel dieser länderübergreifenden Betrachtung ist es, Verlagerungen bei der Bereitstellung der normativen Güter, bspw. die Sicherung von Marktqualität und Marktintegrität, festzustellen. Dabei wird Veränderungsprozessen sowohl auf der national-internationalen als auch der staatlich-privaten Achse nachgegangen. Nach der Forschungskonzeption des Sfb ist davon auszugehen, dass es zu einer Verlagerung staatlicher Kompetenzen auf internationale und private Institutionen kommt.<sup>27</sup> Die Verlagerungsthese ist jedoch nicht nur so zu verstehen, dass der Staat sämtliche Verantwortung an andere Akteure abtritt. Vielmehr muss das zunehmend komplexere Geflecht regulatorischer Strukturen dahingehend untersucht werden, welche Aufgaben den Akteuren jeweils zukommen. Entscheidend ist am Ende nicht, wer Entscheidungs-, Organisations- und Letztverantwortung trägt, sondern dass der Kapitalmarkt auch während bzw. nach einem Wandel funktioniert.<sup>28</sup>

Ein weiterer Schwerpunkt der Arbeit widmet sich daher der Frage, welche Faktoren den mutmaßlichen Wandel verursacht, begünstigt oder verhindert haben. Darunter sind all jene Prozesse zu verstehen, die auf bestehende Strukturen und Institutionen einen solchen Anpassungsdruck ausüben, dass es schließlich zu einer Veränderung kommt. Hierbei steht häufig die Vermutung im Raum, dass es vornehmlich exogene Antriebskräfte sind, die den Staat von außen zu einem Wandel zwingen. Daher soll insbesondere darauf geachtet werden, ob der Wandel nicht auch endogenen Kräften geschuldet ist, der Staat also einer beabsichtigten (teilweisen) Selbst-Transformation unterliegt. Als Ergebnis dieser Veränderungsprozesse kommt es möglicherweise zu einer Harmonisierung der Regulierung.<sup>29</sup> Es gilt zu ergründen, ob die Verlagerungen in den betrachteten Länderfällen tatsächlich ähnlich gelagert sind. Eine Angleichung spräche dafür, dass sich der Varianzkorridor unterschiedlicher institutioneller Gestaltungsformen des Staates verengt.<sup>30</sup> Ein solcher Befund wäre gleichbedeutend mit einem auch zukünftig verringerten politischen Gestaltungsspielraum. Wahrscheinlich ist, dass die Veränderungen nicht gänzlich unabhängig vom Staat ablaufen und

---

27 Vgl. Zürn/Leibfried (2005).

28 Zum Konzept der Entscheidungs-, Organisations- und Letztverantwortung vgl. Puxty et al. (1987).

29 Vgl. die Ergebnisse zum Wandel der Rechnungslegung bei Zimmermann/Werner/Volmer (2008).

30 Vgl. Rothgang/Leibfried/Obinger (2006).

die Letztverantwortung für das Funktionieren des Kapitalmarkts - als auch für die "Reparatur" in Folge von Krisen - stets in den Händen des Staates verbleibt.

Die Arbeit gliedert sich wie folgt. Nach der Einleitung wird in Kapitel zwei die Bedeutung von Regulierung zur Erhöhung der Attraktivität von Kapitalmärkten untersucht. Neben den Definitionen wesentlicher Begrifflichkeiten werden zunächst die Untersuchungsobjekte vorgestellt und voneinander abgegrenzt. Im Zentrum der Untersuchung steht die Institution Börse, deren Funktionen und Bedeutung beleuchtet werden. Aus den Überlegungen zur Funktionsfähigkeit bzw. Effizienz eines Börsensystems werden anschließend konkrete Ziele zur Qualitätssicherung abgeleitet. Welche Instrumente zur Erfüllung dieser Kriterien zur Auswahl stehen ist Gegenstand des darauf folgenden Abschnitts. Zum Abschluss des Kapitels wird diskutiert, welche Aspekte und Theorien für und gegen die Börse bzw. den Staat als Regulierer des Marktes sprechen. Dabei wird auf die Analysemaßstäbe Effizienz und Gerechtigkeit zurückgegriffen. Das Kapitel schließt mit einer Zusammenfassung der Zwischenergebnisse.

Inhalt des dritten Kapitels ist die Beschreibung der wesentlichen Entwicklungen in den Länderfällen USA, Großbritannien, Deutschland und Frankreich. Zum Einen werden die national und international ablaufenden Veränderungsprozesse bei der Ausgestaltung staatlicher Regelungen dargelegt. Zum Anderen wird der Wandel der börslichen Elemente von ihrer Gründung als exklusive Händler-Clubs bis hin zu modernen Technologiedienstleistern beschrieben. Der historische Vergleich von Entstehung, Strukturen und Inhalten nationaler Regulierungssysteme hilft zum Verständnis der beim Ablauf tangierten länderspezifischen Interessenssphären. Zudem liefert er einen Beitrag zur Interpretation des Einflusses auf diese Prozesse, deren Zielrichtung und Geschwindigkeit.

Im vierten Kapitel werden die Globalisierung und der technische Fortschritt als Entstehungsgründe für Anpassungsdruck beleuchtet. Das größtenteils stabile Regulierungssystem, in das die Marktprozesse eingebettet sind, droht bei kontinuierlichen Veränderungen seine Funktionsfähigkeit zu verlieren, wenn nicht entsprechend gegengesteuert wird. Um der Frage nach staatlicher Handlungsfähigkeit und Motivation (zur Selbst-Transformation) nachzugehen, werden zwei Fallbeispiele zu Cross-listings und Börsenfusionen betrachtet. Es zeigt sich, dass ein teils tiefgreifender Wandel auf ökonomischer als auch politischer Ebene stattgefunden hat. Grenzüberschreitende Transaktionen als auch Kooperationen bspw. zwischen Regulierern nehmen immer weiter zu. Staaten stehen den Ver-

änderungen aber entgegen einer weit verbreiteten Meinung keinesfalls nur hilflos gegenüber.

Abschließend widmet sich ein Abschnitt der Bewertung des neuen Public-Private Mix. Auf die durch Liberalisierung selbst ausgelösten Prozesse reagiert der Staat mit einem veränderten Regulierungsansatz. Dabei wird argumentiert, dass es zu Verlagerungen bei der Ausgestaltung von Staatlichkeit gekommen ist und eine Verengung des Varianzkorridors festzustellen ist. Dies äußert sich zum einen in dem gestiegenen Standortwettbewerb zwischen den Marktplätzen und zum anderen in der Harmonisierung der Regulierungssysteme. Auch wenn dadurch die Handlungsmöglichkeiten des Staates eingeschränkt werden, sind es nicht nur exogene Antriebskräfte, die als Erklärungsfiguren für den Wandel verantwortlich sind.

Kapitel fünf schließt die Arbeit mit einer kurzen Zusammenfassung sowie einem Fazit über weitere offene Forschungsfragen.