

---

Peter Sester

# Institutionelle Reformen in heranreifenden Kapitalmärkten: Der brasilianische Aktienmarkt

Eine institutionenökonomische Analyse zu  
Internationalen Standards, Regulierung und  
Selbstregulierung



RECHT

De Gruyter Recht · Berlin

---

# Inhaltsübersicht

Inhaltsverzeichnis . . . . .	XI
Abbildungsverzeichnis . . . . .	XVII
Abkürzungsverzeichnis . . . . .	XIX

## **Kapitel 1:**

### **Gegenstand der Untersuchung und methodischer Ansatz**

<b>1.1. Konkretisierung des Untersuchungsgegenstandes . . .</b>	<b>1</b>
1.1.1. Aufbau eines „nationalen“ Kapitalmarktes im Zeitalter der Globalisierung . . . . .	1
1.1.2. Die Wahl Brasiliens als Referenzmarkt . . . . .	3
1.1.3. Konzentration auf den Aktienmarkt . . . . .	10
1.1.4. Schlüsselbegriffe . . . . .	16
1.1.5. Zielsetzung und Kernthese . . . . .	32
<b>1.2. Ökonomische Theorie des Rechts . . . . .</b>	<b>35</b>
1.2.1. Ausgangspunkt . . . . .	35
1.2.2. Das ökonomische Paradigma und der Individualismus . . . . .	38
1.2.3. Normativer Individualismus – ökonomische Theorie der Verfassung . . . . .	51
1.2.4. Bauelemente der ökonomischen Theorie des Rechts . . . . .	60

## **Kapitel 2:**

### **Ökonomische Theorie zur Regulierung öffentlicher Aktienmärkte**

<b>2.1. Überblick . . . . .</b>	<b>84</b>
<b>2.2. Funktionen öffentlicher Aktienmärkte . . . . .</b>	<b>84</b>
2.2.1. Darstellung der wesentlichen Funktionen . . . . .	84
2.2.2. Analyse der Kapitalmarktfunktionen im Lichte des Konsensparadigmas . . . . .	110
<b>2.3. Regulierungsbedarf und Regulierungsmethodik . . . . .</b>	<b>124</b>
2.3.1. Regulierungsbedarf in Aktienmärkten . . . . .	124

2.3.2. Regulierungsmethodik für (heranreifende) Aktienmärkte . . . . .	144
<b>2.4. Konsensfähige Eckpunkte einer Aktienmarkt- regulierung . . . . .</b>	<b>173</b>
<b>Kapitel 3:</b>	
<b>Das institutionelle Arrangement des Novo Mercado</b>	
<b>3.1. Überblick . . . . .</b>	<b>177</b>
<b>3.2. Institutioneller Rahmen und makroökonomische Entwicklung . . . . .</b>	<b>177</b>
3.2.1. Die demokratische Verfassung des Jahres 1988 . . . . .	177
3.2.2. Fortschreibung des 1964/1965 eingeführten nationalen Finanzsystems . . . . .	186
3.2.3. Der Plan zur Entwicklung des brasilianischen Kapitalmarktes (1988) . . . . .	194
3.2.4. Reform des Bankensystems – Liberalisierung und Privatisierung . . . . .	199
3.2.5. Plano Real und Konsolidierung des Banken- sektors . . . . .	207
<b>3.3. Neugestaltung des Aktienmarktes in den Jahren 2000 und 2001 . . . . .</b>	<b>228</b>
3.3.1. Ausgangspunkt und Vorgeschichte . . . . .	228
3.3.2. Entwurfsphase des Novo Mercado . . . . .	255
3.3.3. Implementierung des Novo Mercado . . . . .	273
<b>3.4. Rückschlüsse für die Kapitalmarktregulierung . . . . .</b>	<b>304</b>
3.4.1. Regulierungsstrategie in heranreifenden Märkten	304
3.4.2. Lektionen für reife Märkte . . . . .	309
Literaturverzeichnis . . . . .	313

---

# Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis . . . . .	XVII
Abkürzungsverzeichnis . . . . .	XIX

## Kapitel 1:

### Gegenstand der Untersuchung und methodischer Ansatz

<b>1.1. Konkretisierung des Untersuchungsgegenstandes</b> . . . . .	1
1.1.1. Aufbau eines „nationalen“ Kapitalmarktes im Zeitalter der Globalisierung . . . . .	1
1.1.2. Die Wahl Brasiliens als Referenzmarkt . . . . .	3
1.1.3. Konzentration auf den Aktienmarkt . . . . .	10
1.1.4. Schlüsselbegriffe . . . . .	16
1.1.4.1. Internationale Standards . . . . .	16
1.1.4.2. Selbstregulierung . . . . .	27
1.1.5. Zielsetzung und Kernthese . . . . .	32
<b>1.2. Ökonomische Theorie des Rechts</b> . . . . .	35
1.2.1. Ausgangspunkt . . . . .	35
1.2.2. Das ökonomische Paradigma und der Individualismus . . . . .	38
1.2.3. Normativer Individualismus – ökonomische Theorie der Verfassung . . . . .	51
1.2.4. Bauelemente der ökonomischen Theorie des Rechts . . . . .	60
1.2.4.1. Transaktionskostenanalyse . . . . .	60
1.2.4.2. Externalitäten und Regulierung . . . . .	66
1.2.4.2.1. Einführung . . . . .	66
1.2.4.2.2. Der <i>Coase'sche</i> Ansatz . . . . .	66
1.2.4.2.3. "Large number interactions" ( <i>James M. Buchanan</i> ) . . . . .	69
1.2.4.2.4. Implikationen für die Kapital- marktregulierung . . . . .	69
1.2.4.3. Analyse der Agency-Beziehungen . . . . .	74
1.2.4.3.1. Gegenstand und Zielrichtung der Agency-Theorie . . . . .	74

1.2.4.3.2. Zuschnitt der Agency-Theorie auf die Organisation des Aktienmarktes . . . . .	76
--	----

**Kapitel 2:  
Ökonomische Theorie zur Regulierung  
öffentlicher Aktienmärkte**

<b>2.1. Überblick . . . . .</b>	<b>84</b>
<b>2.2. Funktionen öffentlicher Aktienmärkte . . . . .</b>	<b>84</b>
2.2.1. Darstellung der wesentlichen Funktionen . . . . .	84
2.2.1.1. Bereitstellung von Risikokapital: Wachstums- und Allokationsfunktion . . . . .	84
2.2.1.2. Produktion von Preisinformationen: relative Informationseffizienz . . . . .	92
2.2.1.2.1. Hypothese der (relativen) Markteffizienz versus Behavioral Economics . . . . .	92
2.2.1.2.2. Messbarkeit der relativen Informationseffizienz . . . . .	98
2.2.1.3. Ein- und Ausstiegsmöglichkeit für Investoren: Transaktionskosten . . . . .	101
2.2.1.4. Bewertung von Managerleistungen: Agency-Kosten . . . . .	103
2.2.1.5. Funktion lokaler Aktienmärkte im Zeit- alter der Globalisierung . . . . .	105
2.2.2. Analyse der Kapitalmarktfunktionen im Lichte des Konsensparadigmas . . . . .	110
2.2.2.1. Konsens zu übergeordneten Regulie- rungszielen . . . . .	110
2.2.2.2. Konsens zu Maßstäben für die relative Informationseffizienz . . . . .	113
2.2.2.2.1. Ausgangspunkt . . . . .	113
2.2.2.2.2. Kapitalkosten . . . . .	114
2.2.2.2.3. Marktkapitalisierung . . . . .	116
2.2.2.2.4. Liquidität und Handels- volumen . . . . .	119
<b>2.3. Regulierungsbedarf und Regulierungsmethodik . . . . .</b>	<b>124</b>

2.3.1. Regulierungsbedarf in Aktienmärkten . . . . .	124
2.3.1.1. Ausgangspunkt . . . . .	124
2.3.1.2. Systemisches Risiko . . . . .	127
2.3.1.3. Gezielte Falschinformation, Kursmanipulation und Insider Trading . . . . .	129
2.3.1.4. Unterproduktion von Information . . . . .	132
2.3.1.5. Corporate Governance (Agency-Kosten) . . . . .	136
2.3.2. Regulierungsmethodik für (heranreifende) Aktienmärkte . . . . .	144
2.3.2.1. Ausgangspunkt . . . . .	144
2.3.2.2. Regulierung durch Implementierung internationaler Standards . . . . .	144
2.3.2.2.1. Vorteile Internationaler Standards für heranreifende Märkte . . . . .	144
2.3.2.2.2. Übernahmestrategien: Ein-zu-eins-Übernahmen – Formatvorlage . . . . .	152
2.3.2.2.3. Grenzen Internationaler Standards . . . . .	154
2.3.2.3. Regulierungsinstanzen: Staat – Börse – Verbände der Marktakteure . . . . .	157
2.3.2.3.1. Das Verhältnis von Regulierung und Selbstregulierung . . . . .	157
2.3.2.3.2. Institutionelle Verankerung und Grenzen der Selbstregulierung . . . . .	164
<b>2.4. Konsensfähige Eckpunkte einer Aktienmarktregulierung . . . . .</b>	<b>173</b>

### **Kapitel 3:**

#### **Das institutionelle Arrangement des Novo Mercado**

<b>3.1. Überblick . . . . .</b>	<b>177</b>
<b>3.2. Institutioneller Rahmen und makroökonomische Entwicklung . . . . .</b>	<b>177</b>
3.2.1. Die demokratische Verfassung des Jahres 1988 . . . . .	177
3.2.1.1. Verfassungsrechtliche Weichenstellung . . . . .	177

3.2.1.2.	Das Gesetzgebungsverfahren und seine Schwächen . . . . .	178
3.2.1.3.	Weitreichende Ewigkeitsgarantie für erworbene Eigentumsrechte . . . . .	181
3.2.1.4.	Auswege aus der verfassungsrechtlichen und politischen Sackgasse . . . . .	182
3.2.2.	Fortschreibung des 1964/1965 eingeführten nationalen Finanzsystems . . . . .	186
3.2.2.1.	Grundstruktur des Brasilianischen Finanzsystems . . . . .	186
3.2.2.2.	Status der CVM innerhalb des Brasilianischen Finanzsystems . . . . .	188
3.2.3.	Der Plan zur Entwicklung des brasilianischen Kapitalmarktes (1988) . . . . .	194
3.2.4.	Reform des Bankensystems – Liberalisierung und Privatisierung . . . . .	199
3.2.5.	Plano Real und Konsolidierung des Bankensektors . . . . .	207
3.2.5.1.	Startphase des Plans (1994–1998) . . . . .	207
3.2.5.1.1.	Markroökonomische Weichenstellung . . . . .	207
3.2.5.1.2.	Strukturelle Veränderungen im Bankensektor . . . . .	212
3.2.5.2.	Die zweite Phase des Plano Real (ab 1999) . . . . .	217
3.2.5.2.1.	Aufgabe des Währungsankers	217
3.2.5.2.2.	Krisen- und Schicksalsjahre: 2001/2002 . . . . .	220
<b>3.3.</b>	<b>Neugestaltung des Aktienmarktes in den Jahren 2000 und 2001 . . . . .</b>	<b>228</b>
3.3.1.	Ausgangspunkt und Vorgeschichte . . . . .	228
3.3.1.1.	Novo Mercado und Corporate Governance . . . . .	228
3.3.1.2.	Ambivalente Entwicklung der Corporate Governance in den 1990er Jahren . . . . .	229
3.3.1.2.1.	Nachrangige Bedeutung der Thematik für die erste Regierung Cardoso . . . . .	229

3.3.1.2.2. Brasilianischer Corporate Governance Kodex . . . . .	240
3.3.1.3. Kodex für Wertpapieremissionen . . . . .	246
3.3.1.4. Niedergang des lokalen Aktienmarktes Ende der 1990er Jahre . . . . .	252
3.3.2. Entwurfsphase des Novo Mercado . . . . .	255
3.3.2.1. Breiter Konsens über die notwendigen Maßnahmen . . . . .	255
3.3.2.2. Enttäuschender Verlauf der Beratungen zur Aktienrechtsreform . . . . .	259
3.3.2.3. Konzeption des Novo Mercado . . . . .	261
3.3.2.3.1. Grundidee und Segmentierung . . . . .	261
3.3.2.3.2. Institutionelle Verankerung der Schiedsklausel . . . . .	267
3.3.2.3.3. Änderung der Listingvereinbarungen . . . . .	271
3.3.3. Implementierung des Novo Mercado . . . . .	273
3.3.3.1. Schwacher Start (Ende 2000 bis 2003) . . . . .	273
3.3.3.2. Steiler Aufstieg (2004 bis 2007) . . . . .	275
3.3.3.2.1. Rückenwind durch staatliche Regulierung . . . . .	275
3.3.3.2.2. BRIC-Euphorie und anziehende (Welt-)Konjunktur . . . . .	278
3.3.3.2.3. Konzertierte Öffentlichkeitsarbeit für den Novo Mercado . . . . .	279
3.3.3.2.4. Blick auf die Markt- und Makrodaten . . . . .	281
3.3.3.3. Resümee und Ausblick auf die weitere Entwicklung . . . . .	284
3.3.3.3.1. „Bottom-up“-Reform auf konsensualer Basis . . . . .	284
3.3.3.3.2. Künftige Entwicklung bei veränderter Börsenstruktur . . . . .	289
<b>3.4. Rückschlüsse für die Kapitalmarktregulierung . . . . .</b>	<b>304</b>
3.4.1. Regulierungsstrategie in heranreifenden Märkten . . . . .	304
3.4.2. Lektionen für reife Märkte . . . . .	309
Literaturverzeichnis . . . . .	313