

6 Wie viel „Finanzmarktkapitalismus“ gibt es in Deutschland?

MICHAEL FAUST/LUKAS THAMM¹

Wem die Unternehmen gehören, wie und von wem die Unternehmensleitung beaufsichtigt wird und wie verschiedene Anspruchsgruppen auf die Unternehmenspolitik Einfluss nehmen können, stellt ein zentrales Element einer sozioökonomischen Formation dar. Die sozioökonomische Berichterstattung geht von einem Umbruch der sozioökonomischen Nachkriegsformation aus, die als deutsche Variante des Fordismus beschrieben wird. Ob sich nach inzwischen langen Umbruchjahren eine neue Formation herausgebildet hat und wie sie ggf. jenseits von Verlegenheitsformeln wie „Postfordismus“ oder „neue Unübersichtlichkeit“ bezeichnet werden soll, ist weiterhin strittig. Die Vorlieben für Kandidaten einer neuen Formation oder eines neuen Regimes variieren auch danach, wie die Vorläuferformation bezeichnet bzw. an welchen wesentlichen Merkmalen sie festgemacht wird.

Wir fokussieren im Folgenden auf Formationsunterscheidungen, die sich wesentlich an den Eigentumsstrukturen und/oder Finanzierungsstrukturen von Unternehmen und der jeweiligen Governance festmachen. Autoren, die so vorgehen, fixieren die Vorläuferkonfigurationen entweder als Managerkapitalismus/organisierten Kapitalismus/kooperativen Kapitalismus (Beyer 1998; Windolf 2005b) oder als bank-based/bank-dominated system bzw. Insidersystem (Vitols 2005; Schmidt/Tyrell 2004; zusammenfassend Faust 2013). All diese Formationsbezeichnungen dienen zur Charakterisierung Deutschlands zumindest bis in die 1990er-Jahre, sodass die damit gegebene zeitliche Phaseneinteilung nicht mit derjenigen übereinstimmt, die meist für die Erosion des Fordismus und den Beginn der Umbruchphase (oder des Postfordismus) gegeben wird. Letztere wird üblicherweise früher angesetzt (manchmal schon mit dem Ende von Bretton Woods 1971), wobei unterstellt wird, dass sich Anfangsimpulse der Veränderung mit Zeitverzögerungen in verschiedenen gesellschaftlichen Sphären ausbreiten (Deutschmann im Erscheinen). Die Frage nach der Terminierung des Umbruchs ist aber generell schwierig zu beantworten, wenn man

¹ Die vorliegende Publikation umfasst auch eine Teilfragestellung des von der Hans-Böckler-Stiftung finanzierten Forschungsprojekts „Finanzmarktorientierung und Mitbestimmung“, das Jürgen Kädler und Michael Faust am Soziologischen Forschungsinstitut (SOFI) durchgeführt haben. Unser Dank geht gleichermaßen an die Hans-Böckler-Stiftung für die Förderung des Forschungsprojekts „Finanzmarktorientierung und Mitbestimmung“ sowie an Stefan Lücking für die um- wie nachsichtige Betreuung.

von graduellen institutionellem Wandel bzw. graduellen Veränderungen von Praktiken ausgeht, die potenziell transformativ sind (Streeck/Thelen 2005). Graduellen, aber transformativen Wandel theoretisch vorzusehen, enthebt nicht von der Aufgabe, näher zu bestimmen, welches Ausmaß von (noch dazu mehrdimensionalen) Wandlungsprozessen den Marker „transformativ“ verdient. Oder anders ausgedrückt: wann Quantität in Qualität umschlägt.

Was nun die Frage angeht, wodurch nach einer Umbruchphase oder nach einer Phase neuer Unübersichtlichkeit der Fordismus abgelöst wird oder wie sich der Begriff Postfordismus über das „Danach“ hinaus inhaltlich ausfüllen lässt, gibt es eine Fülle von Antworten, die naturgemäß von der Auswahl der jeweils für konstitutiv gehaltenen Merkmale wirtschaftlicher bzw. gesellschaftlicher Ordnung abhängen. Wenn man sich wie in diesem Kapitel auf diejenigen Formationsunterscheidungen konzentriert, die sich wesentlich an den Eigentumsstrukturen und/oder Finanzierungsstrukturen von Unternehmen und der jeweiligen Governance festmachen, stößt man auf ein breites Angebot an Formationsbezeichnungen. Zum einen handelt es sich um solche, die aus der international vergleichenden Forschung (sozialräumliche Differenzierung) stammen und nun für Alternativen auf der Zeitachse in Stellung gebracht werden. Dies gilt für das „liberale Modell“, das „market-based“ oder „market-dominated system“ oder wahlweise (in der Sprache der Corporate-Governance-Forschung) das „Outsider-System“, Bezeichnungen, die üblicherweise mit dem US-Fall in Verbindung gebracht werden. Mehr oder weniger deutlich geht ein Teil der Literatur von einer faktischen Überlegenheit² des US-Modells (wie auch immer typologisch fixiert) aus, sodass das Nachfolgemodell des bundesdeutschen Fordismus aus einem Konvergenzprozess zum angelsächsischen Modell entsteht, das als natürlicher Verbündeter und Profiteur der „Globalisierung“ gilt (Streeck 1997). Etwas anders gelagert ist die Prognose oder Diagnose von Windolf (2005b), der sowohl in den USA (schleichend, verstärkt seit den 1980er-Jahren) als auch mit Zeitverzug in Deutschland einen Übergang vom Managerkapitalismus zum „Finanzmarktkapitalismus“ gegeben sieht.³ Konstitutiv hierfür ist der Aufstieg der „neuen Eigentümer“ (Windolf 2005a), der institutionellen Investoren.

Im Rahmen der Debatte um die „Finanzialisierung“ des gegenwärtigen Kapitalismus, selbst ein schillernder und für einen sinnvollen Gebrauch zu präzisierender Begriff (van der Zwan 2014; Epstein 2005; Krippner 2011, 2005; Deutschmann im Erscheinen; Faust/Kädtler/Wolf im Erscheinen), sind die hier behandelten Phänomene als „control financialization“ gefasst worden (Deeg 2011). Wir selbst (Faust/Bahnmüller/Fisecker 2011; Faust/Kädtler im Erscheinen) haben den Vorschlag gemacht, die Finanzialisierung des Unternehmens als multidimensionalen Prozess zu begreifen.

2 Welche Maßstäbe hierfür anzulegen sind, ist höchst strittig. Die Ergebnisse variieren schon bei Zugrundelegung unterschiedlicher wirtschaftlicher Erfolgsmaßstäbe, erst recht aber, wenn man andere Wohlfahrtsindikatoren verwendet (ökologische Nachhaltigkeit, Verteilungsgerechtigkeit).

3 Es gibt aber auch weitere Fassungen des „Finanzmarktkapitalismus“, bei denen es um die Kennzeichnung eines neuen Akkumulationsregimes im Sinne der Regulationstheorie geht (hierzu Krumbain u. a. 2014; van der Zwan 2014; Faust/Kädtler/Wolf im Erscheinen).

Einem Vorschlag von Beckert (2010) folgend unterscheiden wir drei soziale Makrostrukturen, die feldspezifisch die Entscheidungen und Praktiken in und um Organisationen rahmen. Diese Dimensionen sind zum einen institutionelle Regeln (im engeren Sinne), die sich im vorliegenden Fall zum Beispiel auf Regeln der Corporate Governance beziehen (welchem Stakeholder stehen welche Rechte zu); zum anderen geht es um kognitive Rahmungen, das mehr oder weniger selbstverständliche, domänenspezifische Welt- und Handlungswissen, das mal mehr eine kognitive (was ist der Fall, welche Zweck-Mittel-Relationen sind verfügbar), mal mehr eine normative (was soll ich tun) bzw. evaluative (was ist wünschenswert) Färbung hat. Im vorliegenden Fall geht es um das Rezeptwissen, wie man ein „value based management“ betreibt, aber auch darum, wie man eine prioritäre Orientierung an den Interessen der Shareholder rechtfertigen und begründen kann. Welche „narratives of purpose and achievement“ (Froud u. a. 2006) dem Management zur Verfügung stehen, um die eigenen Initiativen am Kapitalmarkt zu plausibilisieren, gehört ebenfalls zum kognitiven Inventar eines Feldes. Die dritte Dimension bezieht sich auf die strukturelle und relationale Einbettung von Unternehmen in soziale Netzwerke von Personen und Organisationen. Bezüglich unserer Fragestellung betrifft das vor allem die Strukturen des Eigentums an Unternehmen und der personellen Aufsicht über sie.

Die große Aufgabe, den Prozess der Finanzialisierung (und seine Grenzen) für Deutschland in allen drei Dimensionen nachzuzeichnen und typische Konstellationen zu identifizieren, ist bislang nur unvollkommen erfüllt. Trotz dieser Leerstellen der (empirischen) Forschung herrscht kein Mangel an Hypothesen darüber, was die Finanzialisierung der Unternehmen bzw. der Übergang zu einem Finanzmarktkapitalismus in verschiedenen „outcome“-Dimensionen bewirkt, wobei meist unterstellt wird, die neue Formation sei in Reinform verwirklicht. Während somit ein Teil der Literatur die Folgen eher auf Basis theoretischer Erwägungen und/oder der Übertragung von Erkenntnissen aus anderen institutionellen Kontexten ableitet, analysieren andere auf Basis empirischer Fallstudien aus Deutschland (etwa Streeck/Höpner 2003; Höpner 2003; Kädtler 2006; Faust/Bahn Müller/Fisecker 2011; Hirsch-Kreinsen 2010; Hirsch-Kreinsen/Hahn im Erscheinen) exemplarisch einzelne Aspekte der Folgen unter Berücksichtigung bestimmter Kontextbedingungen. Andere Studien rücken bestimmte Finanzmarktakteure wie aktivistische Hedgefonds in den Mittelpunkt, die bei ausgewählten Zielunternehmen im institutionellen Streubesitz Kampagnen starten, um bestimmte Ereignisse wie Sonderausschüttungen oder Unternehmenszusammenschlüsse zu erwirken, die sie in besonderer Weise bevorteilen und gegebenenfalls andere Aktionäre und/oder andere Stakeholder benachteiligen bzw. die Wachstums- und Innovationsfähigkeit der betreffenden Unternehmen gefährden (Becht et al. 2014; Kahan/Rock 2007; für Deutschland speziell Fichtner 2009, 2015; zusammenfassend Faust im Erscheinen). Einige der Autoren, die für Deutschland den Übergang vom koordinierten oder organisierten Kapitalismus zum Finanzmarktkapitalismus gegeben sehen, verbinden dies mit weitreichenden Wirkungsthese für die sozioökonomische Entwicklung: Wachstumsschwäche, Erlahmen der Innovationstätigkeit, Kurzfristorientierung der Unternehmen, Zunahme

der Einkommens- und Vermögensungleichheit, Prekarisierung der Arbeit (etwa Deutschmann 2008; Dörre/Brinkmann 2005; Windolf 2005b). Diese Zusammenhangshypothesen sind einerseits theoretisch strittig, andererseits für Deutschland jedenfalls empirisch nicht systematisch überprüft worden. In der arbeits- und industriesoziologischen Forschung ist angesichts dieser Forschungslage die Neigung verbreitet, eine Fülle von (meist negativ konnotierten) Entwicklungen (wie Prekarisierung) auf „Finanzmarktkapitalismus“ zurückzuführen, ohne die kausalen Vermittlungsschritte aufzuweisen oder das jeweilige Vorhandensein der Konstellation als Verursachungsfaktor überhaupt zu berücksichtigen (zur Kritik Faust/Bahnmler/Fisecker 2011; Faust/Kädtler/Wolf im Erscheinen; Faust/Kädtler im Erscheinen). Damit wird „Finanzmarktkapitalismus“ zu einer Chiffre, die als Referenz schon deshalb immer richtig ist, weil wir uns definitionsgemäß in der Ära des Finanzmarktkapitalismus befinden (vgl. etwa Haipeter/Latniak/Lehndorff 2016; Minssen 2012). Die hier thematisierten Kontroversen haben Relevanz für die Umbruchthese von *soeb* (vgl. Kapitel 22 in diesem Bericht), insofern die Frage aufgeworfen wird, ob, inwieweit und auf welchen Wegen die Verwirklichung eines Finanzmarktkapitalismus in Deutschland bzw. die Finanzialisierung des Unternehmenssektors zur Erosion eines (vormaligen) Teilhabekapitalismus beiträgt. Die Klärung dieser Kontroversen steht weiterhin auf der Tagesordnung. Vorgelagert ist aber die Frage, inwieweit die entsprechende Konstellation überhaupt gegeben bzw. wie weit die Finanzialisierung der Unternehmen vorangeschritten ist. Hierzu bedarf es einer Dauerbeobachtung zentraler Indikatoren der Finanzialisierung in Zeitreihen, die den ausgewiesenen Zeitraum der Veränderung ab den 1990er-Jahren in den Blick nehmen.

Fragestellungen und Gliederung des Kapitels

Das vorliegende Kapitel fühlt sich dieser Gesamtaufgabe verpflichtet, verfolgt aber einen engeren und bescheideneren Zweck. Es analysiert den Grad der Finanzialisierung der deutschen Wirtschaft in der strukturellen Netzwerkdimension, d. h. es geht der Frage nach, in welchem Ausmaß in der deutschen Wirtschaft der Einfluss von Finanzinvestoren potenziell wirksam wird.⁴ Dies umfasst die folgenden Fragen:

- Welchen Umfang und welche wirtschaftliche Bedeutung hat derjenige *Sektor der Wirtschaft, in dem Finanzinvestoren prinzipiell zu „neuen Eigentümern“ werden können*, und wie hat sich dieser Sektor im Zeitablauf entwickelt? Dies umfasst die Fragen, wie viele börsennotierte Unternehmen es gibt, wie sich diese Zahl im Zeitablauf verändert und welcher Stellenwert der Kapitalaufnahme über die Börse zukommt. Das börsennotierte Unternehmen ist die emblematische Unternehmensform für die Finanzialisierung.⁵

4 Andere Dimensionen der Finanzialisierung von Unternehmen werden in Kapitel 5 in diesem Bericht bearbeitet.

5 Daneben gibt es noch das Modell der „Private Equity“ (PE), bei dem Finanzinvestoren (meist) Haupteigentümer von nicht (oder nicht mehr) börsennotierten Unternehmen werden. Hierbei haben sie volle Eigentümerkontrolle (in den rechtlichen Grenzen, die auch hier gelten), dafür aber erschwerte Exit-Optionen, denn es gibt keinen Sekundärmarkt. Die Analyse der Entwicklung dieses Phänomens ist eine gesonderte Aufgabe, die hier nicht geleistet werden kann (vgl. aber Scheuplein 2012; Scheuplein/Teetz 2014).

- Wofür steht die Rede von der *Erosion oder Auflösung der „Deutschland AG“*? Steht sie nicht nur für die Abkehr vom „organisierten Kapitalismus“, sondern auch für den Übergang zum „Finanzmarktkapitalismus“? Das geflügelte Wort hat sich im Zuge des eifrigen Gebrauchs immer mehr von den Datengrundlagen entfernt, auf denen die ursprüngliche Diagnose (etwa bei Höpner 2003) beruhte. Die Datengrundlage dieser Diagnose stellt die Analyse der Eigentumsstrukturen der 100 größten Unternehmen in Deutschland dar, die die im zwei-jährigen Turnus veröffentlichten Hauptgutachten der Monopolkommission bereitstellen. Ob und inwieweit die mit dieser Datengrundlage beschriebene „Erosion der Deutschland AG“ einen aussagekräftigen Indikator für die Finanzialisierung des Unternehmenssektors darstellt, soll mit den zusammengestellten Datenreihen diskutiert werden.
- Wie entwickelt sich die *Eigentümerstruktur börsennotierter Unternehmen insgesamt* und wie verbreitet ist die FMK-Konstellation „institutioneller Streubesitz“? Welchen Stellenwert haben Ankerinvestoren unterschiedlicher Herkunft, die üblicherweise als „patient capital“ (Culpepper 2005) gelten und der Gefahr einer feindlichen Übernahme (Höpner 2003; Höpner/Jackson 2001; Jenkinson/Ljungqvist 2001) oder eines unerwünschten Hedgefondsaktivismus (Fichtner 2009, 2015; Kahan/Rock 2007; Becht et al. 2014; Faust im Erscheinen) entgegenwirken können?

Im *zweiten Abschnitt* verbinden wir die präsentierten Befunde zu einem Gesamtbild der Entwicklung der Kontrollfinanzialisierung in Deutschland, die auch andere Dimensionen der Finanzialisierung und andere Einbettungen berücksichtigt. Im *Fazit* diskutieren wir, welche Schlussfolgerungen im Hinblick auf die Umbruchthese zu ziehen sind und wo mögliche Verbindungen zur Erosion eines früheren Teilhabekapitalismus zu finden sind bzw. welche alternativen Erklärungen infrage kommen.

1 Indikatoren der Kontrollfinanzialisierung im Zeitablauf

Dieser Abschnitt präsentiert die Ergebnisse zu den Indikatoren der Kontrollfinanzialisierung von 1990 bis zum aktuellen Rand. Den Schwerpunkt bilden Indikatoren in der strukturellen Netzwerkdimension (Eigentumsstrukturen und ihre Veränderungen).⁶ Wir präsentieren hier eine geraffte Zusammenfassung der Ergebnisse, die ausführlicher in einem *soeb* 3-Working-Paper dargelegt wurden (Faust/Thamm 2015). Dort finden sich auch genauere Angaben zu methodischen Problemen, die hier aus Platzgründen nicht ausgeführt werden können.

6 In vielen gesellschaftlichen Bereichen sind Netzwerkpositionen, ihr Status und Einfluss institutionell vor- und mitdefiniert und nicht einfach eine Resultante der Netzwerkstruktur, wie das die (formale) Netzwerktheorie suggeriert (Beckert 2010; Faust/Kädtler im Erscheinen).

1.1 Rechtsformen und Börsennotierung: Aufschwung der Finanzialisierung in den 1990er-Jahren mit begrenzter Reichweite

Finanzinvestoren können nur in Kapitalgesellschaften zum Zuge kommen. Die am häufigsten gewählte *Rechtsform* unter den Kapitalgesellschaften ist die GmbH, deren Verbreitung auch im Zeitablauf zunimmt (1994: 400.723; 2012: 514.087; Quelle: Statistisches Bundesamt [StBA] 2015; StBA Umsatzsteuerstatistik; vgl. Faust/Thamm 2015: 18). Diese Rechtsform wird wesentlich häufiger gewählt als diejenigen Rechtsformen, die potenziell börsengängig sind. Potenziell börsengängige Rechtsformen nehmen im Zeitablauf ebenfalls zu. Die Anzahl der AGs steigt vor allem in den späten 1990er-Jahren bis in die frühen 2000er, stagniert dann einige Jahre, steigt bis 2009 leicht an und verharrt danach auf dem erreichten Niveau (Abbildung 6.1). Der Anstieg bei den Aktiengesellschaften spiegelt zum einen die Entwicklung der zunehmenden Börsennotierung in den 1990er-Jahren, ohne in diesem Phänomen aufzugehen. Der Anstieg der späten 1990er-Jahre enthält den Aufschwung von Neugründungen am „Neuen Markt“, dem „New-Economy“-Segment der Börse. Darin enthalten ist aber auch der Aufschwung, der durch die Einführung der „kleinen AG“ im Jahr 1994 ausgelöst wurde, für die weniger strenge Publizitätspflichten gelten als für die börsennotierte AG. Sie ermöglicht in verzweigten Familienunternehmen den leichteren Wechsel von Eigentümern innerhalb der Familie oder die Aufnahme neuer familienfremder Eigentümergruppen, ohne sich dafür die Börsennotierung und die mit der „großen“ AG verbundenen Transparenzpflichten einzuhandeln (vgl. Kaiser 2006). Die Europäische Aktiengesellschaft hingegen ist rechtlich ein jüngerer Phänomen und gewinnt auf niedrigem Niveau an Bedeutung.⁷

Welche wirtschaftliche Relevanz die jeweiligen Rechtsformen haben, lässt sich über einen Vergleich der Anzahl der Unternehmen in der jeweiligen Rubrik und des auf sie fallenden Umsatzes abschätzen (Umsatzsteuerstatistik nach Rechtsformen). Die potenziell börsenfähigen Rechtsformen (AG, KGaA, SE) versammeln im Jahr 2013 8012 Einträge, was nur 1,5% aller Kapitalgesellschaften ausmacht. Allerdings sind die Lieferungen und Leistungen, die der Umsatzbesteuerung unterliegen, und damit die wirtschaftliche Bedeutung weit größer als die Anzahl der Einträge vermuten lässt. Auf die potenziell börsenfähigen Rechtsformen entfallen 1019,17 Mrd. Euro Umsätze, was 31,5% der Umsätze aller Kapitalgesellschaften und 17,7% der Umsätze aller Rechtsformen ausmacht.⁸ Obwohl die potenziell börsenfähigen Kapitalgesellschaften nur einen kleinen Teil an der Anzahl der Kapitalgesellschaften stellen, sind

7 Die Möglichkeit, von der Aktiengesellschaft nach deutschem Recht in die SE nach europäischem Recht überzuwechseln, hat vor allem in Bezug auf die Mitbestimmungsrechte Besorgnis ausgelöst. Während beim Wechsel von mitbestimmten AGs in die SE diese Befürchtungen weitgehend gegenstandslos blieben, weil beim Wechsel der Rechtsform von den beteiligten Parteien meist die Option der Übernahme der paritätischen Mitbestimmung gewählt wurde, löst bei den Gewerkschaften in jüngerer Zeit das Phänomen Besorgnis aus, dass Unternehmen vor der Schwelle der paritätischen Mitbestimmung in die SE wechseln, um den erweiterten Mitbestimmungsmöglichkeiten nach deutschem Recht dauerhaft zu entkommen (vgl. hierzu Rose/Köstler 2014).

8 Quelle: https://www.destatis.de/DE/ZahlenFakten/GesellschaftStaat/OeffentlicheFinanzenSteuern/Steuern/Umsatzsteuer/Tabellen/Voranmeldungen_Rechtsformen.html. Stand: 08.11.2016.

sie doch für fast ein Drittel der wirtschaftlichen Aktivität dieser Gruppe und für etwas mehr als ein Sechstel der Gesamtleistung aller Rechtsformen verantwortlich.

Die Anzahl der Unternehmen mit potenziell börsenfähigen Rechtsformen nimmt im Untersuchungszeitraum kontinuierlich zu, aber längst nicht alle diese Unternehmen sind tatsächlich börsennotiert. Abbildung 6.2 zeigt die Entwicklung der Börsennotierung inländischer Unternehmen.

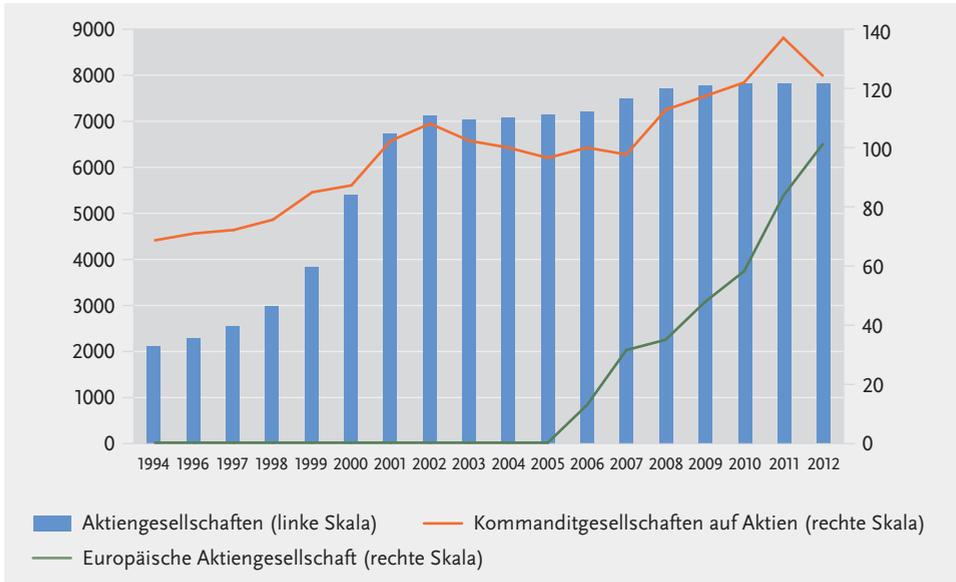


Abb. 6.1: Anzahl Unternehmen nach börsenfähigen Rechtsformen (nur umsatzsteuervoranmeldungspflichtige)

Quelle: StBA 2015.

Wie Abbildung 6.2 zeigt, verzeichnen wir in den 1990er-Jahren einen leichten und kontinuierlichen Anstieg der Anzahl der börsennotierten inländischen Unternehmen. Zum Ende der 1990er-Jahre steigt im Zuge der Etablierung des „Neuen Marktes“ die Anzahl der börsennotierten Unternehmen stark an, um dann mit dem Ende des Internet- oder „New-Economy“-Hypes wieder rapide abzufallen. Ein erheblicher Teil der neu börsennotierten Unternehmen weist Familien- bzw. Gründer-Ankerinvestoren auf, die die Gunst der Stunde nutzten, in der Börseneuphorie zusätzliches Eigenkapital aufnehmen zu können, ohne die Schutzfunktion der Sperrminorität zu verlieren (Achleitner u. a. 2011). Der Verlust „börsennotierter Unternehmen“ geht zum einen auf Insolvenzen, zum anderen auf „Delisting“ zurück. Seither verzeichnen wir einen weiteren schleichenden, aber kontinuierlichen Niedergang der Anzahl der börsennotierten Unternehmen auf einen Wert unterhalb des Wertes von 1991, nur kurz von einem leichten Zwischenanstieg im Börsenhoch vor der Weltfinanzkrise unterbrochen. Diese Aussage spiegelt sich auch in der Anzahl der Börsen-

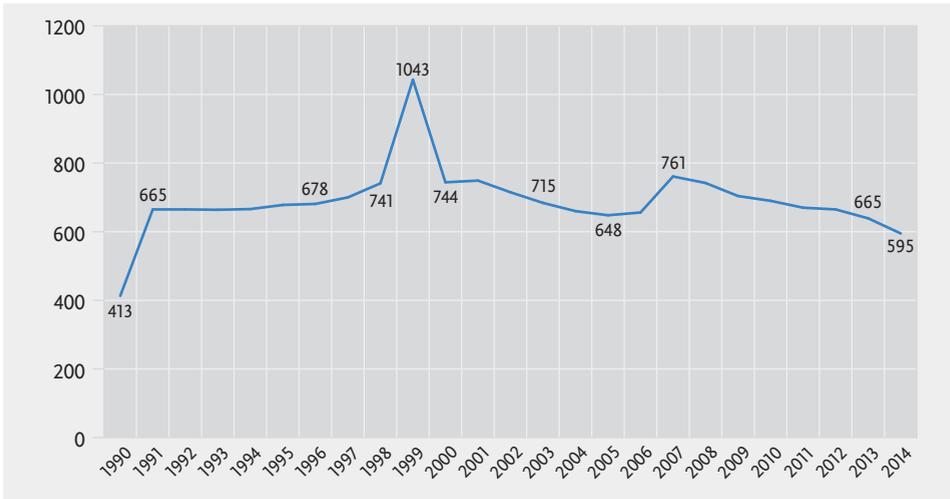


Abb. 6.2: Anzahl börsennotierter inländischer Unternehmen

Quelle: World Federation of Exchanges, nach Weltbank 2015c.

gänge (Neu-Emissionen) im Zeitablauf (Abbildung 6.3). Im Spitzenjahr 1999 waren es 193 Börsengänge, im Börsentief von 2003 nur noch einige wenige. Im folgenden Börsenaufschwung von 2005 bis 2007 gab es noch mal ein Zwischenhoch und seit der Weltfinanzkrise ist trotz erneuten Börsenhochs die Zahl der Neuzugänge bescheiden.

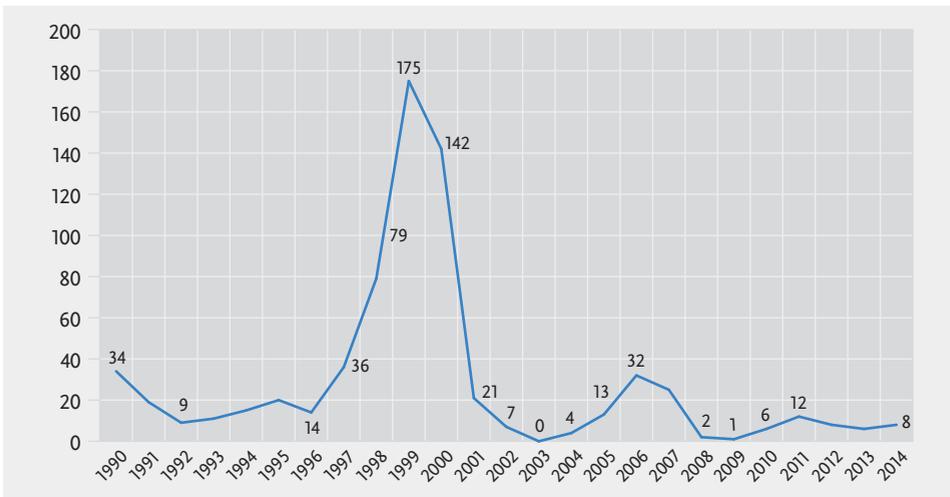


Abb. 6.3: Börsengänge im regulierten Markt in Deutschland seit 1990

Quelle: Kirchhoff 2014: 15.

Die Anzahl der Neuemissionen und das Finanzvolumen, das hierbei mobilisiert wird, sind zugleich ein Indikator dafür, in welchem Ausmaß Unternehmen über die Börse finanziert werden. Denn nur hierüber und durch Kapitalerhöhungen (Ausgabe zusätzlicher Aktien von schon börsennotierten Unternehmen) fließt überhaupt Geld zu den Unternehmen. Abbildung 6.4 zeigt das Volumen des durch Börsengänge und Kapitalerhöhungen eingesammelten Kapitals.

Auch hier zeigt sich, dass überwiegend während der zweiten Hälfte der 1990er-Jahre im Aufbau der Börsenblase über Kapitalerhöhungen und Neuemissionen Eigenkapital an börsennotierte Unternehmen geflossen ist; zu diesem Zeitpunkt war dies vornehmlich Kapital, das durch das (zweifelhafte) „grand narrative“ der „New Economy“ mobilisiert werden konnte (Froud u. a. 2006), eine zu dieser Zeit weithin geteilte Wachstumsstory. Im Börsenaufschwung von 2005 und den Folgejahren gelang es dann einigen Unternehmen, im kreditgetriebenen Wachstumsumfeld wiederum Kapitalerhöhungen zu platzieren; nach der Weltfinanzkrise verharrt der Kapitalzufluss über die Börse in beiden Formen auf niedrigem Niveau.⁹

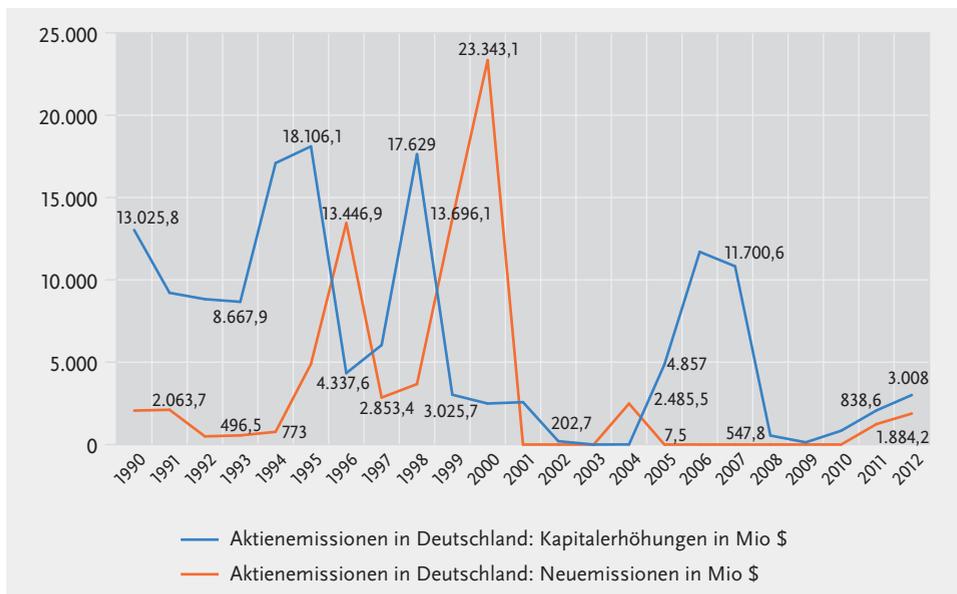


Abb. 6.4: Kapitalerhöhungen und Neuemissionen in Mio. \$

Quelle: DAI-Factbook 2013.

9 Wir verfolgen den Gesichtspunkt der Unternehmensfinanzierung hier nicht weiter (vgl. Kapitel 5 in diesem Bericht) und merken nur an, dass den Zahlen zum Zufluss von Eigenkapital die Zahlen zum Abfluss über Aktienrückkäufe gegenübergestellt werden müssen. In Deutschland wurden Aktienrückkäufe in nennenswertem Umfang erst durch die Reformen unter der rot-grünen Bundesregierung ermöglicht (KonTraG 1998). In den Folgejahren der Börsenblase zur Jahrtausendwende führte deren Anwendung dazu, dass der Finanzierungssaldo über die Börse negativ wurde (Treack/Hein/Dünhaupt 2007).

Ein relatives Maß der Finanzialisierung des Unternehmenssektors stellt die Börsenkapitalisierung eines Landes (inländische Aktien) im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt dar. Abbildung 6.5 zeigt, dass diese Kennzahl in Deutschland in den 1990er-Jahren massiv ansteigt. Dieser Anstieg geht auf die schon erwähnten Neuemissionen und Kapitalerhöhungen zurück, aber auch auf den allgemeinen Anstieg der Aktienpreise im langen Aufschwung der 1990er-Jahre und speziell der „New-Economy“-Blase. Der dann folgende Abschwung speist sich aus Gegenbewegungen verschiedener Art: Insolvenzen und Delisting börsennotierter Unternehmen und Absturz der Aktienpreise bis zum Wiederanstieg im Jahr 2003. Der folgende Anstieg ist nun weniger durch Neuemissionen als durch (begrenzte) Kapitalerhöhungen und die allgemeine kreditgetriebene Aufwärtsbewegung bis zur Finanzmarktkrise ab 2008 bedingt. Der im Jahr 2012 erreichte Wert von rund 43 % entspricht dem Stand von Mitte der 1990er- Jahre vor dem ersten großen Aufschwung. Für sich genommen zeigt dieser Indikator zwar einen Anstieg der Finanzialisierung für einen begrenzten Zeitraum. Dies ist aber eine instabile Entwicklung, unterbrochen von Gegenteilstendenzen, und die resultierende Gesamtbewegung zeigt allenfalls eine moderate Finanzialisierung an.

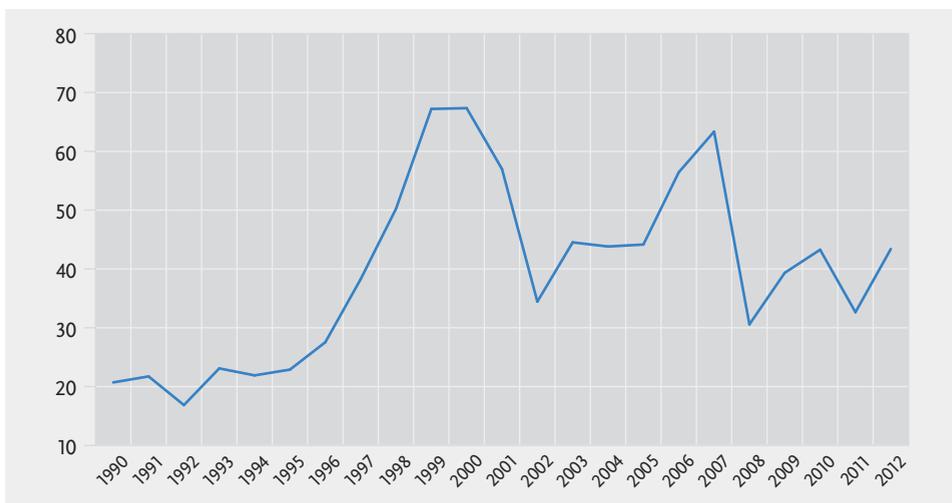


Abb. 6.5: Marktka-
pitalisierung börsennotierter Unternehmen in % des deutschen BIP seit 1990

Quelle: Weltbank 2015a.

Die Kennzahl „Börsenkapitalisierung in Prozent des BIP“ erlaubt auch internationale Vergleiche. Wie Abbildung 6.6 zeigt, weisen alle hier zum Vergleich herangezogenen Länder eine ähnliche Kurvenform auf, sie haben alle die Blase um die Jahrtausendwende und die Weltfinanzkrise „mitgemacht“. Die Kennzahl ist also sensibel für die allgemeine Expansion bzw. Kontraktion der Weltbörsen, für Boom und Bust. Die Stärke der Ausschläge fällt allerdings im Ländervergleich unterschiedlich aus, was für unterschiedliche Internationalisierungsgrade der jeweiligen Börsen spricht.

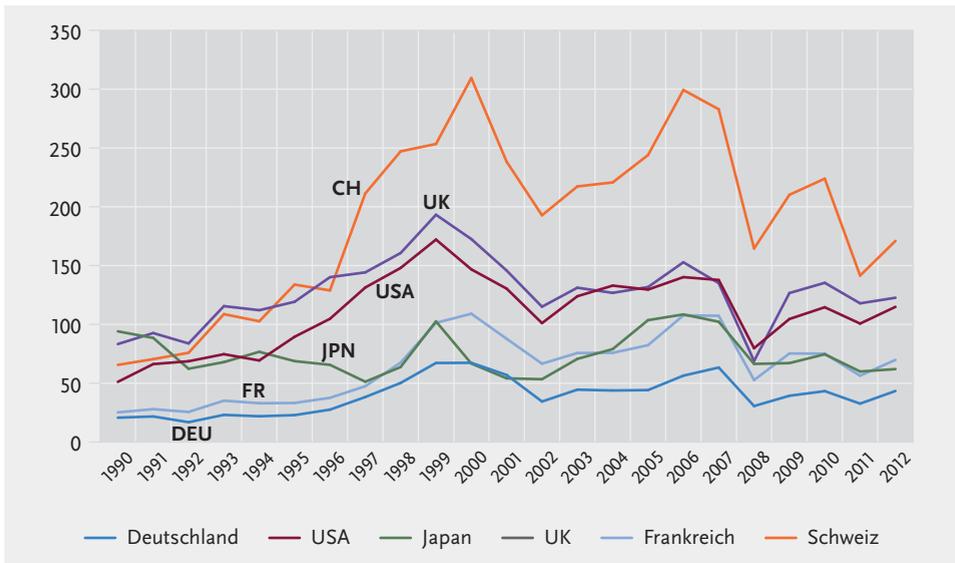


Abb. 6.6: Börsenkapitalisierung in % des BIP im Ländervergleich

Quelle: Weltbank 2015a.

Als relatives Maß der Finanzialisierung des Unternehmenssektors im Ländervergleich dient vor allem das allgemeine Niveau der Börsenkapitalisierung, die Basis, auf der sich die ähnliche Kurvenform bewegt. Dieses Niveau ist in Deutschland besonders niedrig, was vor allem im Vergleich zur Schweiz, dem United Kingdom und den USA auffällt. Dies ist vornehmlich darauf zurückzuführen, dass der Anteil börsennotierter Unternehmen gemessen an der Wirtschaftsleistung insgesamt relativ gering ausfällt, während umgekehrt ein großer Teil der Wirtschaftsleistung durch nicht-börsennotierte Unternehmen erbracht wird. Im Deutschland-US-Vergleich wird deutlich, dass beide Länder mit dem Finanzialisierungsanstieg in den 1990er-Jahren ähnliche Entwicklungen durchgemacht haben, dass sich aber die grundlegenden Unterschiede im Grad der Finanzialisierung der Volkswirtschaft im Zeitraum bis 2005 eher verstärkt haben (van Treeck/Hein/Dünhaupt 2007; Faust/Thamm 2015: 25). Dies ist nur einer von verschiedenen Belegen dafür, dass Länderunterschiede relevant bleiben. Wolfgang Streeck (2009: 226) warnt zwar zu Recht davor, dass die vergleichend angelegte Kapitalismusforschung in der Spielart der „Varieties of capitalism“ (Hall/Soskice 2001) in Gefahr ist, die „commonalities“ des heutigen Kapitalismus (hier der Finanzialisierung) zu übersehen. Die präsentierten Befunde sprechen aber dafür, dass trotz gemeinsamer Entwicklungsmomente die Unterschiede relevant bleiben. Diese nicht zu übersehen, scheint inzwischen eine eigene Warnung wert. Denn gerade aus der Aufmerksamkeit für die nationalen oder regionalen Unterschiede gesellschaftlicher Entwicklung und Organisation lassen sich

Hinweise darüber gewinnen, wie man unerwünschte „commonalities“ abmildern oder beseitigen kann (vgl. Faust 2011).¹⁰

Die Börsennotierung erweist sich also insgesamt in Deutschland als allenfalls schwach ausgeprägter Finanzialisierungsindikator; vor allem zeigt er keine kontinuierliche Entwicklung an, sondern Phasen der Finanzialisierung und anschließender De-Finanzialisierung. Ein voll ausgebildeter „Finanzmarktkapitalismus“ (börsennotierte Unternehmen in institutionellem Streubesitz) ist jedenfalls schon deswegen nicht in Sicht, weil die Börsennotierung von Unternehmen nicht einmal bei den Kapitalgesellschaften zur Regel wird.

1.2 Erosion der Deutschland AG – begrenzte Einsichten zur Finanzialisierung der Unternehmenswelt

Der „Zerfall“ oder die „Erosion der Deutschland AG“ (Höpner/Krempel 2003) ist zu einer geradezu sprichwörtlichen Kennzeichnung für einen Regimewechsel in der politischen Ökonomie Deutschlands geworden. Der Ausdruck steht für die Ablösung des „organisierten Kapitalismus“ (Höpner 2003) und den Übergang zu einer liberalmarktorientierten Variante bzw. zum Finanzmarktkapitalismus. Die Erosionsthese stützt sich auf die Analyse der *Kapitalverflechtungen* der 100 größten Unternehmen in Deutschland, wie sie die Monopolkommission alle zwei Jahre in ihren Hauptgutachten vorlegt. Die beeindruckenden Visualisierungen der Netzwerkauflösung von 1996 bis 2010 durch das MPIfG (vgl. Abbildung 6.7) haben sicherlich dazu beigetragen, dass die Kernaussagen im Gedächtnis bleiben.

Sie zeigen, dass der anfänglich hohe Grad der Kapitalverflechtung der 100 größten Unternehmen *untereinander* im Laufe der Zeit immer mehr abnimmt; das Netz wird dünner und löchriger und am Ende des Zeitraums bleiben nur verschiedene Netzfragmente übrig, um in der bildhaften Sprache zu bleiben, die die Visualisierung nahelegt. Hierbei verlieren die großen Banken (namentlich die Deutsche Bank) und große Versicherungen (namentlich die Allianz, aber auch die Münchner Rückversicherung) ihre Rolle als Kern des Netzwerks. In der „Deutschland AG“ dominierten nämlich vormals die Finanz-Finanz- und die Finanz-Industrie-Verflechtungen, während Industrie-Industrie-Verflechtungen schon immer selten waren. Dies verweist auf die zentrale Rolle der großen Banken und Versicherer als „Organisatoren“ des organisierten Kapitalismus, sowohl in ihrer Monitoring-Rolle gegenüber den Nicht-Finanzunternehmen, unterfüttert durch Aufsichtsratspositionen, als auch in ihrer Funktion der Regulierung von Konkurrenz und des Schutzes vor feindlicher Übernahme. Im Prozess der Ausdünnung verlieren diese Akteure ihre zentrale Stellung und zugleich verändern die verbleibenden Beteiligungen von Banken und Versicherungen ihren Charakter gegenüber früher; namentlich die noch relativ vielen Beteiligungen der Allianz AG mutieren zu reinen Finanzbeteiligungen unter anderen

¹⁰ Eine so verstandene Komparatistik ist auf alle Fälle heilsam gegenüber der Verführung, länderübergreifend geteilte Entwicklungsmomente zu reifizieren, d. h. zu Entwicklungsgesetzen des Kapitalismus zu machen – TINA („There is no alternative“) von der anderen Seite.

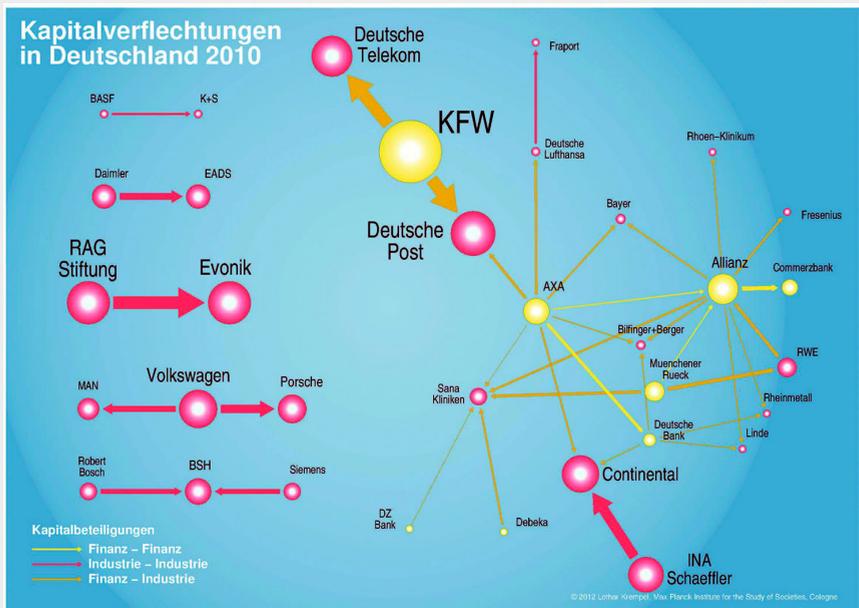
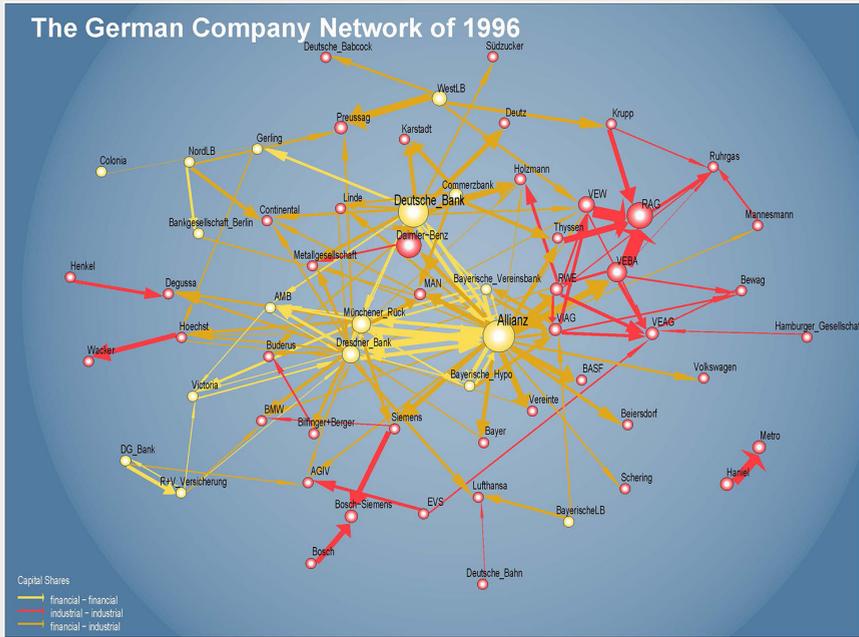


Abb. 6.7: Kapitalverflechtungen in Deutschland 1996 und 2010

Quelle: Lothar Krempel. http://www.mpifg.de/aktuelles/themen/doks/Deutschland_AG_1996bis2010.pdf. Stand: 09.10.2016.

(Höpner/Krempel 2003: 6; vgl. Beyer 2006). Die veränderte strukturelle Stellung der großen Privatbanken und der Allianz wird mit einem Strategiewechsel des jeweiligen Managements erklärt, das angesichts des hart umkämpften inländischen Marktes für Finanzdienstleistungen im traditionellen Bankgeschäft, angetrieben durch die Wettbewerbsverschärfung durch die europäische Marktöffnung (gemeinsamer Binnenmarkt auch für Dienstleistungen), sein Heil im *internationalen* Bankgeschäft und Investmentbanking suchte. Enge Hausbankbindungen, nicht zuletzt eigene Industriebeteiligungen im Heimatmarkt stehen dabei einem erfolgreichen Agieren als Investmentbanker im Wege. So weit die Erosionsstory in Kurzform, die mittlerweile ohne Bezugnahme auf die zugrunde liegenden Daten und ohne Kenntnis der damit verbundenen Problematik bezüglich der Art und Reichweite der Diagnose weitererzählt wird. Unseres Erachtens lohnt sich ein zweiter, genauerer Blick auf diese Erzählung, um abzuschätzen, inwieweit die „Erosion der Deutschland AG“ auch mit Finanzialisierung im hier behandelten Sinn einhergeht.

Als Erstes ist anzumerken, dass sich die Erosionsthese auf das Verflechtungszentrum der deutschen Wirtschaft bezieht, das durch die 100 größten Unternehmen gebildet wird, und die Netzwerkillustrationen (vgl. Abbildung 6.7) nur die Verflechtungen der 100 größten *untereinander* abbilden, aber andere, möglicherweise auch große Eigentümer unberücksichtigt lassen.¹¹ Für eine Konzentration der Analyse auf die 100 größten Unternehmen gibt es sicherlich gute Gründe, da man annehmen kann, dass diese Unternehmen einen bedeutenden Teil der Wirtschaft repräsentieren.¹² Bedeutsam ist diese Auswahl zum einen im Hinblick auf die abgebildete wirtschaftliche Aktivität und zum anderen im Hinblick auf Sichtbarkeit und die Fähigkeit, stilbildend für andere Unternehmen zu wirken. Wenn man mit „institutionellen Subsystemen“ (Deeg 2005) innerhalb Deutschlands rechnet und zwischen einem kapitalmarktorientierten Teilsystem und dem traditionellen deutschen Mittelstand unterscheidet, der weiterhin eher bankorientiert ist und auf Familieneigentum beruht, könnte der Fokussierung auf die 100 größten Unternehmen etwas Wichtiges entgehen. Tatsächlich ist die Auswahl dieses Samples von Unternehmen für die Illustration der Erosionsthese auch pragmatisch begründet. Denn für diese Unternehmen gibt es eine vergleichsweise hervorragende Datenlage, die die alle zwei Jahre veröffentlichten Hauptgutachten der Monopolkommission zur Verfügung stellen. Das Hauptgutachten enthält in weitgehend gleicher Detaillierung ein Kapitel „Stand und Entwicklung der Konzentration von Großunternehmen“ (vgl. Monopolkommission 2010: 87–175), das die jeweilige Neuzusammensetzung der 100 größten

11 So taucht die BMW AG etwa in den Netzwerkvisualisierungen deswegen nicht als verflochtenes Unternehmen auf, weil kein anderes Unternehmen aus dem Kreis der 100 größten an ihr beteiligt ist. Sie hat dennoch mit den Mitgliedern der Familie Quandt einen stabilen Ankerinvestor, und benötigt keine Deutsche Bank wie lange Zeit Hauptbewerber Daimler.

12 Die 100 größten Unternehmen stehen für einen bedeutenden Teil der Wertschöpfung in Deutschland. Der Anteil schwankt im Untersuchungszeitraum zwischen 16 und 20 Prozent. Sie stehen aber nur für einen begrenzten Teil, nicht für die „deutsche Wirtschaft“. Im Zeitverlauf nimmt der Anteil der 100 größten Unternehmen an der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung zudem leicht ab und liegt am Ende (2012) bei den besagten 16 Prozent (vgl. Faust/Thamm 2015: 28).

Unternehmen in Deutschland, ihre gesamtwirtschaftliche Bedeutung, ihre Verteilung nach Rechtsformen, die Verflechtung untereinander, den jeweiligen Anteilsbesitz (Eigenkapital) und die personellen Verflechtungen über Aufsichtsratsmandate sowie die jeweilige Beteiligung an Unternehmenszusammenschlüssen und -aufkäufen analysiert.

Im 2014er Hauptgutachten stellt die Monopolkommission (2014: 220, Abbildung 3.3) eine Datenreihe zur Verfügung, die eine Betrachtung der Verflechtungsstruktur von 1978 bis 2012 erlaubt (Abbildung 6.8). Diese Zeitreihe bestätigt die Befunde aus der oben vorgestellten Erosionserzählung (Höpner/Krempel 2003) und den Visualisierungen der Verflechtungsstruktur von 1996 bis 2010. Tatsächlich liegt der Höhepunkt der Verflechtung mit 143 Beteiligungsfällen im Jahr 1996, und bis 2010 sinkt die Anzahl der Beteiligungsfälle nahezu kontinuierlich auf einen Tiefstand von 37 Fällen. Im Sinne der Erosionsthese ist allerdings irritierend, dass die Verflechtung von 1978 von einem relativ niedrigen Niveau von 73 Fällen bis 1996 *anstiegt*. Wenn man annimmt, dass der „organisierte Kapitalismus“ eine längere Vorgeschichte hat und die Erosion in den 1990er-Jahren beginnt, hätte man erwartet, dass die Verflechtung von einem Plateau vor 1990 ab dieser Zeit absinkt. Ein Teil dieser unerwarteten Entwicklung ist darauf zurückzuführen, dass ab 1995 neue Meldeschwellen für Beteiligungen eingeführt wurden und die börsennotierten Unternehmen, wie die

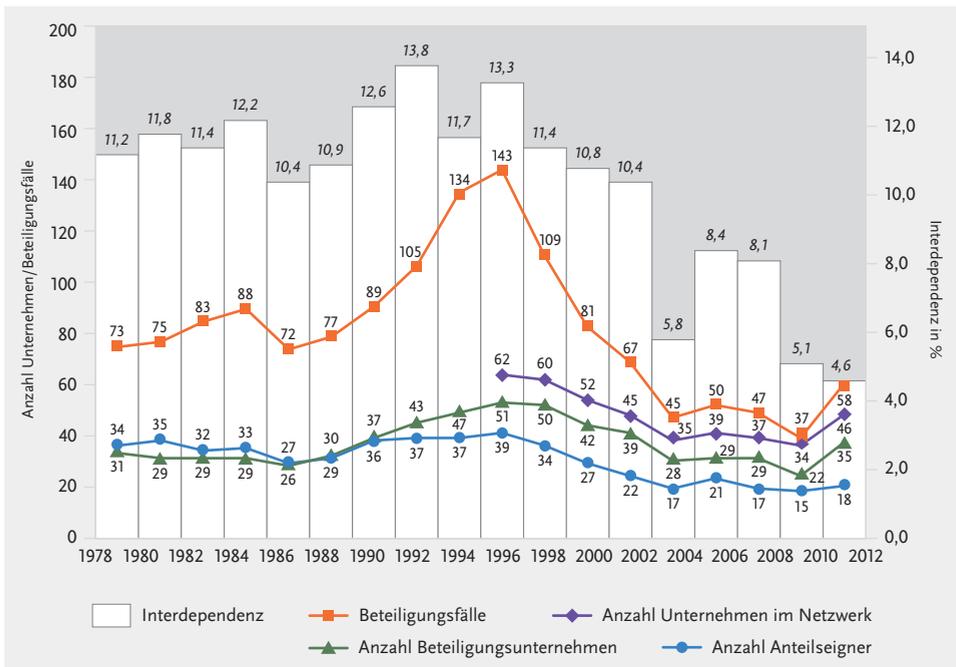


Abb. 6.8: Entwicklung der Kapitalverflechtungen zwischen den „100 Größten“ im Zeitraum von 1978 bis 2012

Quelle: Monopolkommission 2014: 220. Hauptgutachten XX.

Allianz, im Vorgriff auf diese Regelungen schon zuvor kleinere Beteiligungen meldeten (Monopolkommission 1998: 193). Dadurch erhöht sich als statistischer Effekt die Verflechtung, ohne dass sich faktisch etwas geändert haben muss. Allerdings kann sich diese statistische Ausdehnung der Verflechtung nur auf kleinere Beteiligungen (unter 5%) beziehen. Ebenfalls irritierend ist die erneute Erhöhung der Verflechtung von 37 auf 58 Fälle im letzten Berichtszeitraum 2012. Nach Angaben der Monopolkommission geht dies auf einen Wechsel des Datenanbieters zurück. Wie das genau zustande kommt, kann nicht weiter aufgeklärt werden, weil die kommerziellen Datenanbieter sich nicht so genau in die Karten schauen lassen. Bei einigen Unternehmen aus dem Finanzsektor (Banken und Versicherungen) steigt die Anzahl der Beteiligungen zwischen den beiden Messungen von 2010 und 2012 deutlich an. Die Deutsche Bank verfügt nun über 18 Beteiligungen an den anderen Unternehmen aus diesem Kreis, zwei Jahre zuvor hingegen nur über vier, wobei sich an der Art der Beteiligungen offenbar nichts geändert hat, sie liegen alle unterhalb der 5%-Grenze, meist unterhalb der 3%. Die Allianz-Beteiligungen steigen im selben Zeitraum von neun auf 19 und sind auch hier bis auf wenige Ausnahmen (z. B. strategische Beteiligung an Sana-Kliniken) weit überwiegend unterhalb der 5%, meist unterhalb der 3% angesiedelt (Monopolkommission 2014: 218). Es könnte sein, dass sich die Monopolkommission mit dem Wechsel des Datenanbieters eine problematische Vermischung von unterschiedlichen Beteiligungsarten eingehandelt hat, die schon der ETH-Studie zur „Global Corporate Control“ (Vitali/Glatfelder/Battiston 2011; zur Kritik vgl. Faust 2014) zum Verhängnis wurde. Die Monopolkommission (2014: 219) führt nämlich aus: „Weiterhin ist festzuhalten, dass die identifizierten Kapitalbeteiligungen der großen deutschen Finanzdienstleister häufig mittelbar durch Fondsgesellschaften gehalten werden und zumeist nur geringe Stimmrechte aufweisen.“ Wenn nämlich die in den Fondsgesellschaften der Deutschen Bank (etwa DWS) und der Allianz (AGI) gehaltenen Aktien den Mutterhäusern zugerechnet werden, als ob es sich um Beteiligungen der Deutschen Bank als Bank oder der Allianz als Versicherung handeln würde, wird (gelinde gesagt) zumindest Verwirrung gestiftet.¹³

Dadurch entsteht der falsche Eindruck, dass ab 2012 nicht nur die Verflechtung wieder zunehme, sondern auch dass sie der Finanzindustrie geschuldet sei (nur sieben der 58 Verflechtungsfälle betreffen *nicht* Banken und Versicherungen). Einer solchen Betrachtungsweise entgeht vollständig der Wandel in der Art der Beteiligung. Der Theorie des organisierten Kapitalismus zufolge waren die Beteiligungen früher eben nicht reine Finanzbeteiligungen und konnten trotz unterschiedlicher Motivlagen im

13 Die Kapitalanlagegesellschaften der Banken und Versicherungen gehören zwar mit ihren eigenen (geringen) Vermögensbeständen vollständig dem jeweiligen Mutterhaus. Das gilt aber nicht für das Vermögen, aus dem die Aktien an den 100 größten Unternehmen gekauft wurden. Dies ist ein ausgewiesenes „Sondervermögen“, das zum Schutz vor Verlust bei einer Schieflage der KAG oder des Mutterhauses zudem bei einer Depotbank liegt und den jeweiligen Anlegern (Privatpersonen oder institutionellen Investoren) gehört. Es wird von der KAG nur treuhänderisch verwaltet. Dieser Unterschied zu Beteiligungen, die die Bank oder Versicherung aus strategischen Gründen oder zur eigenen Finanzanlage aus eigenen Vermögensbeständen hält, geht durch die umstandslose Zurechnung beider Arten von „Beteiligungen“ gänzlich verloren (vgl. näher Faust 2014).

Einzelnen (Umwandlung von problematischen Krediten, strategische Beteiligungen) auch im öffentlichen Interesse mobilisiert werden (Höpner 2003). Dies lässt sich nun nicht einfach an Daten über Beteiligungsstrukturen nachweisen, aber die Höhe der Beteiligungen gibt schon einen gewissen Aufschluss über den Wechsel der Motive, denn größere Beteiligungen lassen sich in schwierigen Zeiten nicht so leicht wieder loswerden und legen „Voice“ nahe.¹⁴

Dies alles stärkt die Kernaussage der Erosionsthese, die sich auf die Häufigkeit *und* die Art der Kapitalverflechtung bezieht. Trotz der erwähnten Datenprobleme, die sich in verzerrenden Anstiegen der *Anzahl* der Verflechtungen niederschlagen, lässt sich zeigen, dass sich der *Charakter* der Beteiligungen der Kernakteure der „Deutschland AG“ im betrachteten Zeitraum verändert hat.

Allerdings ist die Auflösung des Verflechtungszentrums der „Deutschland AG“ nicht mit Finanzialisierung bedeutungsgleich, obwohl das in der rezipierenden Literatur oftmals als selbstverständlich unterstellt wird. So werden die 100 größten Unternehmen nach ihrem Anteil an der Wertschöpfung in Deutschland ausgewählt, damit sind die einbezogenen Unternehmen aber nur teilweise börsennotierte Unternehmen. Ergänzend zu den Daten, die die Monopolkommission zur Verfügung stellt, haben wir als Finanzialisierungsindikator geprüft, ob diese Unternehmen börsennotiert sind (Abbildung 6.9).¹⁵ Hiernach ergibt sich, dass der Anteil börsennotierter Unternehmen in den 1990er-Jahren ansteigt. Er fällt nach dem Börsencrash ab 2002 deutlich ab, um bis zur Weltfinanzkrise auf einen neuen Höchststand anzusteigen. Seither geht der Anteil börsennotierter Unternehmen an den 100 größten Unternehmen wieder zurück und steht 2012 beim Ausgangsstand von 1990.

Die Daten sind wegen der sich immer wieder verändernden Zusammensetzung des Samples schwierig zu interpretieren (vgl. Faust/Thamm 2015). Auf der sicheren Seite ist man, wenn man feststellt, dass es keinen allgemeinen Trend zu mehr Börsennotierung in der Gruppe der 100 größten Unternehmen gibt. Dieser Befund ist im Großen und Ganzen im Einklang mit der zuvor präsentierten Entwicklung der Börsennotierung insgesamt, die ein ähnliches Auf und Ab aufweist.

14 Faust/Thamm (2015: 34–35) analysieren die Veränderungen der Beteiligungen der Allianz AG und der Deutschen Bank AG von 1996 (unter Berücksichtigung der veränderten Meldepflichten) und von 2012. So liegt bei der Allianz 1996 der durchschnittliche Beteiligungswert bei 11,73 Prozent, im Jahr 2012 bei nur noch 2,91 Prozent. 1996 gibt es noch viele große Beteiligungen über 20 Prozent (etwa Beiersdorf, Dresdner Bank, Münchner Rückversicherung), 2012 auf Basis der veränderten Datenquelle liegen die Beteiligungen bis auf einen „Ausreißer“ (Fresenius mit 5,95 %) alle unter der 5 %, meist unter der 3 %-Schwelle.

15 Die Hauptgutachten der Monopolkommission nehmen keine Zuordnung der Börsennotierung vor. Diesen aufwendigen Untersuchungsschritt haben wir eigenständig vollzogen und für den gesamten Zeitraum ab 1990 die Börsennotierung ermittelt. Die folgenden Daten beziehen sich auf die Gesamtheit der Unternehmen. Das bedeutet, dass wir nicht nur die (meist) deutschen Unternehmen (Hauptsitz Deutschland) als „börsennotiert“ rubrizieren, die an einer inländischen Börse notiert sind, sondern auch die jeweiligen ausländischen Obergesellschaften der deutschen Tochtergesellschaften einbeziehen, die selbst nicht börsennotiert sind. Je nachdem, ob die ausländischen Obergesellschaften börsennotiert sind, werden diese mitgezählt.

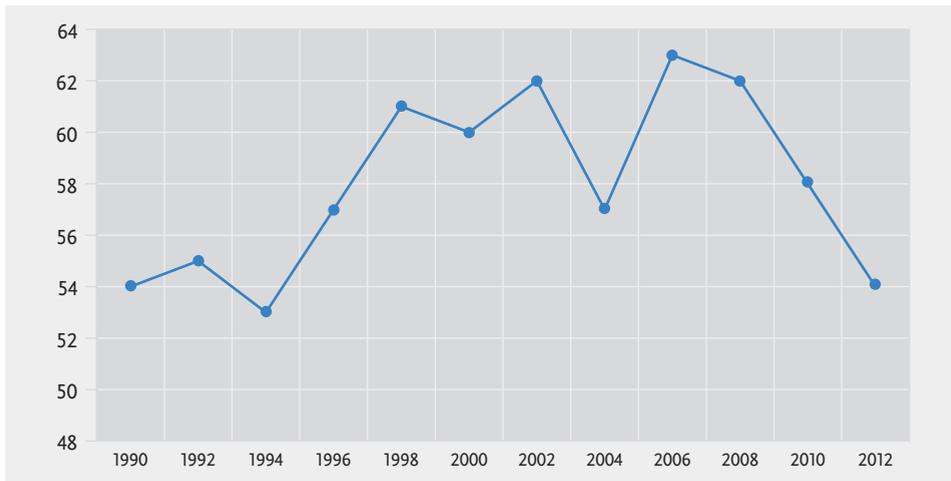


Abb. 6.9: Anteil börsennotierter Unternehmen an den 100 größten Unternehmen (%)

Quelle: Monopolkommission 1998–2014. Hauptgutachten XII–XX. Eigene Berechnungen.

Inwieweit ist für den Kreis der 100 größten Unternehmen die für den „Finanzmarktkapitalismus“ idealtypisch unterstellte Eigentümerkonstellation institutionellen Streubesitzes gegeben? Die Kategorie „über 50 % Streubesitz“, die die Monopolkommission verwendet, ist nur eine unvollkommene Näherung für die Eigentümerkonstellation des idealtypischen Finanzmarktkapitalismus; üblicherweise nimmt man mindestens 75 % Streubesitz an, damit Sperrminoritäten überstimmt werden können. Selbst für diesen (nur eingeschränkt brauchbaren) Indikator zeigt sich im Zeitablauf keine fortschreitende Finanzialisierung. Der Anteil der Unternehmen mit mehr als 50 % Streubesitz nimmt jedenfalls nicht zu, sondern gemessen am Ausgangspunkt von 1990 sogar tendenziell ab (Monopolkommission 2000–2014, Hauptgutachten XIII–XX; Faust/Thamm 2015: 42). Auch der Wertschöpfungsanteil der Streubesitz-Unternehmen, der erwartungsgemäß recht hoch ist und in der Spitze annähernd 50 % des Gesamtwerts ausmacht¹⁶, schwankt zwar im Zeitablauf erheblich, geht aber tendenziell eher leicht zurück (Monopolkommission 1990–2014, Hauptgutachten XIII–XX; Faust/Thamm 2015: 43).

Somit lässt sich festhalten, dass die Hauptgutachten der Monopolkommission nicht geeignet sind, eine wachsende Finanzialisierung der 100 größten Unternehmen in Deutschland zu belegen, obwohl es zweifellos zu der beschriebenen Entflechtung

¹⁶ Zu den „Streubesitz“-Unternehmen gehören viele der DAX30-Unternehmen, die zur Spitzengruppe der 100 größten Unternehmen zählen.

gekommen ist, auf die die These der „Erosion der Deutschland AG“ eigentlich abzielt.¹⁷

1.3 Konstellationen mit Ankerinvestoren nehmen ab, aber bleiben relevant

Wie sich die Eigentümerstruktur börsennotierter Unternehmen im Hinblick auf die Zusammensetzung der verschiedenen Kategorien von Aktionären entwickelt, insbesondere welchen Anteil hieran Finanzinvestoren aufweisen, und ob die börsennotierten Unternehmen stark dem Kapitalmarkt exponiert sind, weil sie keinen potenziell schützenden Ankerinvestor aufweisen – das sind zwei wichtige Indikatoren der Kontrollfinanzialisierung, die die Datengrundlage, die die „Erosion der Deutschland AG“ belegt, *nicht* liefert. Zur Beantwortung dieser Frage gibt es verschiedene, mehr oder weniger gut geeignete Datengrundlagen. Die Daten aus der *Finanzierungsrechnung der Deutschen Bundesbank*, die vielfach (Fichtner 2009; Vitols 2005; Deeg 2011) zu Rate gezogen wurden, um die durchschnittlichen Anteile verschiedener Aktionärskategorien am Aktienbesitz zu ermitteln, erweisen sich als ungeeignet, da sie erst ab 2013 die relevante Kategorie, nämlich den Besitz an *inländischen, börsennotierten* Aktien getrennt ausweisen.¹⁸ Frühere Verwendungen dieser Daten umfassen auch ausländische börsennotierte Aktien und/oder auch nicht börsennotierte Aktien.¹⁹ Diese Daten sind als Finanzialisierungsindikator nicht geeignet. Die neueren, korrekten Daten aus dieser Datenquelle weisen aber im Hinblick auf den Ausweis des Anteils von Finanzinvestoren einige Mängel auf, vor allem weil die in 2013 und

17 Dies zu übersehen kann Anlass zu Fehldeutungen geben. So mündet Wolfgang Streecks (2009: 77–89) kompakte Darstellung „Corporate Governance: the decline of Germany Inc.“ in dem einflussreichen Werk „Re-Forming Capitalism“ in die Botschaft, dass Deutschland einen Prozess der Desorganisation und Liberalisierung durchlaufen hat. Die Desintegrationsthese wird über die Verflechtungsanalyse hinaus noch mit anderen Argumenten unterfüttert, insbesondere dem Bedeutungsverlust der Industrie- und Wirtschaftsverbände, der auch Auswirkungen auf die Regulierung der Arbeit hat. Aber in Bezug auf die Unternehmen selbst argumentiert Streeck mit dem Rückgang der „cross-shareholdings“ unter den 100 größten Unternehmen und speziell dem Rückzug der großen Banken und Versicherungen als Anteilseigner. Im Hinblick auf die Einordnung der Ergebnisse und die Diagnose der Finanzialisierung als Kennzeichnung des im obigen Sinne desorganisierten Kapitalismus fehlt in der Streeck’schen Darstellung jegliche Unterscheidung zwischen börsennotierten und nicht-börsennotierten Unternehmen im Kreis der 100 größten. Dies wird durch die Bezugnahme auf die Studie Höpners (2003) nahegelegt, der aus dem 100er-Datensatz der Monopolkommission die 40 börsennotierten Nicht-Finanzunternehmen auswählte. Welcher Art die Zusammensetzung der Eigentümer auch der börsennotierten Unternehmen nach dem Niedergang der Deutschland AG ist, wird ebenfalls nicht betrachtet. Trotzdem bringt Streeck die Argumente ins Spiel, die üblicherweise mit der Börsennotierung und der Eigentümerstruktur des institutionellen Streubesitzes verbunden sind, nämlich dass die resultierende Börsen- bzw. Kapitalmarkt-abhängigkeit die Unternehmenspolitik verändere (zum Beispiel vermittelt über die Drohung mit feindlicher Übernahme). So unterbleibt eine wirkliche empirische Überprüfung, inwieweit die Bedingungen für die Wirksamkeit der hypothetischen Mechanismen in dem Sample der 100 größten Unternehmen überhaupt vorliegen bzw. wofür die Rede von der Erosion der Deutschland AG eigentlich steht. Je enger man den Kern der (ursprünglichen) Verflechtung definiert, desto begrenzter wird aber auch die Reichweite der getroffenen Aussagen.

18 Mehrfach wurden die Sektoren der Finanzierungsrechnung und die Instrumente der Finanzierung in der Bundesbankstatistik aufgrund europäischer Vorgaben verändert (vgl. Deutsche Bundesbank 2015, 2014b, 2010; zusammenfassend Faust/Thamm 2015: 46–51).

19 Hierdurch wird der Anteil der inländischen Nicht-Finanzunternehmen als Aktionäre erheblich überschätzt und der Anteil des „Auslands“ erheblich unterschätzt.

2014 deutlich über 50 % ausmachende Auslandskategorie nicht aufgeschlüsselt werden kann.

Erst ab 2005 stehen die Daten aus der *Meldepflicht der Depotbanken über ihre Wertpapierbestände* für eine Analyse der durchschnittlichen Zusammensetzung der Aktionäre von inländischen börsennotierten Unternehmen zur Verfügung (Tabelle 6.1). Diese Daten eignen sich wegen des begrenzten Zeitraums für die hier angestrebte Langfristbeobachtung nur bedingt.

Tab. 6.1: Eigentümerstruktur börsennotierter Aktiengesellschaften nach Meldungen der Depotbanken (Kategorien in %)

Eigentümer	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Inländer	45,5	46,4	41,2	48,4	45,4	44,9	45,8	44,6	42,8	42,9
darunter:										
Private Haushalte	13,3	11,2	10,0	10,3	12,6	12,8	13,1	12,2	14,4	11,8
Institutionelle Investoren	29,8	32,7	29,4	36,1	31,1	30,6	31,1	30,3	29,6	29,4
darunter nichtfinanzielle Investoren	12,7	16,1	15,8	22,9	19,4	19,2	18,7	18,3	18,9	18,3
darunter finanzielle Investoren	17,2	16,6	13,6	13,2	11,7	11,4	12,3	12,0	10,7	11,1
darunter Banken	4,7	4,7	3,1	3,5	2,6	2,3	2,2	1,9	2,1	2,7
darunter Investmentfonds	8,0	7,7	5,8	5,3	5,9	6,2	6,9	6,8	6,4	6,3
darunter Versicherungen	2,6	2,5	2,5	2,1	2,1	1,9	1,5	1,6	0,8	0,9
darunter sonstige finanzielle Investoren	1,8	1,7	2,2	2,3	1,1	1,0	1,9	1,7	1,5	1,3
Ausländer	54,5	53,6	58,8	51,6	54,6	55,1	54,2	55,4	57,2	57,1

Quelle: Deutsche Bundesbank 2014a.

Dafür werden aber eindeutig inländische börsennotierte Aktien erfasst, und im Gegensatz zu den Daten der Monopolkommission werden die Anteile von Investmentfonds, als „Sondervermögen“ erfasst, gesondert ausgewiesen und nicht Banken oder Versicherungen als Obergesellschaften (sofern die Vermögensverwalter Tochtergesellschaften derselben sind) zugerechnet. Die Analyse zeigt für den verfügbaren Zeitraum von 2005 bis 2014, dass der Inländeranteil in der Finanzkrise auf einen Höchstwert von 48,4 % ansteigt und danach auf knapp 43 % abfällt, zwangsläufig durchläuft der Ausländeranteil die entsprechende Gegenbewegung. Im Inland geht der Anteil der privaten Haushalte ebenso zurück wie die Anteile von Investmentfonds unter den finanziellen Investoren, während der Anteil der „nicht-finanziellen Investoren“ erheblich schwankt, aber tendenziell in der Gesamtbewegung wächst. Unter Berücksichtigung diverser Mess- und Zuordnungsprobleme lässt sich im eingeschränkten Beobachtungszeitraum für die inländischen Aktionäre jedenfalls keine Erhöhung des Anteils der finanziellen Investoren feststellen, eher das Gegenteil. Ob

dieser wichtige Finanzialisierungsindikator auf Unternehmensebene insgesamt in diese Richtung weist, lässt sich aber nicht beantworten, weil die tendenziell wachsende Ausländer-Kategorie nicht weiter aufgeschlüsselt werden kann. Es spricht einiges dafür, dass sich unter der Rubrik Ausland viele Anteile von Investmentfonds (inkl. Pensionsfonds und Hedgefonds) finden lassen. Zum Ausland gehören aber auch Staatsfonds, die in unterschiedlicher Weise agieren, und (sonstige) strategische Investoren (siehe Faust im Erscheinen).

Beide Datensammlungen bieten aus verschiedenen Gründen keine gute Datenbasis, um den Finanzialisierungsgrad im Hinblick auf die Eigentümerstruktur für das Aggregat der börsennotierten Unternehmen in Deutschland zuverlässig zu messen. Beide Datensammlungen erlauben es vor allem nicht, die Existenz von Ankerinvestoren festzustellen, da sie beide auf Durchschnittsbetrachtungen nach Aktionärsgruppen beruhen und die Konstellationen auf Ebene des Einzelunternehmens sich so nicht entschlüsseln lassen.

Letzteres kann nur erfasst werden, wenn man unternehmensbezogen die Daten der Aktionärsstruktur auf Basis vorhandener Datenquellen (BAFin, kommerzielle Datenanbieter²⁰) auswertet. Für die sozioökonomische Berichterstattung wurde von uns 2014 eine Stichtagsuntersuchung zu den DAX-Unternehmen durchgeführt, die mit ähnlich gelagerten Untersuchungen seit den 1990er-Jahren verglichen werden kann.²¹ In Anlehnung an Fichtner (2009) erfassen wir neben der De-jure-Sperrminorität auch die De-facto-Sperrminorität unter Berücksichtigung der jeweiligen Hauptversammlungspräsenz. Dabei gehen wir davon aus, dass die Schutzwirkung des Ankerinvestors bei niedriger Hauptversammlungspräsenz auch schon unterhalb der 25%-Schwelle wirksam wird. Abgesehen von der Möglichkeit, mit weniger als 25% an der Gesamtheit der möglichen Stimmen auf der Hauptversammlung dennoch auf die Sperrminorität zu kommen, haben größere Beteiligungen unterhalb der 25%-Schwelle auch eine symbolische Wirkung. Wenn potenzielle Angreifer eine solche Beteiligung zur Kenntnis nehmen, können sie vermuten, dass diese Investoren im Bewährungsfall auch noch zukaufen würden. Dass diese Betrachtungsweise realistisch ist, nach außen als Signal ausgesendet wird und nach innen so wahrgenommen wird, zeigt das folgende Beispiel.

Bei der RWE AG gibt es seit Langem kommunale Aktionäre, die ihre Einflusspotenziale verbandsförmig bündeln. Der folgende Auszug aus der Satzung des Verbands

20 BaFin: Datenbank: Bedeutende Stimmrechtsanteile an inländischen Gesellschaften, die zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind. <https://portal.mvp.bafin.de/database/AnteileInfo/>. Stand: 05.09.2016.

21 Stand August 2014 weist die BAFin-Datenbank 479 inländische Gesellschaften (Emittenten) auf, die zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind (<https://portal.mvp.bafin.de/database/AnteileInfo/start.do>). Die hier ausgewählten Unternehmen stellen mit 160 Firmen eine Teilmenge dar, an die besondere Anforderungen gestellt werden. Die im DAX30, MDAX, SDAX und TecDAX notierten Unternehmen müssen alle die Voraussetzungen des Prime Standards erfüllen. Laut Deutscher Börse ist der „Prime Standard (ein) Teilbereich des EU-regulierten Segmentes der Deutschen Börse für Unternehmen, die besonders hohe Transparenzstandards erfüllen, (...) die über die gesetzlichen Mindestanforderungen des Regulierten Marktes hinausgehen (http://www.boerse-frankfurt.de/boersenlexikon/Prime_Standard. Stand: 09.10.2016).

der kommunalen RWE-Aktionäre zeigt einerseits das Selbstverständnis der Aktionäre als stabilitätsgebender Ankerinvestor, der seine Rolle explizit auch in der Abwehr unerwünschter Übernahmeveruche sieht, und andererseits eine selbstbewusste Einschätzung des eigenen Einflusspotenzials, obwohl dieses unterhalb der 25%-Schwelle liegt. Nach den neueren Daten unserer Erhebung liegt der Anteil der kommunalen Aktionäre bei 15 %, was bei einer Hauptversammlungspräsenz in 2014 von 53,64 % weiterhin garantiert, dass die Sperrminorität klar übersprungen wird.

„1.2 Strategisches Investment: Bei der kommunalen Beteiligung an RWE handelt es sich für die Kommunen nicht nur um irgendein Portfolio, sondern um ein strategisches Investment zur Sicherung der Daseinsvorsorge für ihre Bürger. Deshalb sind sie – im Gegensatz zu vielen anderen Anteilseignern – langfristig investiert und nicht einseitig am Aktienkurs orientiert.“

1.3 Verlässlichkeit und Stabilität: Dieses strategische kommunale Investment garantiert RWE Verlässlichkeit und Stabilität in Zeiten, in denen das besonders wichtig ist. So kann sich RWE nach wie vor auf eine stabile kommunale Aktionärsstruktur stützen, auch wenn der kommunale Schutzwall in den vergangenen Jahren schwächer geworden ist. Wenn auch die kommunale Beteiligung an der RWE AG unter 25 % gesunken ist, lag die kommunale Präsenz in der Hauptversammlung 2012 (Stimmrechtsanteil bei der HV 2012) mit rd. 42 % weit über der Sperrminorität.

1.4 Schutz vor Hedgefonds und feindlicher Übernahme: Auch bei einem kommunalen Aktienanteil unter 25 % bieten die kommunalen Anteilseigner auf Grund ihrer hohen HV-Präsenz (= faktische Sperrminorität) RWE auch in überschaubarer Zukunft Schutz vor Hedgefonds und feindlicher Übernahme“ (VKA 2012 [Verband der kommunalen RWE-Aktionäre GmbH]: Aufgaben laut Satzung: <http://www.vka-rwe.de>).

Die Daten zur Hauptversammlungspräsenz zeigen ferner, dass diese in den Unternehmen mit Ankerinvestoren wesentlich höher ausfällt als in den Unternehmen ohne derartige Investoren. BMW, Beiersdorf und Continental, Unternehmen mit großen von Ankerinvestoren gehaltenen Anteilen, weisen Hauptversammlungspräsenzen von über 70 % bis über 80 % auf, während Streubesitz-Unternehmen wie BASF, Bayer, Allianz, Daimler und Deutsche Bank alle deutlich unter 50 % liegen und bisweilen nicht einmal 30 % erreichen (Deutsche Bank). Dies spricht umgekehrt dafür, dass in Streubesitz-Unternehmen gut organisierte Herausforderer de facto relativ leicht respektable Stimmrechtsanteile erzielen können. Ab welcher Größe Unternehmen in Streubesitz durch Hedgefonds angreifbar werden, ist damit noch nicht ausgemacht. Bei großen Unternehmen mit hohem Marktwert stellen auch 10 % oder gar 20 % der Anteile einen großen Vermögenswert dar, der nicht so einfach von einem Hedgefonds aufgebracht werden kann. Bezüglich der Realistik von feindlichen Übernahmedrohungen (und den damit vermuteten Disziplinierungseffekten auf das Management) muss eine Reihe anderer Faktoren in Betracht gezogen werden. Dies gilt nicht zuletzt für nationale politische Zielsetzungen. Kann man sich vorstellen, dass eine Bundesregierung (oder eine bayerische Landesregierung) es zulassen würde, dass durch eine feindliche Übernahme von Siemens das

Unternehmen aufgespalten und in Teilen verkauft wird und dass eine Immobilienverwertungsfirma aus der Zentrale am Wittelsbacher Platz ein Einkaufszentrum macht? Anders mag das bei kleineren bis mittleren Unternehmen aussehen, für deren Eigentumsübergang sich weniger öffentliches Interesse mobilisieren lässt.²²

Tab. 6.2: De-jure-„Blockholding“ nach SOFI-Kategorien (prozentuale Anteile)

Kategorien → Index ↓	Kein Block	Mit Block	1	2	3	4	5	6	7	8	9
DAX30	70,0	30,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,3	16,7	10,0	0,0	0,0
MDAX	38,0	62,0	4,0	0,0	6,0	6,0	4,0	16,0	12,0	12,0	2,0
SDAX	28,0	72,0	6,0	2,0	2,0	0,0	2,0	46,0	8,0	4,0	2,0
TecDAX	43,3	56,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	46,6	3,3	6,7	0,0
Total	41,9	58,1	3,8	0,6	1,9	1,9	2,5	31,3	8,8	5,6	1,3

1 = KAG; 2 = Bank; 3 = Versicherung; 4 = Staatsfonds/Staat; 5 = Deutsche Gebietskörperschaft; 6 = Einzelperson/Familien/Stiftungen; 7 = deutsches Nichtfinanz-Unternehmen; 8 = ausländisches Unternehmen oder Einzelperson; 9 = Genossenschaft/Verein

Quelle: Faust/Thamm 2015. SOFI-Erhebung.

Nach unserer Auswertung (Tabelle 6.2) haben rund 58 % der erfassten börsennotierten Unternehmen 2014 einen De-jure- und rund 71 Prozent einen De-facto-Blockholder (25 %-Schwelle). Allerdings liegt der Anteil der Unternehmen mit Ankerinvestor (25 %) bei den eher großen Unternehmen des DAX30 niedriger (30 % de jure bzw. 57 % de facto). Blockholder mit einfacher Mehrheit (größer als 50 %) finden sich in der De-jure-Betrachtung bei 33,1 % des Samples, mit einer Supermehrheit (größer als 75 %) bei 8,1 % des Samples (vgl. Faust/Thamm 2015: 68–69).

Die zusätzlich zu Rate gezogene Studie zu börsennotierten Familienunternehmen (Achleitner u. a. 2011), die die Jahre 1998 bis 2008 abdeckt und ein größeres Sample aus börsennotierten Unternehmen umfasst, bestätigt insgesamt die hohe Eigentümerkonzentration und zeigt, dass ein erheblicher Teil der Ankerinvestoren aus Familien bzw. Unternehmensgründern besteht (zwischen 26 und 39 % im Zeitverlauf nach der engen Definition des Familienunternehmens), das Phänomen Ankerinvestor aber nicht darin aufgeht. Ankerinvestoren haben eine sehr heterogene Herkunft, neben Familien und Gründern, die nach unserer Erhebung die größte Gruppe stellen, gehören dazu auch Stiftungen und Genossenschaften, deutsche Gebietskörperschaften, deutsche und ausländische Nicht-Finanzunternehmen, Banken, Versicherungen und ausländische Staatsfonds bzw. Staaten (vgl. auch Tabelle 6.3).

Neben der Zusammensetzung der Ankerinvestoren interessiert auch die Zusammensetzung der bedeutsamen Finanzinvestoren.²³ Insgesamt sind an den 160 unter-

22 Diesen Umstand macht Fichtner zum Ausgangspunkt seiner Überlegungen über die Verwundbarkeit von Streubesitz-Unternehmen durch aktivistische Hedgefonds (Fichtner 2009; zur Einordnung vgl. Faust im Erscheinen).

23 Investoren unterhalb der Meldepflicht, die somit gar nicht über Meldungen identifiziert werden können, werden dem Streubesitz zugerechnet, den wir für Beteiligungen unterhalb der 3-Prozent-Schwelle ansetzen.

suchten Unternehmen zum Erhebungszeitpunkt (neben den strategischen Investoren) 128 finanzielle Investoren mit einem Anteilsbesitz von (meist) mehr als 3% beteiligt und somit identifizierbar. Auf die identifizierten finanziellen Investoren entfallen insgesamt 375 individuelle Beteiligungen. Etwa die Hälfte der Beteiligungen (185) entfällt auf die in Tabelle 6.3 aufgeführten zehn Investoren mit den meisten individuellen Beteiligungen. BlackRock ist mit Abstand der am häufigsten vertretene Investor, was sich allein schon dadurch erklärt, dass BlackRock über Indexfonds in nahezu allen Indexunternehmen automatisch dabei ist. Mit dem norwegischen Staatsfonds ist einer der vielen Staatsfonds unter den zehn größten Investoren vertreten, der seine Investments breit streut. Katar (vier Beteiligungen), Singapur (zwei), Belgien (eine) und Abu Dhabi (eine) folgen weiter unten auf der Liste. Nähere Analysen der (unterschiedlichen) Strategien der bedeutsamen Finanzinvestoren müssten klären, inwieweit auch diese „geduldig“ sind, in dem Sinne, dass sie ihre Anlagestrategie nicht von quartalsweisen Gewinn- bzw. Kursentwicklungen oder Ausschüttungsversprechen abhängig machen. Ferner wäre zu prüfen, ob sie („geduldig“ oder nicht) versuchen, Einfluss auf die Unternehmensführung zu nehmen, auf welchen Wegen dies ggf. geschieht und bei welchen Themen (vgl. Faust im Erscheinen). Auffällig ist auf alle Fälle, dass unter den Spitzenreitern der Tabelle 6.3 mit BlackRock, der Capital Group und dem norwegischen Staatsfonds erklärte Langfristinvestoren vertreten sind, die sich oft auch mit Bezug auf ESG-Themen (Environmental, Social, Governance) als „engagiert“, aber nicht „aktivistisch“ bezeichnen (vgl. Faust im Erscheinen). BlackRock ist hierbei ein besonderer Fall, der „zwangsweise geduldig“ ist, weil sein Aktienportfolio zu rund 80% in Indexfonds angelegt ist, die Käufe und Verkäufe nur nach Maßgabe der Indexgewichte von Unternehmen vornehmen.

Tab. 6.3: Die zehn größten Finanzinvestoren und ihre Beteiligungen an den 160 DAX-Firmen Ende 2014

Finanzieller Investor	Anzahl Beteiligungen
BlackRock	47
Allianz Global Investors	22
Staat Norwegen	21
Capital Group	20
Deutsche Asset & Wealth Management	17
Fidelity	16
Franklin Templeton Investments	15
Sun Life Financial	12
BNP Paribas	7
Threadneedle	6

Quelle: Faust/Thamm 2015. SOFI-Erhebung.

Zur Klärung der Frage, ob wir es in Deutschland mit einer fortschreitenden Finanzialisierung der Unternehmenslandschaft zu tun haben, müssen wir die Befunde der Stichtagsuntersuchung von 2014 einordnen.

Tab. 6.4: Börsennotierte Unternehmen in Deutschland mit Ankerinvestoren – Entwicklung von 1990 bis 2014

Studie	Untersuchungsjahr	Unternehmen mit De-jure-Sperrminorität (%)	Unternehmen mit De-facto-Sperrminorität (%)
Franks/Mayer 2001	1990	85,4	
Jenkinson/Ljungqvist 2001	1991	87,4	
Edwards/Nibler 2000	1992	71,4	
Becht/Boehmer 1997	1996	82,3	
Ampenberger 2010	1995	88	
	2000	77	
	2006	67	
Kammerath 1999	1999	81,1	
Van der Elst 2000	1999	75,1	
Rapp/Wolff 2010	2005 – 2007	ca. 54	
Fichtner 2009	2008	56,3	69,4
Fichtner 2015	2011	57,5	
Faust/Thamm 2015	2014	58,1	71,2

Quelle: Verschiedene Studien. Eigene Darstellung.

Durch eigene, frühere Zeiträume umfassende Erhebungen war das nicht zu leisten. Wir greifen hierzu auf eine Serie von Erhebungen aus früheren Studien zurück, die alle Aussagen treffen, wie hoch der Anteil der Ankerinvestoren mit Sperrminorität bei börsennotierten Unternehmen in Deutschland ist. Diese Studien unterscheiden sich in vielerlei Hinsicht (Samplegröße, Zufallsauswahl, Berechnungsmethoden).²⁴ Dennoch lässt sich ein grobes, aber aufschlussreiches Bild der Entwicklung zeichnen (Tabelle 6.4).²⁵

So erhalten wir bezüglich dieses zentralen Finanzialisierungsindikators eine gemischte Aussage, je nachdem an welchen Erwartungen wir uns orientieren. Der deutliche Rückgang der Anzahl von Unternehmen mit einem Ankerinvestor im gesamten Zeitraum von 1990 bis 2014 zeigt eine fortschreitende Finanzialisierung oder Desorganisation an. Gemessen an der idealtypischen Konstellation des „institutionellen Streubesitzes“ einer neuen Formation namens „Finanzmarktkapitalismus“ handelt es sich aber weiterhin um eine begrenzte Finanzialisierung, wenn unter den börsennotierten Unternehmen weit mehr als die Hälfte weiterhin einen Ankerinvestor

²⁴ Hinweise hierzu finden sich in den jeweiligen Studien. Für Überblicke vgl. Becht/Boehmer 2003; Faust/Thamm 2015.

²⁵ Die Unterscheidung zwischen De-jure- und De-facto-Sperrminorität wurde von den früheren Studien nicht angewandt, sodass diesbezüglich keine Aussagen möglich sind.

tor aufweist – erst recht gilt diese Aussage, wenn wir die De-facto-Sperrminorität von deutlich mehr als zwei Drittel der Fälle berücksichtigen. Die Studie von Achleitner u. a. (2011) zeigt zudem, dass ein großer Teil der Finanzialisierung der Unternehmenslandschaft, gemessen am Zuwachs an börsennotierten Unternehmen seit den 1990er-Jahren, auf das Konto von Gründern und Familien ging, die ihre Unternehmen an die Börse brachten, aber nicht um sich als Privatier zurückzuziehen, sondern um das Unternehmen mit zusätzlichem Eigenkapital weiterzuführen, ohne die Kontrolle aus der Hand zu geben, d. h. mindestens mit einer Sperrminorität ausgestattet. Zwar sind in den unmittelbaren Folgejahren des Börsencrashes um die Jahrtausendwende überproportional viele Familienunternehmen wieder ausgeschieden, die offenbar auf kein tragfähiges Geschäftsmodell bauen konnten, darunter vermutlich auch solche mit haltlosen bis halbseidenen Versprechungen. Dennoch resultiert die Gesamtbewegung in einem dauerhaften, substanziellen Anstieg der Familienunternehmen unter den CDAX-Unternehmen, auch nach dem Ende des Börsenbooms der 1990er-Jahre (vgl. Achleitner u. a. 2011: 38; vgl. Faust/Thamm 2015: 74–81). Die Entwicklung, die in der einen Perspektive als Finanzialisierung der Unternehmenslandschaft in Deutschland verbucht werden kann, weil für einen bestimmten Zeitraum (1990 bis 2000) der Anteil der börsennotierten Unternehmen stark ansteigt, erscheint in der anderen Perspektive als Ausbreitung von Familienunternehmen am Kapitalmarkt: „Finanzialisierung“ und „Famialisierung“ als parallele Momente einer Entwicklung.

Ergänzend zu diesem Befund zeigen Fallstudien, dass in Fällen von feindlichen bzw. unerwünschten Übernahmehrohungen sich auch Abwehrkoalitionen neu bilden, wobei die regionale Wirtschaft und der Staat (Länder oder kommunale Gebietskörperschaften) entweder in konkreten Fällen als „weiße Ritter“, wie der Senat der Stadt Hamburg im Fall von Beiersdorf und Hapag Lloyd (vgl. Faust/Ittemann in Vorbereitung), oder prophylaktisch tätig werden, wie die thüringische Landesregierung unter anderem im Fall von Jenoptik. Die Mitteldeutsche Zeitung (01.10.2012) spricht in diesem Zusammenhang in Anspielung auf die sprichwörtliche Deutschland AG von der „Neuen Thüringen AG“. Wir interpretieren diese und andere Fälle als funktionale Äquivalente zur Deutschland AG, in denen oft der Staat als direkter Miteigentümer und Koordinator einer Anker- bzw. Abwehrkoalition auftritt. Es muss also bei der Interpretation der rein zahlenmäßigen Befunde zur Existenz von Ankerinvestoren mit bedacht werden, dass sich im Fall von feindlichen Übernahmeangeboten eine Abwehrkoalition *neu* bilden kann, insbesondere dann, wenn öffentliches Interesse über politische Kanäle mobilisiert werden kann.

2 Die Dimensionen der (Kontroll-)Finanzialisierung in der Zusammenschau

Bislang haben wir Indikatoren für die Entwicklung der Kontroll-Finanzialisierung in der Netzwerkdimension gesammelt und die Verbreitung bestimmter institutioneller Formen (börsennotierte Unternehmen) gemessen. Eingangs hatten wir dafür plädiert, die Finanzialisierung mehrdimensional zu analysieren, also neben der strukturellen auch die institutionelle und kognitiv-kulturelle Dimension zu berücksichtigen. Daher unternehmen wir hier einen knappen Versuch einer solchen mehrdimensionalen Zusammenschau (vgl. Faust/Kädtler im Erscheinen; Faust 2013). Hierbei berücksichtigen wir, dass das Unternehmen prinzipiell nicht *nur* finanzialisiert sein kann; es ist immer multipel in Netzwerke eingebettet und verschiedenen, auch konfliktären institutionellen Regeln und ebensolchen Ideen und Konzepten ausgesetzt; daher ist es „multireferentiell“ zu betrachten. Dies hat auch Konsequenzen für die komplexe Frage, welche Wirkungen von der Finanzialisierung ausgehen. Finanzialisierung wirkt immer im Zusammenspiel der verschiedenen Dimensionen und anderen Einbettungen.

Den *Wandel der Eigentumsstrukturen* bzw. der Zusammensetzung der Aktionäre kann man schlagwortartig als sachlich (Umfang der betroffenen Unternehmen) und zeitlich (Schwerpunkt 1990er-Jahre) begrenzten Finanzialisierungsschub fassen. In der Perspektive des multireferentiellen Unternehmens ist in der strukturellen Dimension darüber hinaus zu berücksichtigen, dass das (mehr oder weniger) finanzialisierte Unternehmen immer auch in andere als Finanzmärkte und deren Beziehungsstrukturen eingebettet ist und sich weiterhin in Produkt- und/oder Dienstleistungsmärkten behaupten muss.²⁶ Auch Kunden und Zulieferer erheben Ansprüche und können je nach Machtverteilung im Feld diese zulasten der Ansprüche der Aktionäre durchsetzen (Froud u. a. 2006; Faust/Bahn Müller/Fisecker 2011). So legen einige Autoren nahe, dass die Finanzialisierung des Unternehmens dazu führt, dass das Management kurzfristige finanzielle Ergebnisse aufpoliert, um den Börsenkurs des Unternehmens zu stützen, dafür auch Investitionen für innovative Projekte kürzt und damit langfristig die Wachstums-, womöglich auch die Überlebenschancen des jeweiligen Unternehmens untergräbt (etwa Deutschmann 2008). Aber die Strategieoptionen werden nicht durch isolierte Finanzialisierungseffekte bestimmt. Wenn man in die Analyse einbezieht, dass in bestimmten Branchen bzw. für Unternehmen mit bestimmten Wettbewerbspositionen Innovativität einen zentralen Wettbewerbsparameter darstellt, dann sind solchen Strategien der Aktionärsberuhigung Grenzen gesetzt, zumal sich die Kapitalmarktakteure selbst, Analysten und Fondsmanager, „ausrechnen“ können, dass die Wertsteigerungspotenziale solcher innovationsabstinenten Firmen schwach sind.²⁷

26 So liefert Scheuplein (2012) eine überzeugende Analyse des Scheiterns bestimmter (Wachstums-)Strategien von Private-Equity-Investoren, die die vermacheten Strukturen des Automobilzuliefermarktes nicht aufbrechen können.

27 Hierfür haben wir Belege aus den Fallstudien des Projekts „Finanzmarktorientierung und Mitbestimmung“ (gefördert durch die Hans-Böckler-Stiftung); (vgl. Kädtler/Mautz/Faust im Erscheinen).

Auch im Hinblick auf die Frage, ob die Finanzialisierung die Verhandlungsposition von Beschäftigten und Gewerkschaften untergräbt und so zu Effekten wie einer ungleicher werdenden Einkommensverteilung beiträgt, ist die Tatsache, dass Unternehmen multipel eingebettet sind, von zentraler Bedeutung. Die „Globalisierung“ der güterwirtschaftlichen, aber auch dienstleistungsbezogenen Produktions- und Beschaffungsmöglichkeiten (vgl. Faust/Voskamp/Wittke 2004) gilt zu Recht als ein wesentlicher Faktor, der die Verhandlungsmacht der Beschäftigten und ihrer Vertretungen beeinflusst, und auf diesem Wege in verschiedener Hinsicht (Lohnhöhe, Beschäftigung, Karrieremöglichkeiten) auch die Teilhabechancen von Lohnabhängigen. Die Ausprägung der Bedingungen von Produktions- und Beschaffungsinternationalisierung sowie die Möglichkeiten der Unternehmen, von diesen Bedingungen Gebrauch zu machen oder sich ihnen zu entziehen, wenn sie sie als Bedrohung wahrnehmen, variieren aber unabhängig von der Globalisierung der Finanzmärkte und namentlich der Verbreitung der Kontroll-Finanzialisierung (vgl. Haipeter 2016: 34). Umgekehrt gilt auch: Wenn Unternehmen Personal binden oder gewinnen wollen, das für die Verteidigung oder den Ausbau der Wettbewerbsposition wichtig ist, aber Alternativen am Arbeitsmarkt hat, dann liegt es nahe, dass das finanzialisierte genauso wie das nicht-finanzialisierte Unternehmen versucht, seine Arbeitgeberattraktivität zu steigern.

Eine Reihe von *institutionellen Regeln* sowohl der Aktiengesellschaft als auch des Kapitalmarkts werden seit den 1990er-Jahren aktionärsfreundlicher ausgestaltet (siehe zusammenfassend Faust/Bahn Müller/Fisecker 2011: 29–46, 395–424). Die Unternehmen unterliegen erhöhten externen Anforderungen an Transparenz und Rechenschaftslegung, worüber auch das Verstecken von Reserven im Interesse von Gläubigern und anderen Stakeholdern erschwert wird; durch die Abschaffung von Höchst- und Mehrfachstimmrechten wird das Prinzip „one share – one vote“ verwirklicht, wodurch die Rechte von Minderheitsaktionären gegenüber „Blockholdern“ und dem Management gestärkt werden sollen; Insidergeschäfte werden verboten und wirkungsmächtiger überwacht, um insbesondere ausländischen Investoren den deutschen Kapitalmarkt schmackhafter zu machen; den Unternehmen wird das Instrument der Aktienrückkaufprogramme als neue Form der Ausschüttung von Überschüssen an die vorhandenen Aktionäre an die Hand gegeben; bei der Vorstandsvergütung wird das Instrument der Aktienoptionen vorgesehen, im Einklang mit der Agenturtheorie die Interessen der Vorstände an die Interessen der Aktionäre koppeln soll. Nicht zuletzt werden die Möglichkeiten der Banken eingeschränkt, Aufsichtsratsmandate wahrzunehmen und Stimmrechte als Depotbanken nach eigenem Gutdünken wahrzunehmen. Bezüglich der institutionellen Regeln ist die Dynamik der Finanzialisierung dadurch begrenzt, dass von Anfang an widersprüchliche Elemente koexistieren: ein klassischer Institutionenkonflikt, der innerhalb der Aufsichtsgremien und an der Schnittstelle zwischen externer und interner Koalition zur Dauerbearbeitung ansteht. Trotz aktionärsfreundlicher Reformen bleibt es beim pluralistischen Konzept des Unternehmens; der Vorstand bleibt dem langfristigen Gedeihen des Unternehmens verpflichtet und nicht den Interessen *eines* Stakehol-

ders, der Aktionäre.²⁸ Trotz erheblicher Anfeindungen bleibt die Unternehmensmitbestimmung unangetastet und somit ein Hindernis für eine ultimative Kontrolle seitens der „Residualeinkommensempfänger“ (Aktionäre), wie sie die Agenturtheorie des Unternehmens vorsieht (vgl. Faust/Bahn Müller/Fisecker 2011; Faust 2011; Höpner 2003; Streeck/Höpner 2007). Nach den Erfahrungen der Finanz- und Wirtschaftskrise hat sich die politische Legitimität der Mitbestimmung eher noch gefestigt. Die Stärkung des Aufsichtsrats gegenüber dem Vorstand (etwa durch die Verankerung „zustimmungspflichtiger Geschäfte“) kommt auch der Arbeitnehmerseite im Aufsichtsrat zugute (Jürgens/Lippert/Gaeth 2008), wie generell die erweiterten Transparenzanforderungen, die „kommunikative Dimension“ des Shareholder Value, ambivalent sind (Höpner 2003). Es kommt aber auch zu Korrekturen bei den aktionärsfreundlichen Reformen im Zeitablauf: Nach den Erfahrungen der Finanzkrise werden die Regeln für die Vorstandsvergütung in der Absicht korrigiert, Kurzfristorientierung zu vermeiden. Kurzum, es handelt sich um eine „institutionelle Rekonfiguration“ widersprüchlicher Elemente (Jackson 2005), die sich als widersprüchliche Institutionalisierung des multireferentiellen Unternehmens niederschlägt.

Ferner macht uns das Konzept des multireferentiellen Unternehmens darauf aufmerksam, dass wir in *allen* Beziehungen mit institutionellen Regeln zu rechnen haben, die die Rechte und Verpflichtungen von Anspruchsgruppen definieren. Institutionelle Regeln in anderen Sphären der Koordination können sich im (ideellen) Gleichklang mit den Änderungen der Regeln der Corporate Governance entwickeln oder mit ihnen in Konflikt stehen (wie oben am Beispiel der Unternehmensmitbestimmung verdeutlicht). In jedem Fall geht es um unterschiedliche Sphären der Koordination und unterschiedliche politische Arenen, in denen die Regelsetzung vorgenommen und wirksam wird. So müssen im Hinblick auf die möglichen Wirkungen der Finanzialisierung auf Arbeit, Beschäftigung, Löhne und Verteilungsrelationen (vgl. Haipeter/Latniak/Lehndorff 2016; Kornich/Hicks 2015), etwa die Arbeitsgesetzgebung und die sektoralen, überbetrieblichen und betrieblichen Regeln der industriellen Beziehungen, als Regelungskomplexe angesehen werden, die einer eigenen politischen Agenda folgen, in eigenen Arenen ausgehandelt werden und eigenständig auf der Unternehmens- bzw. Betriebsebene wirken. Keinesfalls sollten sie als ein bloßes Anhängsel der Finanzialisierung behandelt werden (vgl. Haipeter 2016: 34).

28 So sind die Bestimmungen des deutschen Corporate-Governance-Kodex in vielerlei Hinsicht Ausdruck der neuen Orientierungen am Aktionärsinteresse (z. B. Missbilligung von Mehrfach- und Höchststimmrechten); im Kern definiert der Kodex aber ein pluralistisches Unternehmenskonzept, das im Hinblick auf die Aufgaben des Vorstands deutlicher noch als das Recht der Aktiengesellschaft ein Stakeholdermodell favorisiert: „Der Vorstand leitet das Unternehmen in eigener Verantwortung im Unternehmensinteresse, also unter Berücksichtigung der Belange der Aktionäre, seiner Arbeitnehmer und der sonstigen dem Unternehmen verbundenen Gruppen (Stakeholder) mit dem Ziel nachhaltiger Wertschöpfung“ (Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex: 6). Auch die Aufsichtsräte, einschließlich der Vertreter der Anteilseigner, werden auf das so definierte „Unternehmensinteresse“ verpflichtet und nicht exklusiv auf dasjenige der Gruppen, von denen sie jeweils gewählt werden. „Die von den Aktionären gewählten Anteilseignervertreter und die Arbeitnehmervertreter sind gleichermaßen dem Unternehmensinteresse verpflichtet“ (ebd.: 1).

Parallel zur Finanzialisierung verlaufende Prozesse der Liberalisierung auf dem Arbeitsmarkt bzw. bezüglich der Institutionen der Erwerbsarbeit, die durch geteilte „neoliberale“ Hintergrundüberzeugungen gestützt werden, sind zudem in verschiedenen Sektoren der Wirtschaft unterschiedlich ausgeprägt (etwa die Erosion der Flächentarifverträge). Diese unterschiedlichen Grade der Liberalisierung bzw. „Abdeckung“ durch dekommodifizierende Institutionen folgen aber nicht den Graden der Kontroll-Finanzialisierung. Insbesondere in den großen, börsennotierten Unternehmen sind die Abdeckung durch Flächentarifverträge, die gewerkschaftliche Verhandlungsmacht, gestützt auf Organisationsgrade, und die Machtposition der betrieblichen Mitbestimmungsträger tendenziell eher höher als in den nicht-finanzialisierten Sektoren. Umgekehrt wirkt die durch institutionelle Reformen ermöglichte bzw. erleichterte Durchsetzung atypischer und prekärer Beschäftigung in finanzierten und in nicht oder weniger finanzierten Sektoren gleichermaßen und es bleibt der fallweisen Analyse überlassen, wie die durch parallele institutionelle Reformen veränderten Handlungsmöglichkeiten im Hinblick auf Arbeit und Beschäftigung sowie die im Erwerbssystem erzeugte soziale Ungleichheit jeweils zusammenwirken.²⁹

Im Hinblick auf die *kognitiv-kulturelle Dimension*³⁰ lässt sich seit den 1990er-Jahren ein Wandel der Leitideen der Unternehmensführung und -aufsicht beobachten, der sowohl das Rüstzeug für die Reformen auf institutioneller Ebene bereitstellt als auch die Akteure auf der Unternehmensebene mit neuen Rechtfertigungs- und Begründungsordnungen ausstattet. Es verbreiten sich seit den 1990er-Jahren *neue Konzepte des Unternehmens und der Unternehmensführung* in Wissenschaft, Unternehmensberatung und Management (Kädtler 2009, 2010). Die Agenturtheorie des Unternehmens, die den Vorrang der Aktionärsinteressen begründet, findet Unterstützung, das Shareholder-Value-Konzept findet Resonanz im Management. Was genau darunter zu verstehen ist, variiert in den Selbstdarstellungen der Praxis wie in den wissenschaftlichen Kategorisierungen. Üblicherweise gehören die folgenden Elemente dazu: die Definition einer kapitalmarktadäquaten Zielrendite (mit der ein Überschuss über die Kapitalkosten verdient werden kann) und daran gebundener Zielvereinbarungs- und Belohnungssysteme, die diese Zielrendite operativ verbindlich machen sollen; die systematische Pflege der „Investor Relations“; eine den Kapitalmarkterwartungen entsprechende Qualität der Berichterstattung (quartalsweise und Ad-hoc-Berichterstattung, Kapitalflussrechnung, Segmentberichterstattung, interna-

29 So ist bei den großen Einzelhandelsketten, allesamt Familien- oder Stiftungsunternehmen, die Mitbestimmung „nicht die Regel, sondern die Ausnahme“ (Tornau 2016: 12; Molitor 2016), und auch die Tarifbindung ist dort ausgesprochen schwach, was unter anderem den hohen Anteil von Niedriglöhnen erklärt. Das einzige börsennotierte Handelsunternehmen Metro (mit Familienankerinvestor) hingegen hat traditionell eine gut funktionierende Mitbestimmung und ist tarifgebunden, kommt aber durch die tarif- und mitbestimmungsflüchtigen Familienunternehmen unter Druck (Metro-Konzernbetriebsratsvorsitzender und Aufsichtsrat Werner Klockhaus im Interview mit Molitor/Girndt 2016), sich dem niedrigeren Branchenstandard anzupassen.

30 Befunde hierzu stammen zumeist aus punktuellen Fallstudien (vgl. Goutas/Lane 2009; Faust/Bahn Müller/Fisecker 2011) oder anekdotischer Evidenz. Systematische Diskursanalysen etwa auf Basis von Geschäftsberichten oder der Wirtschaftspresse, die auch Diskursverschiebungen im Zeitverlauf einfangen könnten, fehlen (vgl. aber Meyer/Höllner 2010 für Österreich als nachahmenswertes Beispiel).

tionale Rechnungslegungsstandards) und die Einführung angeblich mit den Interessen der Shareholder kompatibler Vergütungssysteme (höhere Variabilität der Vergütung, Verknüpfung mit anspruchsvollen Ergebnis- und Marktwertgrößen) (vgl. den Shareholder-Value-Index bei Höpner 2003). Ferner findet auch die strategische Leitlinie der „Konzentration auf Kerngeschäfte“ zunehmend Resonanz. Sie wird von Analysten und Fondsmanagern mit Nachdruck versehen, weil diese die Diversifizierungsentscheidung ihres Portfolios selbst vornehmen wollen und das Prognose-Risiko von Konglomeraten scheuen (Faust/Bahn Müller 2007). Schließlich gewinnt das Finanzressort innerhalb der Unternehmen an Bedeutung und damit die Orientierung an (Finanz-)Kennzahlen.

Aber die neuen Ideen und Konzepte sind keineswegs unumstritten und der anfängliche „Landgewinn“ neuer Ideen kann durch Gegenbewegungen gebremst oder zurückgedrängt werden. Die neuen Ideen finden ihre Verfechter in bestimmten Berufsgruppen, aber sie werden ebenso von konkurrierenden beruflichen bzw. professionellen Selbstverständnissen herausgefordert. Der Ideenstreit wird in seinem Verlauf auch durch die institutionelle Ermächtigung von Anspruchsgruppen beeinflusst. So findet man in deutschen Unternehmen selten ein offenes Bekenntnis zur „shareholder primacy“ wie im angelsächsischen Kontext (vgl. Stout 2012); statt des „Shareholder Value“ wird eher das semantisch unverfänglichere Konzept der „Wertorientierung“ verwendet. Ein pluralistisches Unternehmenskonzept und die Idee der Sozialpartnerschaft sind weiterhin breit akzeptiert, nun aber mit einer stärkeren Einfärbung als „Wettbewerbskoalition“ (Lütz 2003: 30; vgl. Höpner 2003). Systeme „wertorientierter Unternehmensführung“ erfahren pragmatische Anwendung, und Konsequenzen werden in zeitlicher und sachlicher Hinsicht unter den Bedingungen der Mitbestimmung ausgehandelt (Vitols 2004; Faust/Bahn Müller/Fisecker 2011). Kurzum, das global gehandelte Leitbild des Shareholder Value erfährt unter den Bedingungen von Mitbestimmung und variierenden Akteurskonstellationen auf Unternehmens- oder Branchenebene eine jeweils lokale bzw. feldbezogene „Übersetzung“ (Faust 2011; Goutas/Lane 2009; Jürgens/Naumann/Rupp 2000). Umgekehrt müssen kulturell und institutionell „fremde“ angelsächsische Investoren feststellen, dass bestimmte Ansprüche im deutschen Kontext nicht erfüllt werden, und einige lernen auch, dass das kein Schaden für sie sein muss, und modifizieren ihre Interessendefinition (Faust/Bahn Müller 2007; Faust/Fisecker/Bahn Müller 2007; Faust/Bahn Müller/Fisecker 2011; Faust im Erscheinen).

3 Fazit: Begrenzte Finanzialisierung und Teilhabewirkungen

In der Gesamtschau verschiedener Dimensionen der Finanzialisierung (strukturell, institutionell, kognitiv-kulturell) kann man für Deutschland in den 1990er-Jahren einen Finanzialisierungsschub konstatieren, der aber eine begrenzte Reichweite hat und in seinen Wirkungen durch Gegenbewegungen und widersprüchliche Elemente modifiziert wird. Ob und wie Finanzialisierung wirkt, richtet sich dann nach typi-

schen Konstellationen. Je nach Definition kann sich die Finanzialisierung auch nur auf die kognitiv-kulturelle Dimension beschränken, etwa indem wirtschaftliche Entscheidungen stark durch die Orientierung an Finanzkennzahlen geprägt sind (Vollmer 2012) – oder durch die nachahmende Orientierung an Praktiken in börsennotierten Unternehmen: Welcher Manager verdient nicht gern so viel wie ein CEO aus der DAX-Welt? Unseres Erachtens werden die *wichtigen* Konstellationen aber durch die jeweilige Zugehörigkeit zu einem institutionellen Subsystem (Deeg 2005), dem börsennotierten Unternehmen, und der jeweiligen Konstellation der Aktionärszusammensetzung bestimmt. Diesbezüglich lässt sich festhalten, dass das institutionelle Subsystem der börsennotierten Unternehmen einen in den 1990er-Jahren zwar wachsenden, dann aber wieder an Bedeutung verlierenden und insgesamt begrenzten Teil der deutschen Wirtschaft ausmacht. Innerhalb des Sektors der börsennotierten Unternehmen erfolgt die entscheidende Strukturierung darüber, ob ein Unternehmen einen (stabilen) Ankerinvestor aufweist. Aktivistische Hedgefonds finden vor allem in Unternehmen im Streubesitz mit oftmals niedrigen Hauptversammlungspräsenzen günstigere Voraussetzungen und können je nach Zusammensetzung der übrigen Aktionäre auch Verbündete für Kampagnen im „Wolfsrudel“ (Kahan/Rock 2007) finden. Insgesamt sind in Deutschland trotz des Finanzialisierungsschubs der 1990er-Jahre die institutionellen und strukturellen Bedingungen sowohl für Disziplinierungsstrategien auf Basis feindlicher Übernahmedrohungen als auch für aktivistische Hedgefonds weiterhin relativ ungünstig, weswegen deren Kampagnen hier insgesamt vergleichsweise selten vorkommen (vgl. Faust im Erscheinen). Dennoch sind Konstellationen einer ungünstigen Zusammensetzung der Aktionäre denkbar, die Unternehmensführungen, die sich in schwierigem Fahrwasser befinden, unter erheblichen Druck setzen können. Auf alle Fälle muss dann etwas anders gemacht werden, und sei es nur um Zeit zu gewinnen und durch ein neues „Narrativ“ neue Hoffnung aufzubauen (Froud u. a. 2006). Häufigere Managementwechsel in den letzten beiden Jahrzehnten sprechen dafür, dass so etwas immer wieder geschieht. Ob das dann zulasten der langfristigen Entwicklungsmöglichkeiten des Unternehmens oder bestimmter, weniger mächtiger Stakeholder (Beschäftigte, speziell Randbelegschaften; abhängige Zulieferer) geht, kann nur mit fallweiser Analyse beantwortet werden.

In Bezug auf die Eingangsfrage dieses Kapitels, ob die Finanzialisierung die insbesondere über die Teilhabedimension Erwerbsarbeit vermittelten Teilhabechancen verschlechtert, indem sie Wachstum und Innovativität der Wirtschaft untergräbt und/oder die Prekarisierung der Arbeit befördert, gewinnen wir somit eine erste Antwort. Der Grad der Kontroll-Finanzialisierung ist in Deutschland nicht so ausgeprägt, dass er die ganze Last der Erklärung von Innovations- und Wachstumsschwäche oder Prekarisierung der Arbeit tragen könnte. Die Finanzmarktkapitalismuskonstellation mit institutionellem Streubesitz und funktionierendem Markt für Unternehmenskontrolle, die von einigen Autoren für solche Wirkungen verantwortlich gemacht wird, ist nur eingeschränkt gegeben.

Die zweite Hauptkenntnis zur Beantwortung der Eingangsfrage besteht darin, dass das (mehr oder weniger) finanzialisierte Unternehmen nie *nur* finanzialisiert sein kann; in allen drei Strukturierungen sind andere Einbettungen wirksam. In Deutschland gibt es sowohl in institutioneller (Mitbestimmung, Unternehmensverfassung) als auch in kognitiv-kultureller Hinsicht (industrielle Orientierung, Sozialpartnerschaft) wirksame Gegenkräfte gegen die Finanzialisierung in dem engen Verständnis von kurzfristiger Steigerung des Shareholder Value (Stout 2012).

Wenn man sich also auf die Suche danach macht, wodurch sich Teilhabechancen, die über Erwerbsarbeit vermittelt sind, verschlechtert haben, oder konkreter gefragt, wie ein wachsender Niedriglohnsektor, sinkende Tarifbindung, umkämpfte Mitbestimmung, die Zunahme von Leiharbeit und kostengetriebenen Werkverträgen, eine wachsende Einkommens- und Vermögensungleichheit zustande kommen, gewinnt man mit dem Verweis auf die Kontroll-Finanzialisierung allenfalls eine partielle Antwort. Und dies nicht nur, weil die Finanzialisierung nur eine begrenzte Reichweite hat, sondern auch deswegen, weil es konkurrierende Ideen und korrigierende Institutionen gibt.

Hinzu kommt, dass eine umfassende Erklärung der Verschlechterung der über Erwerbsarbeit vermittelten Teilhabechancen so oder so andere Faktoren in Rechnung stellen muss. Einige davon wurden oben schon angesprochen.³¹ Die Verhandlungsposition von Beschäftigten und ihren betrieblichen und gewerkschaftlichen Interessenvertretungen, gute Löhne durchzusetzen, Niedriglöhne zu verhindern, befristete Beschäftigung, Leiharbeit und Werkverträge zu begrenzen, wird sowohl durch Marktbedingungen auf den Arbeitsmärkten und die Möglichkeit von Unternehmen, ernsthaft mit Verlagerung in kostengünstigere Regionen zu drohen, als auch durch die Verringerung der Tarifbindung, veränderte Arbeitsmarkt- und Sozialpolitik (Stichworte: „Hartz IV“, „Aktivierung“) und die institutionelle Erleichterung von Leiharbeit und befristeten Beschäftigungsverhältnissen beeinflusst. Über diese Bedingungen wird aber in eigenen politischen Arenen nach eigenen Logiken entschieden, und weder Arbeitsmarkt- und Sozialpolitik noch die Neuregelungen von Beschäftigungsverhältnissen sind eine bloße Folge der Verwirklichung einer übergeordneten Finanzialisierungsagenda einer übermächtigen, globalen Finanzindustrie (Faust 2014). Empirisch folgt die Liberalisierung der Arbeitsmärkte so oder so nicht der Finanzialisierung der Unternehmen. Obwohl diese Zusammenhänge empirisch für Deutschland noch nicht systematisch (jenseits von Fallstudienevidenz) untersucht wurden, gibt es viele Hinweise darauf, dass etwa die Abdeckung durch Tarifverträge und die Wirksamkeit der Mitbestimmung in börsennotierten Unternehmen eher höher ist als in vielen „mittelständisch“ geprägten Sektoren der Wirtschaft; nicht wegen

31 Wir beziehen uns hier auf unmittelbar das Beschäftigungsverhältnis und die industriellen Beziehungen betreffende Institutionen und Politikfelder. Auf Erwerbsarbeit bezogene Teilhabechancen werden aber auch durch Sozial-, Bildungs- und Steuerpolitik beeinflusst.

der Finanzialisierung, aber allemal trotz dieser.³² Die Veränderung von über Erwerbsarbeit vermittelten Teilhabechancen erschließt sich somit nur über eine multi-kausale Erklärung, zu der die Finanzialisierung von Unternehmen etwas beiträgt, aber womöglich weniger erklären kann, als in den 2000er-Jahren von vielen Beobachtern vermutet wurde.

Literatur

- Achleitner, Ann-Kristin/Kaserer, Christoph/Kauf, Tobias/Günther, Nina/Ampenberger, Markus (2011):** Börsennotierte Familienunternehmen in Deutschland. München: Stiftung Familienunternehmen.
- Ampenberger, Markus (2010):** Unternehmenspolitik in börsennotierten Familienunternehmen. Eine Analyse von Investitions-, Diversifikations- und Kapitalstrukturentscheidungen. Wiesbaden: Springer Gabler Verlag.
- Beckert, Jens (2010):** How Do Fields Change? The Interrelation of Networks, Institutions, and Cognition in the Dynamics of Markets. In: *Organization Studies*. Vol. 31. No. 5. 605–627.
- Becht, Marco/Boehmer, Ekkehart (2003):** Voting control in German corporations. In: *International Review of Law and Economics*. Vol. 23. No. 1. 1–29.
- Becht, Marco/Boehmer, Ekkehart (1997):** Transparency of Ownership and Control in Germany. In: *European Corporate Governance Network (Eds.): The Separation of Ownership and Control: A Survey of 7 European Countries. Preliminary Report to the European Commission*. Vol. 3. Brüssel: European Corporate Governance Network.
- Becht, Marco/Franks, Julian/Grant, Jeremy/Wagner, Hannes (2014):** The Returns to Hedge Fund Activism: An International Study. ECGI Working Paper Series in Finance No. 402. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2376271. Stand: 05.09.2016.
- Beyer, Jürgen (2006):** Pfadabhängigkeit. Über institutionelle Kontinuität, anfällige Stabilität und fundamentalen Wandel. Frankfurt am Main/New York: Campus Verlag.
- Beyer, Jürgen (1998):** Managerherrschaft in Deutschland? „Corporate Governance“ unter Verflechtungsbedingungen. Opladen: Westdeutscher Verlag.
- Culpepper, Pepper D. (2005):** Institutional Change in Contemporary Capitalism. Coordinated Financial Systems since 1990. In: *World Politics*. Vol. 57. 173–199.

32 So suchen Ellguth und Trinczek (2016) nach Determinanten der Erosion der betrieblichen Mitbestimmung und wollen wissen, welchen Einfluss der Strukturwandel hat. Die Finanzialisierung des Unternehmens berücksichtigen sie dabei nicht als Einflussfaktor, auch deswegen, weil der verwendete Datensatz des IAB-Betriebspanels keine Rückschlüsse auf die Finanzialisierung des Unternehmens erlaubt, zu dem der Betrieb gehört. Ihre Ergebnisse geben aber auch keinerlei Hinweise darauf, dass die Finanzialisierung von Unternehmen eine relevante Einflussgröße darstellt, gelten doch kleinere, eigentümergeführte Unternehmen jüngerer Alters, die zudem im Dienstleistungsbereich angesiedelt sind, eher als mitbestimmungswahrscheinlich. Dies sind alles Kennzeichen, die (eher) nicht für börsennotierte Unternehmen zutreffen.

- DAI (2013):** DAI-Factbook 2011. Statistiken, Analysen, und Graphiken zu Aktionären, Aktiengesellschaften und Börsen. Online aktualisiert bis Oktober 2013. https://dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/Statistiken/MAR%202013_Factbook_03_Aktienemissionen.pdf. Stand: 07.10.2016.
- Deeg, Richard (2011):** Financialization and models of capitalism. A comparison of the UK and Germany. In: Lane, Christel/Wood, Geoffrey (Eds.): *Capitalist Diversity and Diversity within Capitalism*. London/New York: Routledge. 121–149.
- Deeg, Richard (2005):** Change from Within: German and Italian Finance in the 1990s. In: Streeck, Wolfgang/Thelen, Kathleen (Eds.): *Beyond Continuity. Institutional Change in Advanced Political Economies*. Oxford: Oxford University Press. 169–202.
- Deutsche Bundesbank (2015):** Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland – 2009 bis 2014. Statistische Sonderveröffentlichung 4. Mai 2015. Frankfurt am Main: Deutsche Bundesbank.
- Deutsche Bundesbank (2014a):** Eigentümerstruktur am deutschen Aktienmarkt: allgemeine Tendenzen und Veränderungen in der Finanzkrise. Monatsbericht September 2014. Frankfurt am Main: Deutsche Bundesbank. 19–34.
- Deutsche Bundesbank (2014b):** Methodische Änderungen in der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung – Motivation, Konzeption und ausgewählte Ergebnisse. Monatsbericht Oktober 2014. Frankfurt am Main: Deutsche Bundesbank. 13–27.
- Deutsche Bundesbank (2010):** Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland – 1991–2009. Statistische Sonderveröffentlichung 4. Juni 2010. Frankfurt am Main: Deutsche Bundesbank.
- Deutschmann, Christoph (im Erscheinen):** Finanzialisierung als Mehrebenenphänomen: Chancen und Probleme einer soziologischen Erklärung. In: Faust, Michael/Kädtler, Jürgen/Wolf, Harald (Hrsg.): *Finanzmarktkapitalismus? Der Einfluss von Finanzialisierung auf Arbeit, Wachstum und Innovation*. Frankfurt am Main/New York: Campus Verlag.
- Deutschmann, Christoph (2008):** Kapitalistische Dynamik. Eine gesellschaftstheoretische Perspektive. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften.
- Dörre, Klaus (2009):** Die neue Landnahme. Dynamiken und Grenzen des Finanzmarktkapitalismus. In: Dörre, Klaus/Lessenich, Stephan/Rosa, Hartmut (Hrsg.): *Soziologie – Kapitalismus – Kritik. Eine Debatte*. Frankfurt am Main: Suhrkamp Verlag. 21–86.
- Dörre, Klaus/Brinkmann, Ulrich (2005):** Finanzmarkt-Kapitalismus: Triebkraft eines flexiblen Produktionsmodells? In: Windolf, Paul (Hrsg.): *Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen*. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften. 85–116.
- Edwards, Jeremy/Nibler, Marcus (2000):** Corporate Governance in Germany: The Role of Banks and Ownership Concentration. In: *Economic Policy*. Vol. 15. No. 31. 239–267.
- Ellguth, Peter/Trinczek, Rainer (2016):** Erosion der betrieblichen Mitbestimmung – Welche Rolle spielt der Strukturwandel? In: *WSI-Mitteilungen*. Jg. 69. Heft 3. 172–182.
- Epstein, Gerald (2005):** Introduction. In: Epstein, Gerald (Hrsg.): *Financialization and the world economy*. Cheltenham: Edward Elgar. 3–16.

- Faust, Michael (im Erscheinen):** Konstellationen externer Einflussnahme bei börsennotierten Unternehmen. In: Faust, Michael/Kädtler, Jürgen/Wolf, Harald (Hrsg.): Finanzmarktkapitalismus? Der Einfluss von Finanzialisierung auf Arbeit, Wachstum und Innovation. Frankfurt am Main/New York: Campus Verlag.
- Faust, Michael (2014):** „Global Corporate Control“? Über Fallstricke einer Netzwerkanalyse. *soeb-Working-Paper* 2014-1. http://www.soeb.de/fileadmin/redaktion/downloads/Working-Paper/soeb_3_Working-Paper_2014_1_Faust_final.pdf. Stand: 05.09.2016.
- Faust, Michael (2013):** Corporate Governance. In: Hirsch-Kreinsen, Hartmut/Minssen, Heiner (Hrsg.): Lexikon der Arbeits- und Industriosozologie. Berlin: edition sigma. 151–158.
- Faust, Michael (2011):** The Shareholder Value Concept of the Corporation and Co-Determination in Germany: Unresolved contradictions or reconciliation of institutional logics. In: Lane, Christel/Wood, Geoffrey (Eds.): Capitalist Diversity and Diversity within Capitalism. London: Routledge. 150–188.
- Faust, Michael/Bahn Müller, Reinhard (2007):** Die Zeit der Aktienanalysten. In: Langenohl, Andreas/Schmidt-Beck, Kerstin (Hrsg.): Die Markt-Zeit der Finanzwirtschaft. Soziale, kulturelle und ökonomische Dimensionen. Marburg: Metropolis Verlag. 37–74.
- Faust, Michael/Bahn Müller, Reinhard/Fisecker, Christiane (2011):** Das kapitalmarktorientierte Unternehmen. Externe Erwartungen, Unternehmenspolitik, Personalwesen und Mitbestimmung. Berlin: edition sigma.
- Faust, Michael/Fisecker, Christiane/Bahn Müller, Reinhard (2007):** Was interessiert Analysten? Versuch über erklärungsbedürftiges Desinteresse an Personalpolitik. In: Berliner Debatte Initial. Jg. 18. Heft 4/5. 16–26.
- Faust, Michael/Ittemann, Urs (im Erscheinen):** Funktionale Äquivalente zur Deutschland AG. Koalitionsbildung im öffentlichen Interesse. Fallstudien zur Verhinderung unerwünschter Übernahmeveruche. *soeb-Working-Paper*.
- Faust, Michael/Kädtler, Jürgen/Wolf, Harald (im Erscheinen):** Finanzmarktkapitalismus? Problemaufriss und Einführung. In: Faust, Michael/Kädtler, Jürgen/Wolf, Harald (Hrsg.): Finanzmarktkapitalismus? Der Einfluss von Finanzialisierung auf Arbeit, Wachstum und Innovation. Frankfurt am Main/New York: Campus Verlag.
- Faust, Michael/Kädtler, Jürgen (im Erscheinen):** Das (nicht nur) finanzialisierte Unternehmen – ein konzeptioneller Vorschlag. In: Faust, Michael/Kädtler, Jürgen/Wolf, Harald (Hrsg.): Finanzmarktkapitalismus? Der Einfluss von Finanzialisierung auf Arbeit, Wachstum und Innovation. Frankfurt am Main/New York: Campus Verlag.
- Faust, Michael/Thamm, Lukas (2015):** Wie viel „Finanzmarktkapitalismus“ gibt es in Deutschland? Indikatoren der Kontroll-Finanzialisierung von 1990 bis heute. *soeb-Working-Paper* 2015-5. http://www.soeb.de/fileadmin/redaktion/downloads/Working-Paper/soeb_3_Working-Paper_2015_5_Faust_2015-12-18.pdf. Stand: 19.07.2016.
- Faust, Michael/Voskamp, Ulrich/Wittke, Volker (Hrsg.) (2004):** European Industrial Restructuring in a Global Economy: Fragmentation and Relocation of Value Chains. SOFI-Berichte. Göttingen: Soziologisches Forschungsinstitut.
- Fichtner, Jan (2015):** Rhenish Capitalism Meets Activist Hedge Funds: Blockholders and the Impact of Impatient Capital. In: Competition & Change. Vol. 19. No. 4. 336–352.

- Fichtner, Jan (2009):** Activist hedge funds and the erosion of Rhenish capitalism: The impact of impatient capital. CCGES/CCEAE Working Paper Series Number 17. <http://ccges.appso1.yorku.ca/wp/wp-content/uploads/2008/12/Activist-hedge-funds-and-the-erosion-of-Rhenish-capitalism1.pdf>. Stand: 05.09.2016.
- Franks, Julian/Mayer, Colin (2001):** Ownership and Control of German Corporations. In: Review of Financial Studies. Vol. 14. No. 4. 943–977.
- Froud, Julie/Sukhdev, Johal/Leaver, Adam/Williams, Karel (2006):** Financialization and Strategy – Narrative and Numbers. London: Routledge.
- Goutas, Lazaros/Lane, Christel (2009):** The Translation of Shareholder Value in the German Business System: A Comparative Study of DaimlerChrysler and Volkswagen AG. In: Competition & Change. Vol. 13. No. 4. 327–346.
- Haipeter, Thomas (2016):** Finanzmarktkapitalismus und Arbeit. In: Haipeter, Thomas/Latniak, Erich/Lehndorff, Steffen (Hrsg.): Arbeit und Arbeitsregulierung im Finanzmarktkapitalismus. Chancen und Grenzen eines soziologischen Analysekonzepts. Wiesbaden: Springer Verlag. 11–43.
- Haipeter, Thomas/Latniak, Erich/Lehndorff, Steffen (Hrsg.) (2016):** Arbeit und Arbeitsregulierung im Finanzmarktkapitalismus. Chancen und Grenzen eines soziologischen Analysekonzepts. Wiesbaden: Springer Verlag.
- Hall, Peter/Soskice, David (2001):** An Introduction to Varieties of Capitalism. In: Hall, Peter/Soskice, David (Hrsg.): Varieties of Capitalism. The Institutional Foundations of Comparative Advantage. Oxford: Oxford University Press. 1–68.
- Hirsch-Kreinsen, Hartmut (2010):** Innovation und Finanzmarkt. In: WSI-Mitteilungen. Jg. 63. Heft 3. 119–126.
- Hirsch-Kreinsen, Hartmut/Hahn, Katrin (im Erscheinen):** Innovationen und Finanzmarkt. In: Faust, Michael/Kädtler, Jürgen/Wolf, Harald (Hrsg.): Finanzmarktkapitalismus? Der Einfluss von Finanzialisierung auf Arbeit, Wachstum und Innovation. Frankfurt am Main/New York: Campus Verlag.
- Höpner, Martin (2003):** Wer beherrscht die Unternehmen? Shareholder Value, Managerherrschaft und Mitbestimmung in Deutschland. Frankfurt am Main/New York: Campus Verlag.
- Höpner, Martin/Jackson, Gregory (2001):** An Emerging Market for Corporate Control? The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance. MPIfG Discussion Paper 01/4. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung. http://www.mpifg.de/pu/mpifg_dp/dp01-4.pdf. Stand: 05.09.2016.
- Höpner, Martin/Krempel, Lothar (2003):** The Politics of the German Company Network. MPIfG Working Paper 03/9. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung. www.mpifg.de/pu/workpap/wpo3-9/wpo3-9.html. Stand: 05.09.2016.
- Jackson, Gregory (2005):** Contested Boundaries: Ambiguities and Creativity in the Evolution of German Codetermination. In: Streeck, Wolfgang/Thelen, Kathleen (Eds.): Beyond Continuity. Institutional Change in Advanced Political Economies. Oxford: Oxford University Press. 229–254.
- Jenkinson, Tim/Ljungqvist, Alexander (2001):** The Role of hostile stakes in German corporate governance. In: Journal of Corporate Finance. Vol. 7. No. 4. 397–446.

- Jensen, Michael C./Meckling, William H. (1976):** Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. In: *Journal of Financial Economics*. Vol. 3. No. 4. 305–360.
- Jürgens, Ulrich/Lippert, Inge/Gaeth, Frank (2008):** Information, Kommunikation und Wissen im Mitbestimmungssystem. Eine Umfrage unter Arbeitnehmervertretern im Aufsichtsrat. Baden-Baden: Nomos Verlag.
- Jürgens, Ulrich/Naumann, Katrin/Rupp, Joachim (2000):** Shareholder Value in an Adverse Environment: the German Case. In: *Economy and Society*. Vol. 29. No. 1. 54–79.
- Kädtler, Jürgen (2010):** Finanzmärkte und Finanzialisierung. In: Böhle, Fritz/Voß, Günther/Wachtler, Günther (Hrsg.): *Handbuch Arbeitssoziologie*. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften. 619–639.
- Kädtler, Jürgen (2009):** Finanzialisierung und Finanzmarkttrationalität. Zur Bedeutung konventioneller Handlungsorientierungen im gegenwärtigen Kapitalismus. SOFI Working Paper Nr. 5. Göttingen. http://www.sofi.uni-goettingen.de/fileadmin/Workingpaper/SOFI_WorkingPaper5.pdf. Stand: 05.09.2016.
- Kädtler, Jürgen (2006):** Sozialpartnerschaft im Umbruch. Industrielle Beziehungen unter den Bedingungen von Globalisierung und Finanzmarktkapitalismus. Hamburg: VSA Verlag.
- Kädtler, Jürgen/Mautz, Rüdiger/Faust, Michael (im Erscheinen):** Finanzmarktakteure und Innovationen. Wie beobachten und bewerten (Aktien-)Fondsmanager und Analysten die Innovationsfähigkeit von Unternehmen? In: Faust, Michael/Kädtler, Jürgen/Wolf, Harald (Hrsg.): *Finanzmarktkapitalismus? Der Einfluss von Finanzialisierung auf Arbeit, Wachstum und Innovation*. Frankfurt am Main/New York: Campus Verlag.
- Kahan, Marcel/Rock, Edward (2007):** Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control. In: *University of Pennsylvania Law Review*. Vol. 155. No. 5. 1021–1093.
- Kaiser, Tobias (2006):** Im Schatten der Großen. Mittelständler entdecken die Vorteile der Aktiengesellschaft. Aber mit der Börse wollen die meisten nichts zu tun haben. In: *ZEIT-Online*. 06. April 2006. <http://www.zeit.de/2006/15/G-Aktiengesellschaften>. Stand: 05.09.2016.
- Kammerath, Jens (1999):** Methodische und empirische Grundlagen der quantitativen Erfassung kontrollierender Verbindungen deutscher Unternehmen mit ihren direkten und indirekten Eignern. München: IFO-Institut.
- Kirchhoff Consult (2014):** Rückblick Börsengänge/Mittelstandsanleihen 2014 und Ausblick 2015. http://www.kirchhoff.de/fileadmin/20_Download/Studien/20150106_IPO-STUDIE_final.pdf. Stand: 05.09.2016.
- Kornrich, Sabino/Hicks, Alex (2015):** The rise of finance: causes and consequences of financialization. In: *Socio-Economic Review*. Vol. 13. No. 3. 411–415.
- Krippner, Greta R. (2011):** Capitalizing on Crisis. The Political Origins of the Rise of Finance. Cambridge: Harvard University Press.
- Krippner, Greta R. (2005):** The financialization of the American economy. In: *Socio-Economic Review*. Vol. 3. No. 2. 173–208.

- Krumbein, Wolfgang/Fricke, Julian/Hellmer, Fritz/Oelschlägel, Hauke (2014):** Finanzmarktkapitalismus? Zur Kritik einer gängigen Kriseninterpretation und Zeitdiagnose. Marburg: Metropolis Verlag.
- Lütz, Susanne (2003):** Governance in der politischen Ökonomie. MPiFG Discussion Paper 03/5. http://www.mpifg.de/pu/mpifg_dp/dp03-5.pdf. Stand: 05.09.2016.
- Minssen, Heiner (2012):** Arbeit in der modernen Gesellschaft. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften.
- Meyer, Renate E./Höllerer, Markus A. (2010):** Meaning Structures in a Contested Issue Field: A Topographic Map of Shareholder Value in Austria. In: Academy of Management Journal. Vol. 53. No. 6. 1241–1262.
- Molitor, Andreas (2016):** Wo die Familie das Sagen hat. In: Mitbestimmung. Jg. 62. Heft 4. 16–19.
- Molitor, Carmen/Girndt, Cornelia (2016):** Als Aufsichtsrat kenne ich die Zahlen. In: Mitbestimmung. Jg. 62. Heft 4. 20–24.
- Monopolkommission (2014):** Eine Wettbewerbsordnung für die Finanzmärkte. Zwanzigstes Hauptgutachten der Monopolkommission 2012/2013. Deutscher Bundestag. Bundestagsdrucksache.
- Monopolkommission (2012):** Stärkung des Wettbewerbs bei Handel und Dienstleistungen. Neunzehntes Hauptgutachten der Monopolkommission 2010/2011. Deutscher Bundestag. Bundestagsdrucksache.
- Monopolkommission (2010):** Mehr Wettbewerb, wenig Ausnahmen. Achtzehntes Hauptgutachten der Monopolkommission 2008/2009. Deutscher Bundestag. Bundestagsdrucksache.
- Monopolkommission (2008):** Weniger Staat, mehr Wettbewerb – Gesundheitsmärkte und staatliche Beihilfen in der Wettbewerbsordnung. Siebzehntes Hauptgutachten der Monopolkommission 2006/2007. Deutscher Bundestag. Bundestagsdrucksache.
- Monopolkommission (2006):** Mehr Wettbewerb auch im Dienstleistungssektor! Sechzehntes Hauptgutachten der Monopolkommission 2004/2005. Deutscher Bundestag. Bundestagsdrucksache.
- Monopolkommission (2004):** Wettbewerbspolitik im Schatten „Nationaler Champions“. Fünfzehntes Hauptgutachten der Monopolkommission 2002/2003. Deutscher Bundestag. Bundestagsdrucksache.
- Monopolkommission (2002):** Netzettbewerb durch Regulierung. Vierzehntes Hauptgutachten der Monopolkommission 2000/2001. Deutscher Bundestag. Bundestagsdrucksache.
- Monopolkommission (2000):** Wettbewerbspolitik in Netzstrukturen. Dreizehntes Hauptgutachten der Monopolkommission 1998/1999. Deutscher Bundestag. Bundestagsdrucksache.
- Monopolkommission (1998):** Marktöffnung umfassend verwirklichen. Zwölftes Hauptgutachten der Monopolkommission 1996/1997. Deutscher Bundestag. Bundestagsdrucksache.

- Monopolkommission (1996):** Wettbewerbspolitik in Zeiten des Umbruchs. Elfes Hauptgutachten der Monopolkommission 1994/1995. Deutscher Bundestag. Bundestagsdrucksache.
- Monopolkommission (1994):** Mehr Wettbewerb auf allen Märkten. Zehntes Hauptgutachten der Monopolkommission 1992/1993. Deutscher Bundestag. Bundestagsdrucksache.
- Monopolkommission (1992):** Wettbewerbspolitik oder Industriepolitik. Neuntes Hauptgutachten der Monopolkommission 1990/1991. Deutscher Bundestag. Bundestagsdrucksache.
- Monopolkommission (1990):** Wettbewerbspolitik vor neuen Herausforderungen. Achtes Hauptgutachten der Monopolkommission 1988/1989. Deutscher Bundestag. Bundestagsdrucksache.
- Rapp, Marc Steffen/Wolff, Michael (2010):** Determinanten der Vorstandsvergütung – Eine empirische Untersuchung der deutschen Prime-Standard-Unternehmen. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft. Jg. 80. Heft 10. 1075–1112.
- Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (2015):** Deutscher Corporate Governance Kodex. http://www.dcgk.de/files/dcgk/usercontent/de/download/kodex/2015-05-05_Deutscher_Corporate_Governance_Kodex_markup.pdf. Stand: 05.09.2016.
- Rieckers, Oliver/Spindler, Gerald (2004):** Corporate Governance: Legal Aspects. In: Krahn, Jan Pieter/Schmidt, Reinhard (Hrsg.): The German Financial System. Oxford: Oxford University Press. 350–485.
- Rose, Edgar/Köstler, Roland (2014):** Mitbestimmung in der Europäischen Aktiengesellschaft (SE). 2. Auflage. Köln: Bund Verlag.
- Scheuplein, Christoph (2012):** An die Wertschöpfungskette gelegt – Die finanzgetriebene Restrukturierung in der deutschen Automobilzulieferindustrie und ihr Scheitern. In: PROKLA Zeitschrift für kritische Sozialwissenschaft. Jg. 42. Heft 1. 49–64.
- Scheuplein, Christoph/ Teetz, Florian (2014):** Private Equity Monitor Deutschland 2013. Endbericht an die Hans-Böckler-Stiftung. Düsseldorf: Hans-Böckler-Stiftung. http://www.boeckler.de/pdf/scheuplein_monitor_endbericht_kurz.pdf. Stand: 05.09.2016.
- Schmidt, Reinhard H./Tyrell, Marcel (2004):** What Constitutes a Financial System in General and the German Financial System in Particular? Working Paper Series: Finance and Accounting 111. Department of Finance. Goethe University Frankfurt am Main. <http://publikationen.ub.uni-frankfurt.de/files/3691/508.pdf>. Stand: 05.09.2016.
- Statistisches Bundesamt (StBA) (2015):** Finanzen und Steuern. Umsatzsteuerstatistik (Vorankündigungen). Fachserie 14 Reihe 8.1. <https://www.destatis.de/DE/Publikationen/Thematisch/FinanzenSteuern/Steuern/Umsatzsteuer/Umsatzsteuer.html>. Stand: 05.09.2016.
- Statistisches Bundesamt (StBA):** Umsatzsteuerstatistik (Vorankündigungen). https://www.destatis.de/DE/ZahlenFakten/GesellschaftStaat/OeffentlicheFinanzenSteuern/Steuern/Umsatzsteuer/Tabellen/Vorankundigungen_Rechtsformen.html. Stand: 05.09.2016.
- Stout, Lynn (2012):** The Shareholder Value Myth. How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations and the Public. San Francisco: Berrett-Koehler Publishers.

- Streeck, Wolfgang (2009):** Re-Forming Capitalism. Institutional Change in the German Political Economy. Oxford: Oxford University Press.
- Streeck, Wolfgang (1997):** German Capitalism: Does it Exist? Can it Survive? In: Crouch, Collin/Streeck, Wolfgang (Eds.): Political Economy of Modern Capitalism. Mapping Convergence & Diversity. London/Thousand Oaks/New Delhi: Sage. 33–54.
- Streeck, Wolfgang/Höpner, Martin (2007):** Reform der Unternehmensmitbestimmung. In: MPIfG-Jahrbuch 2007/08. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung. 25–30.
- Streeck, Wolfgang/Thelen, Kathleen (2005):** Introduction: Institutional Change in Advanced Political Economies. In: Streeck, Wolfgang/Thelen, Kathleen (Eds.): Beyond Continuity. Institutional Change in Advanced Political Economies. Oxford: Oxford University Press. 1–39.
- Streeck, Wolfgang/Höpner, Martin (2003):** Einleitung. Alle Macht dem Markt? In: Streeck, Wolfgang/Höpner, Martin (Hrsg.): Alle Macht dem Markt? Frankfurt am Main/New York: Campus Verlag. 11–59.
- Tornau, Joachim F. (2016):** Einzelhandel schert aus. In: Mitbestimmung. Jg. 62. Heft 4. 11–15.
- Treock, Till van/Hein, Eckhard/Dünhaupt, Petra (2007):** Finanzsystem und wirtschaftliche Entwicklung: Tendenzen in den USA und in Deutschland aus makroökonomischer Perspektive. IMK-Studies 5/2007. Düsseldorf: Hans-Böckler-Stiftung. http://www.boeckler.de/pdf/wsimit_2007_12_treock.pdf. Stand: 05.09.2016.
- Van der Elst, Christoph (2000):** The Equity Markets, Ownership Structures and Control: Towards an International Harmonization? University of Gent. Financial Law Institute. Working Paper No. 2000–4. <http://www.law.ugent.be/fli/wps/pdf/WP2000-04.pdf>. Stand: 05.09.2016.
- Vitali, Stefania/Glatfelder, James B./Battiston, Stefano (2011):** The network of global corporate control. <http://arxiv.org/pdf/1107.5728.pdf>. Stand: 05.09.2016.
- Vitols, Sigurt (2005):** German Corporate Governance in Transition: Implications of Bank Exit from Monitoring and Control. In: International Journal of Disclosure and Governance. Vol. 2. No. 4. 357–367.
- Vitols, Sigurt (2004):** Negotiated Shareholder Value. The German Variant of an Anglo-American Practice. In: Competition & Change. Vol. 8. No. 4. 357–374.
- Vollmer, Hendrik (2012):** Signaturen der Finanzialisierung. Von Finanzmärkten zu Organisationen, zu sozialen Situationen und (von dort) zu allem anderen. In: Kalthoff, Herbert/Vormbusch, Uwe (Hrsg.): Soziologie der Finanzmärkte. Bielefeld: Transcript Verlag. 87–112.
- Weltbank (2015a):** Datenbank: Market capitalization of listed companies (% of GDP). <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>. Stand: 05.09.2016.
- Weltbank (2015b):** Datenbank: Market capitalization of listed companies (current US\$). <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD>. Stand: 05.09.2016.
- Weltbank (2015c):** Datenbank: Listed domestic companies, total. <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LDOM.NO>. Stand: 05.09.2016.

- Windolf, Paul (2008):** Eigentümer ohne Risiko. Die Dienstklasse des Finanzmarktkapitalismus. In: Zeitschrift für Soziologie. Jg. 37. Heft 6. 516–535.
- Windolf, Paul (2005a):** Die neuen Eigentümer. In: Windolf, Paul (Hrsg.): Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen. Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie. Sonderheft 45. 8–19.
- Windolf, Paul (2005b):** Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus? In: Windolf, Paul (Hrsg.): Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen. Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie. Sonderheft 45. 20–57.
- Windolf, Paul/Beyer, Jürgen (1995):** Kooperativer Kapitalismus. Unternehmensverflechtungen im internationalen Vergleich. In: Kölner Zeitschrift für Sozialpsychologie und Soziologie. Jg. 47. Heft 1. 1–36.
- Zwan, Natascha van der (2014):** Making sense of financialization. In: Socio-Economic Review. Vol. 12. No. 1. 99–129.