

## REGEM Analysis 2

**Finanzmärkte und staatliche Gesetzgebung.  
Warum Finanzmärkte für Politik und Politikwissenschaft  
so wichtig sind****Jörn-Carsten Gottwald**

---

**Abstract**

Financial markets are a major challenge to modern politics and political sciences. Their development caused profound changes for national policy-making in three ways: Firstly, global competition for capital requires new policies to promote economic growth; secondly, private actors gain a crucial impact on the realisation of core state policies, especially in the area of social security; thirdly, the reform of national regulatory regimes leads to a redistribution of power in national politics thus changing the rules of national decision-making by enhancing or reducing the bargaining power of established interest groups. This paper, which has been discussed at a workshop of the Research Group on Equity Market Regulation at Trier University, on May 9, 2003, takes a new political-economic approach in analysing the impact of financial markets on national politics and the challenges this poses for today's political sciences.

---

Please cite as:

Autor: Jörn-Carsten Gottwald

Titel: "Finanzmärkte und staatliche Gesetzgebung. Warum Finanzmärkte für Politik und Politikwissenschaft so wichtig sind."

REGEM Analysis No. 2, May 2003, Trier University

<http://www.regem.org>

**Jörn-Carsten Gottwald**

**Finanzmärkte und staatliche Regelung. Warum Finanzmärkte für Politik und Politikwissenschaft so wichtig sind.**

**Inhaltsverzeichnis**

<b>1. Finanzmarktreformen als zentrales Politikfeld.....</b>	<b>3</b>
<b>2. Die wirtschaftspolitische Dimension von Finanzmarktreformen.....</b>	<b>4</b>
<b>3. Die sozialpolitische Dimension von Finanzmarktreformen .....</b>	<b>6</b>
<b>4. Die innenpolitische Dimension von Finanzmarktreformen.....</b>	<b>9</b>
4.1 Finanzmärkte und die Verhandlungsmacht von Interessengruppen.....	9
4.2 Finanzmärkte und Wahlen .....	12
<b>5. Finanzmarktreformen als politikwissenschaftliche Herausforderung .....</b>	<b>16</b>
<b>Literatur .....</b>	<b>21</b>

## 1. Finanzmarktreformen als zentrales Politikfeld

Die Entwicklung der globalen Finanzmärkte seit den 1970er Jahren hat die Spielregeln nationaler Politik in mehrfacher Hinsicht verändert (vgl. Huffschmid 1999; Lütz 2003; Mosley 2003; Sontag 1998): Finanzmärkte begrenzen die Handlungsfähigkeit staatlicher Politik. Finanzmärkte überwinden die Grenzen des Nationalstaates. Sie verändern ökonomische und soziale Strukturen. Finanzmärkte bilden eine der zentralen Herausforderungen politischer Steuerungsfähigkeit des aufziehenden 21. Jahrhunderts. Sie werfen eine Vielzahl brisanter politischer Fragen auf. Und dennoch: die politische Auseinandersetzung mit Kapitalmärkten, die politikwissenschaftliche Kapitalmarktforschung ist - noch - ein schlecht bestelltes Feld.

Dabei verdient der politische Fall-out der Entwicklungen auf den internationalen Finanzmärkten intensivste politikwissenschaftliche Aufmerksamkeit: Schließlich sind es nicht die Märkte die handeln. Die Märkte sind bloß die Institutionen, die den Rahmen bilden für die Handlungen realer Akteure: Unternehmen, Staaten, Organisationen, einzelne Menschen. Deren Handlungen wiederum bestimmen die Regeln, nach denen Märkte funktionieren: Institutionen und Akteure stehen in enger Wechselwirkung (Mayntz / Scharpf 1996). Finanzmärkte definieren also das Spielfeld für kollektive und individuelle Akteure - aber sie besitzen selbst keineswegs die Qualität eines *unitary actors*. Im Gegenteil: Gerade Finanzmärkte sind geprägt durch die Handlungen von Akteuren mit höchstumfangreichen (Macht-)Ressourcen. Marktmacht steht in enger Wechselwirkung mit politischer Macht. Finanzmärkte sind zugleich eine Arena für den Wettbewerb um politische Macht und ein Ziel für die Anwendung politischer Macht. Dieser Wettbewerb richtet sich nicht nur auf die Position auf den Märkten, sondern vor allem auch auf die Kontrolle über die Regelsetzung. Deshalb sind Finanzmärkte als zentrales Feld des politischen Wettbewerbs ein wichtiges Thema für die politikwissenschaftliche Analyse.

Die schweren Finanzkrisen, die seit den 1980er Jahren in immer kürzeren Abständen auftreten (Südostasien 1997, Russland 1998, Lateinamerika 2001, USA 2001/2), haben der internationalen und der ökonomischen Dimension von Finanzmarktreformen erhebliche Aufmerksamkeit beschert. Die Auseinandersetzung um die Einführung einer speziellen Devisentransaktionssteuer – die viel diskutierte „*Tobin tax*“ – hat gar zu einer neuen Form der globalen Interessenvertretung in Form des globalisierungs-

kritischen Netzwerkes *attac* geführt. Doch während die Defizite der internationalen Finanzarchitektur als Forschungsthema der Sozialwissenschaften bereits etabliert sind, haben die Veränderungen innerhalb der von Finanzkrisen betroffenen Staaten und die daraus resultierenden Veränderungen der staatlichen Gesetzgebung nur wenig Aufmerksamkeit gefunden. Forschungsarbeiten hierzu stammen überwiegend von Ökonomen und Juristen. Die überwältigende wirtschaftliche, soziale und politische Brisanz, die die Entwicklungen auf Finanzmärkten für die Handlungsfähigkeit nationaler Regierungen, für die Stabilität politischer Systeme und für die Entwicklungsperspektiven demokratischer Gesellschaften birgt, wird vom politikwissenschaftlichen „Mainstream“ sträflich vernachlässigt. Dabei erfordert das „Zentralnervensystem moderner politischer Ökonomien“ (Heilmann 2003:2) dringend der kontinuierlichen politischen und politikwissenschaftlichen Aufmerksamkeit.

## **2. Die wirtschaftspolitische Dimension von Finanzmarktreformen**

Finanzmärkte besitzen eine erhebliche Bedeutung für die Verbesserung menschlicher Lebensbedingungen, einer zentralen Aufgabe staatlichen Handelns. Wirtschaftswachstum schafft die materiellen Ressourcen für die staatliche Umverteilung von Gütern (Schumpeter 1986:285; Downs 1968:27). Finanzsystem und volkswirtschaftliche Entwicklung stehen in einer engen wechselseitigen Beziehung: Die effiziente Allokation von Kapital – sei es über Banken, sei es über Kapitalmärkte – erhöht die Investitionsmöglichkeiten für Unternehmen, verbessert die Sparmöglichkeiten der Anleger, ermöglicht effektive Formen der Unternehmenskontrolle, führt zu Investitionen und Strukturwandel. International offene Kapitalmärkte erweitern gegenüber einem auf nationalen Banken basierenden Finanzsystem die Möglichkeiten zur Kapitalaufnahme, verbessern die Innovationsfähigkeit und transportieren wichtiges Know-how einschließlich neuer Managementmethoden. Offene, effiziente Finanzsysteme fördern das Wirtschaftswachstum (Breuer 2000:6) und schaffen neue Einnahmemöglichkeiten für den Staat. Die Entwicklung und Sicherung eines funktionierenden Finanzsystems ist deshalb von großer Bedeutung für die staatliche Wirtschafts-, Finanz- und Sozialpolitik.

Der Umbau eines nationalen, geschlossenen hin zu einem international vernetzten, offenen Finanzsystem gleicht im Idealfall einem sich verstärkenden positiven Zirkel staatlicher und wirtschaftlicher Modernisierung: Offene, funktionierende Kapitalmärkte

te vergrößern die Unabhängigkeit lokaler Unternehmen von lokalen Ressourcen und Regierungen. Dies stimuliert volkswirtschaftliche Wachstumsprozesse. Die Entfaltung zusätzlicher wirtschaftlicher Aktivität verändert Einstellung und Maßnahmen der Regierungen. Dies beschleunigt die weitere Öffnung der Volkswirtschaft und mit ihr den institutionellen Wandel. Die Integration in die Weltwirtschaft erhöht die Effizienz der Ressourcenallokation und verstärkt die Notwendigkeit, die nationale Finanzmarktregulierung auf internationale Standards auszurichten (Weber / Davis 2000: 8-9; Weltbank 1997).

Die nationale Ausgestaltung der Finanzmarktregulierung hat einen weitreichenden Einfluss auf die Eigentumsverhältnisse und die Führung von Unternehmen: Bilanzierungsregeln, Offenlegungs- und Informationspflichten sowie die Regelung von Unternehmensfusionen und – übernahmen (*mergers and acquisitions*) bestimmen nicht nur die Börsenzulassung von Firmen, sondern auch deren konkrete Organisation. Die Finanzmarktregulierung betrifft auch die Möglichkeiten staatlicher Interventionen in Marktabläufe. Gerade die Bilanzierungs- und Offenlegungspflichten, aber auch die Kriterien für die Zusammenstellung wichtiger Indices bestimmen die Machtverhältnisse innerhalb von Unternehmen (vgl. Ogger 2001:35-54; 105-124).

Den teils erhofften, teils erreichten positiven Auswirkungen der Finanzmarktreformen steht ein erhebliches Gefahrenpotential gegenüber. Fehlentwicklungen der Märkte und Regulierungsdefizite bergen das Risiko umfassender Finanzkrisen, die zu massiven Einbrüchen der wirtschaftlichen Produktion führen können und den Keim einer regionalen oder globalen Systemkrise bergen. Selbst dort, wo Regulierungsreformen im Sinne einer Integration in die internationalen Finanzmärkte die nachholende Entwicklung befördert haben (Haggard 2000; Pempel 1999), lösten Markt- und Staatsversagen im Prozess der Regulierungsreformen erhebliche Krisen aus – Mexiko 1993, Asien 1997, Russland 1998, Lateinamerika 2001/2 (vgl. Eichengreen 1998:8). Selbst in führenden Volkswirtschaften wie den USA, Japan oder innerhalb der EU haben Krisen der Finanzmärkte massive Einbußen der wirtschaftlichen Entwicklung zur Folge.

Allein schon die Bedeutung von Finanzmärkten für die wirtschaftliche Entwicklung und die Kosten, die durch Finanzkrisen für Staat und Bevölkerung entstehen, erfor-

dern eine intensive politische Auseinandersetzung. Dabei verdeckt die vorherrschende Perspektive einer Überwältigung *des Staates* durch *die Märkte* die empirisch vielfältigen, normativ gebotenen Reaktionen verschiedener Staaten auf die Herausforderung Finanzmarkt. Nationale Traditionen, spezifische institutionelle Konstellationen besitzen erhebliche Auswirkungen auf die Handlungsmöglichkeiten nationaler Regierungen und deren Fähigkeit, den erheblichen sozialen Auswirkungen der Finanzmarktregulierung zu begegnen (vgl. Swank 2002).

### **3. Die sozialpolitische Dimension von Finanzmarktreformen**

Finanzmarktreformen fördern oder behindern nicht nur die volkswirtschaftliche Entwicklung, sondern sie haben einen weitreichenden Einfluss auf die soziale Struktur und die individuellen Entwicklungschancen innerhalb von Gesellschaften: Die Integration nationaler Finanzsysteme in den Weltmarkt begünstigt die Besitzer mobilen Kapitals und mobiler Ressourcen gegenüber den Besitzern immobilier Ressourcen (Laurence 2001:10-23). Mobile Ressourcen sind dabei nicht nur Vermögenswerte wie Wertpapiere, sondern auch global nachgefragte Dienstleistungen wie Unternehmensanalyse, Bilanzprüfung oder Software-Programmierung, die die Grundlage bilden für den „Aufstieg des Symbol-Analytikers“ (Reich 1996:189;198-201). Die Entstehung einer „transnationalen kapitalistischen Klasse (Sklair 2001) ist eng mit einer Umverteilung gesellschaftlichen Reichtums verbunden: der im Verhältnis zum Produktivitätswachstum langsamere Anstieg der Löhne brachte eine Umverteilung gesellschaftlichen Wohlstandes von „Lohnempfängern zu den Kapitalisten“ (Labarde / Maris 2001:31), der durch die Senkung der Steuern auf Unternehmensgewinne und Kapitalerträge und schließlich durch die Haushaltskonsolidierung vieler OECD-Staaten auf Kosten der Sozialausgaben weiter verstärkt wurde (Huffschild 2002:1077).

Dieser kaum wahrgenommene Verteilungseffekt der Finanzmärkte wird durch Regulierungsdefizite weiter verstärkt: Großzügige Lücken der Bestimmungen über die Unternehmensführung beispielsweise im globalen *lead market* USA - wie die Verwendung von Aktienoptionen als Teil der Vergütung von Spitzenmanagern, ohne diese als Kosten in der Bilanz ausweisen zu müssen und diese Aktienoptionen dann gegen etwaige Kursverluste abzusichern oder die privilegierte Zuteilung von Aktien bei Neuemissionen an die Führungskräfte von Unternehmen durch die emittierenden

Investmentbanken - führten dazu, dass die Aktionäre von 25 großen Unternehmen, die zwischen Januar 2001 und Juli 2002 zahlungsunfähig wurden, einen Schaden von über 200 Milliarden US-Dollar erlitten, während die Führungskräfte im selben Zeitraum ungefähr 3,3 Milliarden US-Dollar verdienten (FT 31.07.02). Die Regelungen des wichtigsten Finanzmarktes der Welt ermöglichten also die formal legale Umverteilung von Kapital zugunsten der Manager auf Kosten der Aktionäre, die manche Beobachter als neue Form des Klassenkampfes zwischen Aktionären und Unternehmensführung interpretierten (FT 17. / 18. 08.02).

In etablierten Volkswirtschaften wie den USA oder Japan konnten Finanzkrisen in ihren sozialen Auswirkungen bislang weitgehend eingedämmt werden. In Schwellenländern wie Indonesien, Thailand oder Argentinien hingegen brachte der Zusammenbruch der Finanzmärkte häufig den sozialen Absturz großer Teile der Bevölkerung mit sich. Diese Finanzkrisen entwickelten ihre volle Wucht erst durch die Überschuldung der öffentlichen Haushalte, deren finanzielle Ressourcen sich in dem Versuch, die Krisen abzuwehren, auflösten. Für eine Sozialpolitik zur Krisenbewältigung fehlten dann die nötigen Mittel, sofern sie nicht von internationalen Geldgebern zur Verfügung gestellt wurden. Die von der Finanzkrise betroffenen Menschen zahlten in doppelter Hinsicht für Marktversagen und Regulierungsfehler: Zuerst durch die Einbußen an persönlichem Vermögen und dann durch den Wegfall staatlicher und unternehmerischer Leistungen im Zuge der Budgetsanierung.

Doch selbst im Routinemodus der Finanzsysteme kann die Finanzierung öffentlicher Ausgaben über die Kapitalmärkte – etwa durch die Ausgabe von Staatsanleihen - zu erheblichen Beschränkungen der Sozialpolitik führen: Die Kosten dieser Form der Budgetfinanzierung hängen direkt von der Bewertung der wirtschaftlichen Solidität der die Anleihen ausgebenden Staaten ab. Diese Beurteilung treffen Analysten von Ratingagenturen und Banken, deren Kriterien betriebswirtschaftlich definiert, jedoch in keiner Weise demokratisch legitimiert sind. Zwar ist keine Regierung *gezwungen*, ihre Politik auf die Vorstellungen der Geldgeber auszurichten. Ein zu starkes Abweichen von den Kriterien der Analysten ist jedoch ein teurer Luxus: Negative Beurteilungen erhöhen die Finanzierungskosten und bergen erhebliche Risiken für die Devisen- und Aktienkurse. Negative Rankings bedrohen deshalb die volkswirtschaftliche Entwicklung und setzen damit auch den Möglichkeiten einer Regierung, die notwendigen Mittel über Steuern einzuziehen, enge Grenzen (Strange 2001:134).

digen Mittel über Steuern einzuziehen, enge Grenzen (Strange 2001:134). Zwar scheinen etablierte Volkswirtschaften durch das höhere Vertrauen, das Analysten in die grundsätzliche Ausrichtung ihrer Finanzpolitik setzen, größeren Spielraum zu besitzen als Entwicklungsländer (vgl. Mosley 2003:25-40), doch ziehen die Bewertungen der staatlichen Entscheidungen durch Akteure der internationalen Finanzmärkten einen deutlich engeren Handlungsrahmen, für die Festlegung der Inhalte der (Sozial-)Politik. Lassen sich nationale Regierungen also erst einmal auf die Budgetfinanzierung über die globalen Finanzmärkte ein, erhalten mit den Analysten in Banken, Investmenthäusern und Rating-Agenturen Akteure einen wesentlichen Einfluss auf die Sozialpolitik, die außerhalb der nationalen, demokratisch legitimierten Organisationen – vor allem den Parlamenten – stehen. Damit wird ein Politikfeld immer stärker der demokratischen Regelsetzung entzogen, das eigentlich eine Kernaufgabe des modernen Verfassungsstaates ist – und eben nicht unter der Kontrolle einiger Angestellter privater Unternehmen stehen sollte.

Ein Ergebnis dieser Entwicklung ist die zunehmende Re-Privatisierung sozialer Risiken – in der Altersvorsorge, in der Kranken- und Sozialversicherung. Gerade innerhalb der EU erscheint die private Altersvorsorge über die Finanzmärkte als einzige Rettung vor dem Staatsbankrott (FTfm, 24.3.2003). Die soziale Absicherung durch Produkte des Finanzmarktes setzt jedoch Angebote voraus, die verlässliche Aussichten auf eine ausreichende Dividende bieten und gleichzeitig relativ krisensicher sind. Die Entwicklungen der Finanzmärkte wirken sich dann direkt auf die soziale Sicherheit der Betroffenen aus, deren Lebensniveau in hohem Maße vom Stand ihrer Anlagen abhängt. Dies vertieft die gesellschaftliche Spaltung zwischen denjenigen, die sich umfangreiche Dienstleistungen einschließlich eines besseren Anlagemanagements leisten können, und denjenigen, die auf staatlich geschützte Produkte angewiesen sind.

Doch auch in Bezug auf die Stabilität der Finanzmärkte ist diese Form der sozialen Absicherung problematisch, weil der Zufluss weiterer Mittel, etwa in Form von Pensionsfonds, die Konkurrenz um rentable Investitionsmöglichkeiten verschärft (Bisignano 2002:321). Die Gefahr von Blasen, also von einer durch die realwirtschaftliche Entwicklung nicht gedeckten unverhältnismäßig hohen Zunahme der Kurse, insbesondere durch „Herdenverhalten institutioneller Investoren“, steigt (Davis 2002: 211).

Da relativ sichere Anlagemöglichkeiten in nicht ausreichendem Maße vorhanden sind, fließen mehr Investitionen in risikoreiche Anlagen und erhöhen die Gefahr des Zusammenbruchs. Umgekehrt droht ein Verzicht auf eine Re-Privatisierung von Sozialleistungen den Handlungsspielraum in der Sozialpolitik auf Null zu reduzieren: Staaten wie Japan droht bei einer weiteren Steigerung der staatlichen Aufwendungen der Staatsbankrott mit katastrophalen Auswirkungen auf das Weltfinanzsystem (FAZ, 14.05.02). Die Reform der Sozialpolitik besteht somit aus der Wahl zwischen zwei gleichermaßen riskanten Alternativen (Davis 2002: 217). Die Sicherung der Handlungsfähigkeit der staatlichen Akteure und die individuelle soziale Sicherheit hängen jedoch in beiden Fällen maßgeblich von der Regulierung der Finanzmärkte ab.

#### **4. Die innenpolitische Dimension von Finanzmarktreformen**

Die wirtschaftliche und soziale Brisanz von Finanzmarktreformen erzeugt also einen erheblichen politischen Handlungsbedarf. Doch die besondere Akteurskonstellation auf den Finanzmärkten, wo eine geringe Anzahl von Marktteilnehmern wichtige Machtressourcen – vor allem Geld und Informationen – kontrolliert, birgt zusätzliche politische Sprengkraft (Wenger 1996:427-434). Finanzmärkte funktionieren nach einem ausgeklügelten System formeller und informeller Regeln. Die Festlegung dieser Regeln erfolgt - in marktwirtschaftlichen Demokratien – im Wettbewerb der Interessen staatlicher und privater Akteure. Marktmacht steht in engem Zusammenhang mit politischer Verhandlungsmacht. Dies hat weitreichende Folgen für die staatliche Regelsetzung und die Rekrutierung des politischen Führungspersonals.

##### **4.1 Finanzmärkte und die Verhandlungsmacht von Interessengruppen**

Ein wesentliches Merkmal pluralistischer Gesellschaften ist die Möglichkeit der Bürger, ihre Interessen in Form von Vereinen, Verbänden oder anderen Formen der bürgerlichen Selbstorganisation kollektiv zu vertreten (vgl. Streeck / Schmitter 1985). Die Interessen der Gruppe müssen jedoch keineswegs mit denen seiner individuellen Mitglieder übereinstimmen (Olson 1968). Die Verhandlungsmacht von Interessengruppen im Prozess der politischen Regelsetzung hängt von einer Vielzahl von Kriterien ab; besonders wichtig ist jedoch die Glaubwürdigkeit und die Schärfe ihres politischen Drohpotentials, etwa in Form der Möglichkeit, sich der Regelsetzung durch Abwanderung zu entziehen (*exit*). Interessengruppen besitzen sowohl bei der Libera-

lisierung der Kapitalmärkte als auch bei der Verarbeitung von Krisen eine zentrale Rolle (Horowitz / Heo 2001: 13). *Wie* die Interessen wichtiger Finanzmarktakteure zur Geltung gebracht werden können, hängt wesentlich von der jeweiligen politischen Ordnung ab, die gleichzeitig der Handlungsrahmen für die Aktivitäten organisierter Interessen ist und durch diese Handlungen (weiter-)entwickelt wird. Die Durchsetzung von spezifischen Regulierungsinteressen wird damit ein Teil des allgemeinen politischen Wettbewerbs. Die Komplexität der Regulierungsprobleme führt dazu, dass zentrale Reforminhalte im politischen Entscheidungsmechanismus mit sachfremden Themen verbunden werden. Die Regelung von Finanzmarktfragen folgt dann nicht mehr einer wie auch immer gearteten Logik der Regulierungsreformen, sondern speziellen Mustern der politischen Regelsetzung in der jeweiligen Demokratie (vgl. hierzu Lütz 2003).

Die Macht der stärksten privaten Finanzmarktakteure ruht in der extremen Mobilität ihrer wichtigsten Ressourcen: Geld und Information. Dank der revolutionären Veränderungen in der Kommunikations- und Informationstechnologie können selbst größte Summen sekundenschnell und zu extrem niedrigen Kosten bewegt werden. Bei einer aus Sicht wichtiger Investoren unbefriedigenden Politik kann in erheblichem Umfang Kapital aus der betroffenen Volkswirtschaft abgezogen werden. Die Wahrnehmung dieser „exit“-Option (Hirschmann 1970) steht den Besitzern realer Anlagen – etwa Fabriken, Immobilien – nicht in gleichem Maße offen. Da sie jedoch vom Abzug der Investitionsmittel direkt betroffen sind, werden sie umso früher und umso massiver gegen eine unbefriedigende Politik und häufig im Sinne der Besitzer mobilen Investitionskapitals ihre Stimme erheben, um einen Abzug von Finanzmitteln zu verhindern. Mächtige Interessen wie institutionelle Anleger müssen deshalb nicht unbedingt selbst auf eine Veränderung der Politik zu ihren Gunsten hinarbeiten, sondern profitieren davon, dass andere Interessengruppen Veränderungen der politischen Regelsetzung zugunsten der Finanzwirtschaft betreiben, selbst wenn die Industrie erst in zweiter Linie von entsprechenden Veränderungen profitiert (wenn überhaupt; vgl. Laurence 2001; Augar 2000).

Die Spielregeln an den Finanzmärkten entscheiden somit auch über die Verteilung von politischer Verhandlungsmacht. Sie bedeutet nicht nur eine Stärkung der Produzenten gegenüber Konsumenten (vgl. Stigler 1976), sondern verändert auch die

Machtverhältnisse innerhalb der Kollektive. So entstehen Koalitionen verschiedener Interessengruppen, die je nach Situation die bestehenden Verhältnisse im Sinne einer Olson'schen Verteilungskoalition zementieren, oder bei Veränderungen der öffentlichen Wahrnehmung zu raschen Reformen führen können, wie die Reformgesetzgebung des „Sarbanes-Oxley-Acts“ (s.u.) als Reaktion auf die Krise des amerikanischen Finanzsystems infolge der Bilanzierungs- und Betrugsskandale 2001/2002 verdeutlicht.

Betrachtet man die Gewinner der Kapitalmarktreformen Ende des 20. Jahrhunderts, so stehen an erster Stelle transnationale Konzerne mit räumlich hoch mobilen Ressourcen. Eine zweite Gruppe an Profiteuren rückte erst mit den Krisen Ende der 1990er Jahre in den Vordergrund: Analysten und Rating-Agenturen, deren Urteil die politischen Handlungsmöglichkeiten erheblich beeinflusst und als dritte Gruppe Investmentbanken und Pensionsfonds. Pensionsfonds – in der politikwissenschaftlichen Analyse nahezu unbeobachtet – gehören mit einem Anlagevolumen von 11000 Milliarden Dollar allein in den USA zu den mächtigsten Spielern auf den internationalen Finanzmärkten (FAZ, 10. April 2002). Neben den traditionell in der politischen Analyse berücksichtigten Banken und Großunternehmen (sowie deren Verbänden) betraten mit Börsengesellschaften wie der Deutschen Börse AG, Informationsdiensten wie der Dow Jones Gruppe, Berufsverbänden wie dem der Börsenhändler oder Konsumentenvertretern wie der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz Akteure die politischen Arenen, deren Einfluss auf die staatliche Regelsetzung bislang kaum beachtet wurde: Dank einer langen Tradition der Selbstregulierung durch Börsen, Berufs- und Branchenverbände vollziehen sich die Machtverschiebungen zwischen Akteuren auf den Kapitalmärkten einerseits und zwischen Kapitalmarktakteuren und anderen Interessengruppen innerhalb der politischen Regelsetzung andererseits häufig im Schatten der öffentlichen Aufmerksamkeit.<sup>1</sup>

Die veränderten Machtverhältnisse zwischen Kapitalmarktakteuren und staatlicher Regelsetzung zeigen sich besonders deutlich in Ausnahmefällen wie dem „Big Bang“ in Großbritannien (vgl. Augar 2001), der Verabschiedung des 4. Finanzmarktförderungsgesetz (4.FMFG) in der Bundesrepublik Deutschland (vgl. Franz 2003)

---

<sup>1</sup> Allein die Rolle der Banken fand – nicht zuletzt aus der Tradition marxistischer Gesellschaftskritik heraus – kontinuierliche Aufmerksamkeit, wenn auch allzu häufig unter der zu weit gefassten Perspektive der Macht des „Finanzkapitals“.

oder der Sarbanes-Oxley-Gesetzgebung (SOx) in den USA (s.u.). Hier prägten originäre Besonderheiten der politischen Ordnung jeweils maßgeblich das Zustandekommen und den Inhalt der Finanzmarktreformen: Das Fehlen von Vetomächten im britischen politischen System, die Besonderheiten des deutschen Föderalismus oder die Mechanismen amerikanischer Krisengesetzgebung. In den USA machten der Kurssturz an den Finanzmärkten und das Ausmaß der Bilanzierungs- und Betrugs-skandale amerikanischer Unternehmen die Frage der Finanzmarktregulierung kurz vor wichtigen Wahlen zu einem heißen Thema der politischen Auseinandersetzung. Die Sorge vor dem Macht- und Ansehensverlust einflussreicher Akteure – Wirtschaftsprüfer, Investmentbanken, Ratingagenturen und Regulierungsbehörden – modifizierte etablierte Verteilungscoalitionen. Einschneidende Reformen der amerikanischen Finanzaufsicht, die nur zwei Jahre zuvor an einer mächtigen Koalition aus Parlamentariern und Finanzmarkt-Lobbyisten gescheitert waren, konnten so in kürzester Zeit durchgesetzt werden. Die betroffenen staatlichen wie privaten Akteure sahen über alle Konflikte hinweg die Notwendigkeit, durch rasches und entschlossenes Handeln die „Krise des amerikanischen Kapitalismus“ zu überwinden - um Wahlchancen zu verbessern die einen, um bessere Rahmenbedingungen für wirtschaftliche Aktivität zu erhalten, die anderen. Diese Besonderheit der Verabschiedung des SOx weist auf den nächsten wichtigen Punkt für die politikwissenschaftliche Auseinandersetzung mit Kapitalmärkten hin: Wahlen.

#### **4.2 Finanzmärkte und Wahlen**

Wahlen sind der wichtigste Mechanismus der Rückkoppelung zwischen partikularen Interessen und dem Allgemeinwohl in repräsentativen Demokratien. Bei Wahlen übernimmt eine Akteursgruppe wichtige Funktionen, die sonst bei der Regulierung von Kapitalmärkten kaum in Erscheinung tritt: Politische Parteien. Der Einfluss, den Kapitalmarktakteure auf den Wahlkampf ausüben können, hängt dabei wesentlich vom jeweiligen Wahlsystem einschließlich der Parteiengesetzgebung ab. Besonders wichtig sind die Regelungen über die Finanzierung des Wahlkampfes von Parteien und Kandidaten. In einem Wahlsystem wie dem deutschen, mit seiner repräsentativen Ausrichtung und staatlich anerkannten und finanziell abgesicherten (Volks-) Parteien ist der Einfluss wichtiger Kapitalmarktakteure geringer als in einem Mehrheits-system mit schwachen Parteien und hohem Personalisierungsgrad ohne umfangreiche staatliche Finanzierung. In den USA sind Kapitalmarktakteure wichtige Finan-

ciers, die über Spenden die Durchsetzung ihrer Interessen verfolgen können. Umgekehrt ist die Notwendigkeit, politische Regelsetzung durch Wahlen zu legitimieren, ein starkes Gegengewicht zur Etablierung allzu partikularer Verteilungskonstellationen. Zusätzlich legen empirische Untersuchungen einen Zusammenhang zwischen Kursentwicklung an den Wertpapierbörsen und den Chancen auf Wiederwahl der Regierungen nahe, der umso stärker ist, je stärker die individuellen Vermögen der Bürger von Wertpapieren abhängen (SZ, 3.7.2002).

Besonders deutlich zeigte sich die Wechselwirkung zwischen Wahlen und Kapitalmarktregulierung, zwischen demokratischer Regelsetzung und der Realisierung von Verteilungsgewinnen zuletzt in den USA bei der Überwindung der durch Betrug und Manipulationen ausgelösten Börsenkrise 2002. Die Offenlegung der Bilanzskandale löste eine hektische Betriebsamkeit der politischen Eliten aus, die sich kaum acht Monate später in einer neuen Rechtsprechung niederschlug, „einem der umfassendsten Stücke an Wirtschaftsregulierung seit der Carter-Regierung“ (IHT 13.08.2002). Der nach seinen politischen Initiatoren benannte Sarbanes-Oxley-Act (SOx), der einschneidende Veränderungen in der Regulierung von Wirtschaftsprüfern und Unternehmen bedeutete, fand trotz erheblicher Bedenken bei vielen Beteiligten schnelle Zustimmung: nicht weil er inhaltlich die Mehrheit der Parlamentarier überzeugen konnte, sondern weil die Sorge der Mandatsträger, eine Verweigerung könnte ihre Chancen bei den für November anstehenden Neuwahlen erheblich reduzieren, diese zur Zustimmung trieb.

Die schnelle Verabschiedung erschien auch deshalb notwendig, da sich der Unmut über die Ereignisse in der Bevölkerung gegen die Amtsinhaber, besonders gegen Präsident Bush wendete (taz 15.01.2002). „Vor allem für viele ältere Arbeitnehmer kurz vor dem Erreichen der Ruhestandsgrenze und für Rentner kann der Verfall der Aktienkurse dramatische Folgen haben, weil die Mehrzahl der Amerikaner ihre Altersversorgung über Aktienfonds zu sichern versucht. Auch für die zu erwartenden Studiengebühren der Kinder wird oft in die populären ‚mutual funds‘ investiert“ (FAZ 23.07.02). Die Krise am amerikanischen Aktienmarkt entwickelte eine deutlich größere Brisanz als etwa die Ereignisse am Neuen Markt in Deutschland, wo allein die Rolle der Bundesregierung bei der Besetzung der Unternehmensspitze der teilprivatisierten Deutsche Telekom AG schärfere öffentliche Kritik nach sich zog.

Die Regulierungsreform in den USA 2001/2002 belegt, wie Skandale zu besonderen Situationen in der politischen Entscheidungsfindung führen und damit die „normalen“ Regeln der politischen Entscheidungsfindung außer Kraft setzen. Frühere Versuche, zentrale Defizite der amerikanischen Finanzmarktregulierung zu beheben, scheiterten an mächtigen Interessengruppen wie den Wirtschaftsprüfern (vgl. Levitt 2002). Auch der erste Entwurf des Senators von Maryland, Paul Sarbanes, für eine Neuregelung der Arbeit von Wirtschaftsprüfern galt zunächst als chancenlos. Erst das Ausmaß der Skandale um Enron<sup>2</sup>, Worldcom und weitere Schwergewichte der amerikanischen Industrie und die drohenden Auswirkungen auf das Wählerverhalten bei den anstehenden Wahlen zum Kongress und Teilen des Senats im November 2002 eröffneten ein „Window of opportunity“, in dem eine weitreichende Reform, die in ihren Auswirkungen gar außenpolitische Spannungen hervorrufen kann, in kürzester Zeit beschlossen und umgesetzt wurde.

Aufgrund der Ereignisse fanden Fragen, die normalerweise nur von einem kleinen Kreis von Experten diskutiert werden, ihren Weg in die öffentliche Debatte. So wurden das Fehlverhalten und die Gesetzesbrüche wichtiger Interessengruppen bekannt, die daraufhin politisch an Macht verloren. Der Druck auf die politischen Entscheidungsträger war so groß, dass selbst eine Strategie des Zeitgewinns, die darauf zielte, die Unstimmigkeiten zwischen den Parteien und zwischen Repräsentantenhaus und Senat so zu nutzen, dass zumindest bis zu den nächsten Wahlen keine Entscheidung gefällt würde, von den Vertretern der Wirtschaftsprüfer nicht umgesetzt werden konnte. Ein wichtiges Mittel, mit dem die amerikanischen Wirtschaftsprüferindustrie ihre Interessen vor 2002 zu schützen wusste, waren umfangreiche Spenden an die entsprechenden Politiker: Insgesamt sollen 1,3 Milliarden US-Dollar in die Wahlkampfkassen der Ausschussmitglieder geflossen sein. Neben den Geldern half vor allem auch die Rekrutierung ehemaliger politischer Entscheidungsträger als Lobbyisten, die Position der Wirtschaftsprüfer vor allzu harschen Einschnitten zu schützen. Erst die veränderte Wahrnehmung der Wirtschaftsprüfer durch die amerikanische Öffentlichkeit bewirkte eine Situation, in der allein schon die Darstellung eines Treffens zwischen Politikern und Verbandsvertretern von den Politikern gemieden

---

<sup>2</sup> Akribisch dokumentiert in SEC 2002, *Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs. Report of the Staff of the Senate Committee on Governmental Affairs*, October 8, 2002. Washington, DC.

wurde – aus Sorge um die Reaktion der Wähler (Washington Post 23.07.02). So leiteten ausgerechnet jene Politiker eine Verschärfung der Regeln zuungunsten großer Unternehmen ein, die etwa von Enron über Jahre hinweg erheblich finanziell unterstützt worden waren (vgl. Weiss 2001).

Die Verabschiedung des SOx belegt damit die Bedeutung, die Wahlen als Rückkopplung der politischen Entscheidungsträger an das Allgemeinwohl im Gegensatz zur engen Verfolgung von Partikularinteressen besitzen: Anstatt sich für die Belange einer von der Öffentlichkeit wenig beachteten, aber ausgesprochen finanzkräftigen Gruppe wie den Wirtschaftsprüfern einzusetzen, erforderten die Bemühungen um ihre Wiederwahl von den politischen Entscheidungsträgern die stärkere Berücksichtigung der Konsumenteninteressen. Die öffentliche Empörung überwog das Risiko für die einzelnen Politiker, bei künftigen Wahlen nicht mehr in gewohntem Maße auf die finanzielle Unterstützung dieser Geldgeber zurückgreifen zu können.

Die hektischen Reformen des Sommers 2002 zogen jedoch eine Reihe außenpolitischer und organisatorischer Probleme nach sich, die einen dauerhaften Erfolg der Reregulierung in Frage stellen. Vielmehr drängt sich der Eindruck auf, dass ein erheblicher Teil der Maßnahmen als symbolische Handlungen zur vorübergehenden Wiedergewinnung des Wählervertrauens gewertet werden müssen. Dennoch haben die Skandale im Vorfeld der Wahlen nicht nur bestehende Interessenkoalitionen auseinander gerissen und zu einem Umbau der amerikanischen Finanzmarktaufsicht geführt, sondern auch die Verabschiedung der lang diskutierten Verschärfung der Regeln zur Wahlkampffinanzierung beschleunigt. Dies zeigt beispielhaft die enge, wechselseitige Verbindung zwischen Wahlen und Finanzmarkt auf: Wichtige Finanzmarktakteure setzen ihre Ressourcen ein, um die staatliche Regelsetzung über die Auswahl der politischen Eliten zu ihren Gunsten zu beeinflussen. Umgekehrt birgt die Notwendigkeit, die politischen Entscheidungen der zurück liegenden Jahre in Wahlen gegenüber der Bevölkerung zu rechtfertigen, den entscheidenden Mechanismus, um die Vereinnahmung der staatlichen Regelsetzung durch private Interessen (*regulatory capture*) zu verhindern. Deshalb ist das Zusammenspiel zwischen staatlichen und privaten Akteuren ein zentraler Punkt, um die Auswahl der politischen Elite und den Verlauf staatlicher Regelsetzung besser verstehen zu können.

## **5. Finanzmarktreformen als politikwissenschaftliche Herausforderung**

Die politikwissenschaftliche Analyse von Finanzmarktreformen hat sich bislang auf zwei Bereiche fokussiert: Die Beziehungen zwischen Staat und Markt im Zeitalter der „Globalisierung“ sowie Veränderungen des traditionellen Staatsverständnis. Die Bedeutung, die sich aus dem Zusammenspiel privater und staatlicher Interessen in der Auseinandersetzung um die Regulierung von Finanzmärkten ergeben, findet bislang kaum Berücksichtigung. Angesichts der Zunahme von Finanzkrisen und des wachsenden Konsolidierungsdrucks auf die nationalen Staatshaushalte erscheint ein Bedeutungsverlust der Finanzmärkte aus politischer Sicht extrem unwahrscheinlich. Dies erfordert eine stärkere Auseinandersetzung mit der nationalen Dimension von Finanzmärkten als Ergänzung zur globalen Debatte über das Verhältnis von „Staat und Markt“ (Yergin /Stanislaw 1999).

Hierfür ist es notwendig, die Sicht auf den Markt als Akteur, als universellen Anpassungsdruck auf Regierungen, aufzugeben. Es sind nicht anonyme Märkte, die bestimmte Veränderungen heraufbeschwören, sondern mächtige Akteure, die die bestehenden Regelungen von Märkten zu ihren Gunsten zu nutzen wissen. Sie profitieren dabei von der besonderen Struktur von Finanzmärkten, auf denen eine relativ kleine Anzahl wichtiger Akteure enorme Ressourcen kontrollieren. Zudem existiert in vielen Ländern eine lange Tradition der Selbstregulierung: den Marktteilnehmern wird die Aufsicht über die Einhaltung – und häufig auch über die Weiterentwicklung – der Regeln zumindest so lange überlassen, so lange es zu keinen Fehlfunktionen mit erheblichen Auswirkungen für die staatlichen Akteure kommt. Angesichts der Komplexität der Märkte, der Schnelligkeit und des Umfangs der dort getätigten Transaktionen besteht auch kaum die Möglichkeit, eine umfassende staatliche Aufsicht ohne die Einbindung der wichtigsten Marktteilnehmer zu erreichen.

Für die Forschung ist es vergleichsweise einfach, einzelne Akteure zu identifizieren. Umso unverständlicher erscheint daher eine Perspektive, die sich auf abstrakte „globale“ Kräfte – etwa „das Kapital“ (z.B. beispielhaft Beck 2002) konzentriert und wesentliche Unterschiede in den Interessen und Strategien der maßgeblichen Beteiligten ignoriert. Die politikwissenschaftliche Tradition der Analyse von Interessengruppen, der Art und Weise, wie unterschiedliche Interessen in politischen Systemen koordiniert und ausgeglichen werden, vermag hier in Verbindung mit dem akteurszent-

rierten Institutionalismus sowie Grundannahmen der Neuen Politischen Ökonomie noch wichtige Erkenntnisse zu liefern (vgl. Heilmann 2003).

Märkte brauchen Regeln, die sich nur in absoluten Ausnahmefällen ohne staatliche Sanktionsmacht bewähren. Diese Einsicht unterstützt zum einen Forderungen, transnationale Märkte unter transnationale Aufsicht zu stellen, ohne inhaltlich festzulegen, ob eine globale Regulierung einen staatsähnlichen globalen Akteur voraussetzt. Sie verdeutlicht zum anderen aber auch, dass gerade die empirisch nachweisbaren unterschiedlichen Formen der (national-)staatlichen Reaktion auf Veränderungen der globalen Finanzmarktarchitektur staatlichen Akteuren mehr Handlungsmöglichkeiten einräumen, als häufig dargelegt wurde. Die Frage nach den staatlichen Spielregeln der Regulierung ist eben nur die eine Seite der Medaille: Die Mechanismen der staatlichen Regelsetzung gelten schließlich auch für Entscheidungen darüber, ob, was und wie reguliert wird. Folglich besitzen die Charakteristika der nationalen politischen Entscheidungsfindung erhebliche Bedeutung für die Auslösung, den Verlauf und die Ergebnisse der Finanzmarktreformen.

Im Gegenzug verfügen innerstaatliche und ausländische Finanzmarktakteure über ein ausreichendes Maß an Verhandlungsmacht, um viele Entscheidungen nationaler Regierungen maßgeblich beeinflussen zu können (vgl. Franz 2003). Folglich bedarf nicht nur die Rolle des „Finanzkapitals“ *in all seinen Erscheinungsformen und in all seiner Unterschiedlichkeit* innerhalb politischer System einer stärkeren – und differenzierteren – Betrachtung, sondern auch die Bedeutung von Besonderheiten der politischen Ordnung für die Finanzmarktaufsicht.

Die unterschiedlichen Rollen des Staates, der gleichzeitig Regelsetzer, Spieler, Schiedsrichter und Schiedsgericht auf dem Feld der Finanzmärkte ist - und in seinen Handlungen dennoch von den Ressourcen und dem Verhalten der anderen Spieler in wechselseitiger Abhängigkeit steht -, belegt das Ende der „Blütezeit des modernen Staates“ (van Crefeld 1999: 459): Wichtige Kernfunktionen – Regelsetzung, Risikoabsicherung – werden in zunehmendem Maße den ursprünglichen, demokratisch legitimierten Arenen entzogen. Die Regelsetzung vollzieht sich in Verhandlungsprozessen zwischen privaten und staatlichen Akteuren, wird in *technokratische* Arenen verlagert und in weiten Teilen privatisiert (vgl. Brühl et al. 2001). Dennoch darf die

Macht der Interessengruppen nicht überbewertet werden, wie die Analyse der amerikanischen, deutschen oder europäischen Regulierungsreformen zeigt: Letztlich haben politische Arenen – etwa des deutschen Föderalismus oder der Mehr-Ebenen-Entscheidungsfindung in der EU - ein Ausmaß an Komplexität erreicht, das die Vereinnahmung durch mächtige Interessen erheblich erschwert. Zudem besitzen staatliche Akteure zumindest in Krisenzeiten über Machtressourcen, die dem gängigen Bild einer Unterordnung „des Staates“ gegenüber „dem Markt“ oder den „Lobbyisten“ nachdrücklich widerspricht.

Im politischen Alltagsgeschäft bedeutet der Übergang zum „Regulierungsstaat“ bzw. zu „regulativer Politik“ (Czada / Lütz / Mette 2003) eine Verschiebung der Grundkoordinaten des politischen Wettbewerbs: Dieser richtet sich nun verstärkt auf die Kontrolle der Regelsetzung, weniger auf die Ressourcen zur direkten staatlichen Intervention. In Europa verschärft die fortschreitende Vergemeinschaftung der nationalen Wirtschaftspolitiken die Konkurrenz um Einfluss auf die Regulierungsreformen: Selbst die gemeinsame Agrarpolitik der EU bietet nicht annähernd so viel Kapital zur Umverteilung wie die Kosten und Profite aus der Re-regulierung des europäischen Aktienmarktes. (National-)Staatliche Akteure stehen hier in einer scharfen Konkurrenz zu Unternehmen und Interessenverbänden. Da auf europäischer Ebene die Rolle von Expertennetzwerken im Zuge der Komitologie (vgl. Eichener 2000; Töller 2002) weiter ausgebaut ist und sich die Vertreter der Mitgliedsstaaten unter teilweiseem Ausschluss des europäischen Parlaments auf die gesetzliche Regelung der Rahmenbedingungen beschränkt haben, zeigt sich im Bereich der Finanzmarkt-reformen in aller Deutlichkeit eine Teilprivatisierung staatlicher Kompetenzen. Das Einbeziehen privater Akteure – Experten, Technokraten, Lobby-Gruppen – erhöht die Fachkompetenz und beschleunigt theoretisch<sup>3</sup> die Konsensfindung. Gleichzeitig werden so jedoch neue Akteure in die Regelsetzung integriert. Sie wiederum bringen weitere Interessen, Verhaltensmuster und Traditionen in den ohnehin durch die unterschiedlichen nationalen politischen (Regulierungs-) Kulturen verworrenen Prozesse der europäischen Regelsetzung und –anwendung ein.

---

<sup>3</sup> Die schnellere Konsensfindung, die Expertengruppen zugesprochen wird und im Falle der Finanzmarkt-reformen in der EU auch empirisch festgestellt werden können, ruht in dem Ausschluss nationaler Interessen und in dem gemeinsamen professionellen und ideologischen Hintergrund der Experten; die häufig anzutreffende Kontrastierung zwischen Politikern, die an partikulare Interessen gebunden sind, und Technokraten, die *dem Allgemeinwohl* (wie auch immer dieses definiert sein soll!) dienen, erscheint jedoch aus demokratietheoretischer Perspektive hoch problematisch (vgl. etwa Scharpf 2003).

Diese Wechselwirkungen zwischen politischer Gesetzgebung und privaten Finanzmarktakteuren gelten erst recht auf transnationaler Ebene: In einem komplexen Institutionengefüge wie der europäischen Union bestehen grundsätzlich andere Rahmenbedingungen für den Ausgleich privater und staatlicher Interessen als in etablierten politischen Ordnungen. Erfahrungen in der Bundesrepublik Deutschland und in der EU legen dabei die Vermutung nahe, dass die Komplexität der Institutionen einen wirksamen Schutz gegen die unilaterale Vereinnahmung der Gesetzgebung durch einen dominanten Akteur darstellt. Umgekehrt zeigt das europäische Beispiel, dass die Anforderungen an Tempo und Umfang von Finanzmarktreformen nur schwer mit komplexen Verhandlungsmechanismen in demokratischen Ordnungen in Einklang zu bringen sind. Die Rollen von demokratisch legitimierten Entscheidungsträgern und theoretisch unparteiischen Experten in der Gesetzgebung lassen sich nur schwer in Einklang bringen. Klassische Verfahren der demokratischen Legitimation erscheinen hier überfordert. Die Notwendigkeit, die positiven Funktionen von Finanzmärkten zu nutzen, ihre sozialen und ökonomischen Auswirkungen zu kontrollieren und die Rolle mächtiger Interessengruppen in der politischen Entscheidungsfindung zu definieren, erfordert noch viel intellektuelle Kreativität. Politik und Politikwissenschaft stehen hier in der Tat vor Herausforderungen, deren Bedeutung nicht zu unterschätzen ist.

Gerade für die Analyse von Machtverhältnissen, von Prozessen der Gesetzgebung in pluralistischen Gesellschaften und für die Definition von Normen, die der Durchsetzung politischer Inhalte zugrunde liegen – etwa dem Ziel „Finanzmarktstabilität“ – besitzt die Politikwissenschaft ein umfangreiches und vielfältig erprobtes Arsenal an Theorien und Methoden. Umso unverständlicher ist es, dass das zentrale Feld der Finanzmarktreformen bislang der Deutungshoheit ökonomischer und juristischer Interpretationen überlassen wurde. Dies mag auch damit zu tun haben, dass Finanzmarktreformen im modernen „Politainment“ (Dörner 2001), selbst dann, wenn sie als Erfolg verkauft werden könnten, keine Rolle spielen. Deshalb ist die politikwissenschaftliche Forschung doppelt gefordert: Sie muss nicht nur ihre spezifischen Ansätze in die Erforschung der zu beobachtenden empirischen Entwicklungen und in die Fortführung theoretischer, notwendiger Weise Disziplin übergreifender Theorien einbringen, sondern sie muss auch normativ im Sinne der demokratischen Aufklärung zu einer stärkeren öffentlichen Auseinandersetzung mit Fragen der Finanzmarktref-

formen beitragen. Dieses Feld ist zu wichtig, um es unter dem Ausschluss der Öffentlichkeit technischer Expertise zu überlassen.

## Literatur

- Beck, Ulrich 2002, *Macht und Gegenmacht im globalen Zeitalter. Neue weltpolitische Ökonomie*. München: Beck.
- Bisignano, Joseph 2002, "How pension reforms are changing financial systems. Panel discussion", in Alan J. Auerbach / Heinz Herrmann (Hg.), *Ageing, Financial Markets and Monetary Policy*. Berlin u.a.: Springer. S.319-324.
- Breuer, Rolf-E. (2000), „Politics in the 21st Century: In the Tow of the Financial Markets ?“, in: Deutsche Bank Research Bulletin, 7.8.2000, S.5-15.
- Brühl, Tanja / Tobias Debiel / Brigitte Hamm / Hartwig Hummel / Jens Martens 2001, *Die Privatisierung der Weltpolitik. Entstaatlichung und Kommerzialisierung im Globalisierungsprozess*. Bonn: Dietz.
- Crefeld, Martin van 1999, *Aufstieg und Untergang des Staates*. München: Gerling Akademie Verlag.
- Czada, Roland / Susanne Lütz / Stefan Mette 2003, *Regulative Politik. Zähmung von Markt und Technik*. Opladen: Leske+Budrich.
- Davis, Philip E. 2002, "Aging and Financial Stability", in Alan J. Auerbach / Heinz Herrmann (Hg.), *Ageing, Financial Markets and Monetary Policy*. Berlin u.a.: Springer. S.191-227.
- Downs, Anthony 1968, *Eine ökonomische Theorie der Demokratie*. Tübingen: Mohr.
- Dörner, Andreas 2001, *Politainment. Politik in der medialen Erlebnisgesellschaft*. Frankfurt: Suhrkamp.
- Eichener, Volker 2000. *Das Entscheidungssystem der Europäischen Union. Institutionelle Analyse und demokratietheoretische Bewertung*. Opladen:Leske+Budrich.
- Eichengreen, Barry 1998, *Capital Controls: Capital Idea or Capital Folly?* Mimeo.
- Franz, Michael 2003, *Anlegerschutz im 4. Finanzmarktförderungsgesetz. Akteure und Konfliktlinien im Gesetzgebungsverfahren*. REGEM Analysis No.4, May 2003, Trier University.
- Haggard, Stephen 2000, *The Political Economy of the Asian Financial Crisis*. Washington: Institute for International Economics.
- Heilmann, Sebastian 2003, *Capital Market Reforms as an Economic and Political Process*. REGEM Analysis 1, May 2003, Trier University.

- Hirschman, Albert O. 1970, *Exit, Voice, and Loyalty*. Cambridge / Mass: Cambridge University Press
- Horowitz, Shale / Uk Heo (Hg.) 2002, *The Political Economy of International Financial Crisis. Interest Groups, Ideologies, and Institutions*.
- Huffschnid, Jörg 1999, *Politische Ökonomie der Finanzmärkte*. Hamburg: VSA.
- Huffschnid, Jörg 2002, „Mit Worldcom in den großen Crash?“, in *Blätter für deutsche und internationale Politik*, 9/02, S.1075-1086.
- Labarde, Philippe / Bernard Maris 2001, *Börse oder Leben. Die große Manipulation*. Stuttgart / München: Deutsche Verlags-Anstalt.
- Laurence 2001, *Money Rules. The New Politics of Finance in Britain and Japan*. Ithaca / London: Cornell University Press.
- Levitt, Arthur with Paula Dwyer 2002, *Take on the Street. What Wall Street and Corporate America Don't want You to Know. What You Can Do to Fight Back*. New York: Pantheon.
- Lütz, Susanne 2000, „Die politische Regulierung globaler Finanzrisiken“, in Roland Czada / Susanne Lütz (Hg.), *Die politische Konstitution von Märkten*. Wiesbaden: Westdeutscher Verlag, S.250-263.
- Lütz, Susanne 2003, *Der Staat und die Globalisierung von Finanzmärkten. Regulative Politik in Deutschland, Großbritannien und den USA*. Frankfurt am Main: Campus.
- Mayntz, Renate / Fritz W. Scharpf 1995, „Der Ansatz des akteurzentrierten Institutionalismus“, in dies. (Hg.), *Gesellschaftliche Selbstregulierung und politische Steuerung*. Frankfurt: Campus.
- Mosley, Layna 2000, „Room to Move: International Financial Markets and National Welfare States“, in *International Organization*, 54/4, Autumn 2000, S.737-777.
- Mosley, Layna 2003, *Global Capital and National Governments*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Ogger, Günther 2001, *Der Börsenschwindel. Wie Aktionäre und Kleinanleger für dumm verkauft werden*. München: C. Bertelsmann Verlag.
- Pempel, T. J. (Hg.) 1999, *The Politics of the Asian Crisis*. Ithaca / London: Cornell University Press.
- Reich Robert B. 1996, *Die neue Weltwirtschaft. Das Ende der nationalen Ökonomie*. Frankfurt am Main: Fischer Taschenbuchverlag.

- Scharpf, Fritz W. 2003, *Problem-Solving Effectiveness and Democratic Accountability in the EU*. MPIfG Discussion Paper 03/1, Februar 2003. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- Schumpeter, Joseph A. 1996 (1942), *Capitalism, Socialism and Democracy*. London / New York: Harper.
- Sklair, Leslie 2001, *The Transnational Capitalist Class*. Oxford: Blackwell
- Securities Exchange Commission SEC 2002, *Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs. Report of the Staff of the Senate Committee on Governmental Affairs*, October 8, 2002. Washington, DC.
- Stigler, George J. 1971, "The Theory of Economic Regulation", in ders. *The Citizen and the State. Essays on Regulation*. (Reprint from the *Bell Journal of Economics and Management Science*, Spring 1971). Chicago / London: The University of Chicago Press, S.114-141.
- Strange, Susan 2001 (1998), *Mad money. When markets outgrow governments*. Ann Arbor: The University of Michigan Press.
- Streeck, Wolfgang/Schmitter, Philippe C. 1985, „Community, Market, State – and Associations? The Prospective Contribution of Interest Governance to Social Order“, in: dies. (Hg.) *Private Interest Government: Beyond State and Market*. London: Sage.
- Töller, Annette E. 2002, *Komitologie. Theoretische Bedeutung und praktische Arbeitsweise von Durchführungsausschüssen der Europäischen Union am Beispiel der Umweltpolitik*. Opladen: Leske+Budrich.
- Weber, Klaus / Gerald F. Davis 2000, *The Global Spread of Stock Exchanges, 1980-1998*. The William Dawson Institute, University of Michigan, Working Paper No. 341.
- Wenger, Ekkehard (1996), „Kapitalmarktrecht als Resultat deformierter Anreizstrukturen“, in: Dieter Sadowski/Hans Czap/Hartmut Wächter (Hg.), *Regulierung und Unternehmenspolitik: Methoden und Ergebnisse der betriebswirtschaftlichen Rechtsanalyse*. Wiesbaden: Gabler Verlag, S.419-458
- Weiss, Steven 2001, "The Fall of a Giant: Enron's Campaign Contributions and Lobbying", in *Money in Politics Alert*, Vol.6, No.31, November 9, 2001.

White, Lawrence J. 2001, „The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis”, paper prepared for the conference on “The Role of Credit Reporting Systems in the International Economy”, The World Bank, Wash., DC, March 1-2, 2001.

World Bank 1997, *Private Capital Flows to Developing Countries: The Road to Financial Integration*. Oxford: Oxford University Press.

Yergin, Daniel / Joseph Stanislaw 2001, *Staat oder Markt. Die Schlüsselfrage unserer Zeit*. München: Econ Ullstein List