V. Organisationen und Gesellschaftstheorie

DIE ZUKUNFT DES RHEINISCHEN KAPITALISMUS

Paul Windolf

Zusammenfassung: Der ‚Rheinische Kapitalismus' ist eine Metapher für ein System ökonomischer Institutionen, die die spezifische Struktur des Kapitalismus in Deutschland (und in einigen anderen europäischen Ländern) geprägt haben. Seit mehr als einem Jahrzehnt wird die Frage diskutiert, ob diese spezifische Form des Kapitalismus angesichts der Globalisierung und eines verschärften Wettbewerbs noch eine Überlebenschance hat. Im ersten Teil des Aufsatzes wird argumentiert, dass die Selektion ökonomischer Institutionen nicht nur durch ökonomische Effizienz bestimmt wird, sondern auch durch kulturelle Selektion. Die Rolle der Banken (Kreditfinanzierung) und die spezifische Form der Markregulierung (Kartelle) sind Beispiele für diese kulturelle Prägung. Im zweiten Teil des Aufsatzes wird an sieben Beispielen gezeigt, in welcher Weise sich der ‚Rheinische Kapitalismus' während des vergangenen Jahrzehnts verändert hat: die abnehmende Dichte der Netzwerke; die zunehmende Regulierung der Finanzmärkte; die Flexibilisierung der Konzernstruktur; die Veränderung der Eigentümerstruktur; ‚free float' und Steuergesetze; der Einfluss der Investmentfonds; ‚securitization of debt'.

I. Konvergenz

„Die Handmühle ergibt eine Gesellschaft mit Feudalherren, die Dampfmühle eine Gesellschaft mit industriellen Kapitalisten", schrieb Marx im „Elend der Philosophie". Er hat auch eine griffige Formel für das Verhältnis zwischen Feudalismus und Dampfmühle geprägt: „Auf einer gewissen Stufe ihrer Entwicklung geraten die materiellen Produktivkräfte der Gesellschaft in Widerspruch mit den vorhandenen Produktionsverhältnissen ... Aus Entwicklungsformen der Produktivkräfte schlagen diese Verhältnisse in Fesseln derselben um".[1] Die Entwicklung der Produktivkräfte – Schumpeter hätte gesagt: die Innovationen – erzwingen also immer wieder aufs Neue den institutionellen Wandel in einer Gesellschaft.

In einer aktualisierten Version könnte das Zitat lauten: Die ökonomischen Institutionen der „Old Economy" sind zu einer „Fessel" für die Entwicklung der „New Economy" geworden. Marx (1970a: 12) gibt auch einen Hinweis, wie die Institutionen der „neuen" Ökonomie aussehen werden: „Das industriell entwickeltere Land zeigt dem minder entwickelten nur das Bild der eignen Zukunft". Damit ist die Konver-

1 Marx (1964: 498; 1974: 9; 1970b: 891).

genzhypothese *in nuce* formuliert: Technischer Fortschritt, Konkurrenz und Globalisierung werden langfristig eine *universalistische* Organisationsform des Kapitalismus erzwingen. Das technologisch und ökonomisch am meisten entwickelte Land wird zum Modell für alle anderen.[2]

Schumpeter (1972: 29) ist skeptisch, ob sich das Verhältnis zwischen Technologie und sozialem Wandel auf diese einfache Formel bringen lässt: „Soziale Strukturen, Typen und Verhaltensweisen sind Münzen, die nicht leicht schmelzen. Sind sie einmal geprägt, so überdauern sie möglicherweise Jahrhunderte." In vielen Ländern haben sich Institutionen entwickelt, die man nicht direkt aus der Technologie oder den Formen der materiellen Produktion ableiten kann. Die Sozialstruktur und die kulturellen Praktiken einer Gesellschaft folgen – zumindest innerhalb gewisser Grenzen – ihrer eigenen Entwicklungslogik. Das Bild von der Münze suggeriert nicht nur, dass diese Jahrhunderte überdauern können, sondern auch, dass jedes Land seine eigenen Münzen prägt. Es gibt „cultural lags" (Ogburn 1964) und ökonomische Sonderwege. Es gibt nicht nur einen, es gibt *viele Kapitalismen* (Hall und Soskice 2001).

Die Sozialwissenschaften haben in den vergangenen Jahrzehnten eine Reihe von Theorien entwickelt, um die Beziehung zwischen technischem und institutionellem Wandel zu erklären. Dazu gehören z.B. die Transaktionskostentheorie („lock-in"-Effekte) und Theorien der kulturellen Evolution (vgl. dazu Fog 1999; Boyd und Richerson 1985). Diese Konzepte werden in den nächsten Abschnitten zunächst vorgestellt. Sie bilden den theoretischen Rahmen für eine Debatte, die seit mehr als einem Jahrzehnt geführt wird und in der es um die Frage geht, ob die institutionellen Strukturen des Marktes, die sich in Deutschland bereits im ausgehenden 19. Jahrhundert entwickelt haben und die von verschiedenen Autoren als „Deutschland AG" (Adams 1994), als „Rheinischer Kapitalismus" (Albert 1992) bzw. als „German Capitalism" (Streeck 1997) bezeichnet werden, in Zukunft noch eine Überlebenschance haben.

Einerseits wird behauptet, dass sich der „Rheinische Kapitalismus" unter dem Druck der neuen Technologien und der Globalisierung auflösen und an das amerikanische Vorbild anpassen wird.[3] Andererseits wird die Position vertreten, dass die spezifischen Institutionen des deutschen Modells zu jenen „Münzen" gehören, die gegen Wandel relativ resistent sind (z.B. Mitbestimmung).

II. Transaktionskosten und „lock-in"-Effekte

Eine zentrale These des ökonomischen Institutionalismus lautet, dass Märkte nur im Rahmen von Institutionen optimal funktionieren (North 1990). Der Markt lässt sich nicht auf Angebot, Nachfrage und Preise reduzieren, sondern ist – auch im elektronischen Zeitalter – ein System sozialer Interaktionen, das durch soziale Normen und Re-

2 Zur Konvergenz-These in Bezug auf „corporate governance" vgl. Bratton und McCahery (1999), Rajan und Zingales (1998).

3 „Infolge der zunehmend größeren Rolle der Finanzmärkte werden die wichtigsten Konvergenzen der europäischen Kapitalismen m.E. durch den Übergang von der Ära der Manager zum ‚Regime der Aktionäre' bestimmt" (Albert 2000: 5).

geln gesteuert wird.[4] Der Markt ist in das Sozialsystem der jeweiligen Gesellschaft „eingebettet" und seine Strukturen werden durch Kultur und Traditionen beeinflusst.[5]

Wenn wir fragen, welche Institutionen eine Gesellschaft auswählt, um die Funktionsfähigkeit der Märkte zu erhöhen, gibt die Transaktionskostentheorie darauf eine einfache Antwort: Die Gesellschaft wählt jene Institutionen aus, die die Transaktionskosten verringern.[6] Das Problem der „richtigen" Marktordnung wird also mit Hinweis auf einen Meta-Markt gelöst, auf dem Institutionen gegeneinander konkurrieren. Diejenigen Institutionen werden sich durchsetzen, die langfristig in einem Land die Transaktionskosten reduzieren und dadurch die Konkurrenzfähigkeit erhöhen. Die Konkurrenz auf dem Meta-Markt für Institutionen bewirkt, dass Institutionen, die zu einem Innovationshindernis geworden sind, durch neue ersetzt werden. Langfristig wird sich in jedem Land, wenn nicht eine identische, so doch eine sehr ähnliche institutionelle Struktur entwickeln (Konvergenz).

Verschiedene Untersuchungen zeigen jedoch, dass es in vielen Ländern Institutionen gibt, die – unter einer rein ökonomischen Perspektive betrachtet – wenig effizient sind. Wenn der Meta-Markt des Institutionenwettbewerbs optimal funktionieren würde, dann müssten ineffiziente Institutionen mit der Zeit untergehen. North (1990) beantwortet die Frage, warum ineffiziente Institutionen trotzdem überleben, wiederum mit dem Hinweis auf Transaktionskosten: Der *Wandel* von Institutionen verursacht selbst Transaktionskosten, und diese Kosten können sehr hoch sein. Je höher diese Kosten, umso unwahrscheinlicher ist sozialer Wandel.

Dies erklärt jene Phänomene, die North als „lock-in" und „path dependency" beschreibt. Eine Gesellschaft ist in den Rahmen ihrer Institutionen „eingeschlossen" (lock-in), und diese Institutionen beeinflussen zukünftige Entwicklungspfade (path dependency). Ineffiziente Institutionen überleben, weil die Kosten des sozialen Wandels zu hoch sind oder den Gesellschaftsmitgliedern als zu hoch erscheinen.

Roe (1997: 167) illustriert das Problem an einem Beispiel: „We are on a road and wonder why it winds and goes here instead of there, despite that a straight road would be a much easier drive. Today's road depends on what path was taken before. Decades ago, a fur trader cut a path through the woods. ... Industry came and located in the road's bends; housing developments went up that fit the road and industry".

Die Frage, warum eine kurvenreiche Straße nicht begradigt wird, beantworten Ökonomen mit dem Hinweis auf „sunk costs" und „increasing rates of return". „Sunk costs" sind Investitionen, die eine Gesellschaft in der Vergangenheit für eine Technologie (z.B. Atomkraft) verausgabt hat und die nicht rückgängig gemacht werden können. „Increasing rates of return" erhält man vor allem für jene Technologien und Institutionen, deren Effizienz durch *Lernen* gesteigert wird.[7] Je länger z.B. die Institution „Mit-

4 Vgl. dazu Vanberg (1986: 75), Hayek (1973: 43). Rawls (1971: 274) bezeichnet das System von Regeln als „background institutions for distributive justice".

5 Granovetter (1985), North (1990: 33–35), Geertz (1979: 123). Eine Analyse der sozialen Struktur eines elektronischen Marktes findet sich in Brinkmann und Seifert (2001).

6 „... the economic institutions of capitalism have the main purpose and effect of economizing on transaction costs" (Williamson 1985: 17).

7 „... complex technologies often display increasing returns to adoption in that the more they are adopted, the more experience is gained with them, and the more they are improved ... (learning by using)" (Arthur 1989: 116).

bestimmung" existiert, je mehr Erfahrung die beteiligten Akteure gesammelt haben und je erfolgreicher sie gelernt haben, soziale Konflikte mit Hilfe der Mitbestimmung zu schlichten, umso effizienter ist diese Institution.

Schließlich sind dezentrale und nicht koordinierte Entscheidungen eine weitere Ursache für „lock-in"-Effekte. Hausbesitzer entscheiden dezentral und im Zeitablauf sequenziell, ob sie Häuser entlang einer „winding road" bauen oder renovieren. Durch diese Investitionen entstehen an vielen Punkten im Zeitablauf immer wieder „sunk costs", die es als unökonomisch erscheinen lassen, die Straße zu begradigen.

Können „lock-in"-Effekte nun erklären, warum es in Deutschland Mitbestimmung gibt, warum bis 1945 die Kartelle dominant waren und später die Konzernstruktur und warum deutsche Unternehmen überwiegend durch Bankkredite und nicht über die Börse finanziert wurden? Oder kann man mit Hilfe dieser Effekte erklären, warum es in Japan lebenslange Beschäftigung gibt, Unternehmen in „keiretsu"-Netzwerken zusammengeschlossen sind und feindliche Übernahmen „tabu" sind?

Kehren wir zum Beispiel der „winding road" zurück: Es gibt zwei Beispiele für Gesellschaften, deren Häuser während des Krieges zerstört und deren Institutionen nach dem Zweiten Weltkrieg durch Besatzungsmächte *gewaltsam „begradigt"* wurden, nämlich Japan und Deutschland. In Deutschland wurden Kartelle verboten und die großen Unternehmen wurden entflochten (z.B. Krupp, Deutsche Bank); in Japan hat die amerikanische Besatzungsmacht die Unternehmensgruppen (zaibatsu) ebenfalls verboten und ihre Entflechtung angeordnet. Bis Mitte der 1950er Jahre wurde diese Entwicklung jedoch rückgängig gemacht. In Japan haben sich die Unternehmensgruppen restrukturiert und unter neuem Namen wieder zusammengeschlossen (keiretsu). In Deutschland wurden die Kartelle durch Konzerne ersetzt (Noll 1992: 218).

Die Rückkehr zu den traditionellen Formen ökonomischer Organisation kann man nicht mit „sunk costs" (die Häuser waren zerstört) und auch nicht mit dezentraler Entscheidungsfindung erklären (die Besatzungsmacht war eine zentrale „deus ex machina"). Im Folgenden soll eine alternative Erklärung vorgestellt werden. Diese lautet, dass die (ökonomischen) Institutionen in jedem Land einer doppelten Selektion unterliegen, nämlich einer ökonomischen Selektion (Reduktion von Transaktionskosten) und einer kulturellen Selektion (Kompatibilität mit Werten und Traditionen).

III. Kulturelle Selektion

Die zentralen Konzepte der Evolutionstheorie sind Variation, Selektion und Stabilisierung (Campbell 1965). Durch geplante Innovation (Forschung), durch kreative Zerstörung, durch nicht intendierte Handlungsfolgen oder einfach durch Zufall werden in jeder Gesellschaft kontinuierlich institutionelle Variationen erzeugt. Die Imitation von Institutionen, die sich in anderen Ländern bewährt haben, kann als eine spezifische Form von Variation interpretiert werden: Der Pool von Institutionen, der zur Verfügung steht, wird dadurch erweitert (z.B. lean production).

Aber nicht alle Variationen überleben. Neue Institutionen müssen sich in einem *doppelten* Selektionsprozess bewähren: Sie werden einer ökonomischen Selektion auf dem Meta-Markt der Institutionen ausgesetzt, und hier ist das entscheidende Selek-

tionskriterium die ökonomische Effizienz (Reduktion der Transaktionskosten). Sie werden auch einer kulturellen Selektion ausgesetzt, und hier ist die Kompatibilität einer Innovation mit den kulturellen Werten einer Gesellschaft das entscheidende Selektionskriterium. Variationen (Innovationen), die mit dem kulturellen oder religiösen Code einer Gesellschaft nicht kompatibel sind, haben wenig Chancen zu überleben. Werden sie trotzdem implementiert, erzeugen sie häufig soziale Konflikte, die ihre ökonomischen Vorteile wieder zunichte machen.[8]

Variationen (Innovationen), die sowohl ökonomisch effizient als auch kulturell kompatibel sind, d.h. die den doppelten Selektionstest bestanden haben, werden stabilisiert und in den Rahmen der bestehenden Institutionen integriert.[9]

In den folgenden Abschnitten wird argumentiert, dass die institutionelle Struktur des Kapitalismus, die sich in Deutschland in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts entwickelt hat, als Ergebnis eines doppelten Selektionsprozesses interpretiert werden kann. Die Institutionen waren einerseits effektiv (Deutschland wurde innerhalb weniger Jahrzehnte zu einer führenden Industrienation), sie waren andererseits mit den noch halb feudalen Strukturen der bürgerlich-kapitalistischen Gesellschaft kompatibel (Kartell). Die Darstellung *beschränkt* sich auf zwei spezifische Aspekte des „deutschen" Models: die Beziehung zwischen Großbanken und Industrieunternehmen (Kreditfinanzierung, Unternehmensverflechtung) und auf die Organisation der Märkte (Kartell).

IV. Finanzmärkte und Risikoverteilung

La Porta et al. (1997: 1131) stellen die Frage: „Why do the United States and the United Kingdom have enormous equity markets, while Germany and France have much smaller ones?" Die Autoren vermuten, dass die Ursache in den unterschiedlichen Rechtstraditionen liegt. Länder, die in der Tradition des „common law" stehen, schützen Aktionäre wirkungsvoller als dies in Ländern der Fall ist, die durch romanische oder deutsche Rechtstraditionen beeinflusst sind. Die empirischen Befunde, die die Autoren für ihre These vorlegen, überzeugen jedoch nicht, und ich werde daher versuchen, eine andere Antwort auf die Frage zu geben.[10]

8 Ein Beispiel ist der Versuch der britischen Labour Regierung, die Mitbestimmung einzuführen, obwohl sie von den Gewerkschaften abgelehnt wurde (Clegg 1979: 43). In Dänemark scheiterte der Versuch, den Euro als Währung einzuführen in einem Referendum (obwohl eine Einheitswährung Transaktionskosten reduziert).

9 Das Problem der kulturellen Prägung ökonomischer Institutionen kann im Rahmen dieser Arbeit nicht weiter ausgeführt werden. Vgl. dazu die Kontroverse zwischen „Kulturalisten" (Iribarne 1989) und „Institutionalisten" (Maurice et al. 1992).

10 Es ist relativ schwierig, für ein Sample von 38 Ländern einen brauchbaren Indikator zu finden, der den Grad des Rechtsschutzes der Investoren in jedem Land zuverlässig misst (Kritik: Validität der unabhängigen Variable). Weiterhin ist die Varianz der abhängigen Variable (= stock market capitalization/GNP) innerhalb der Gruppen teilweise sehr hoch. Die Werte schwanken z.B. innerhalb der Gruppe der „English origin countries" zwischen 1.48 (Malaysia) und 0.11 (Sri Lanka), während die Differenz zwischen den „English origin countries" (0.60) und den „German origin countries" (0.46) relativ gering ist (Kritik: Intra-Gruppen Heterogenität); vgl. La Porta et al. (1997: 1138, Table II). Signifikante Unterschiede gibt es nur zwischen den „En-

Multinationale Versicherungsunternehmen machen gegenwärtig die Erfahrung, dass Lebensversicherungen mit hohem Risiko[11] vom britischen Publikum akzeptiert werden, in Deutschland aber nur schwer zu verkaufen sind und umgekehrt: Lebensversicherungen mit geringem Risiko werden vom deutschen Publikum bevorzugt, sind in Großbritannien aber praktisch unverkäuflich (Meißner 1999). Wie kann man diesen Unterschied erklären?

Zunächst kann man davon ausgehen, dass der Erwartungswert[12] der beiden Versicherungspolicen ungefähr gleich hoch ist: Es gibt einen „trade-off" zwischen Risiko und Ertrag. Je höher die Ertragschancen, umso höher ist das Risiko und umgekehrt. Ein risiko-neutraler Investor wird sich am Erwartungswert, und nicht an unwahrscheinlichen Spielchancen orientieren. Man kann das Verhalten des britischen Publikums also als „risiko-suchend" bezeichnen, während das deutsche Publikum „risiko-avers" ist.

Es ist bekannt, dass die britische Regierung ihre koloniale Expansion bereits im 18. Jahrhundert durch Aktiengesellschaften finanzierte und das Publikum ermunterte, Aktien zu kaufen, während Frankreich und später auch Deutschland ihre koloniale Expansion durch Staatsanleihen finanzierten.[13] Staatsanleihen waren (zumindest in Friedenszeiten) eine fast risikolose Anlage, was man von kolonialen Aktiengesellschaften nicht unbedingt behaupten konnte. Swaan (1990: 250) argumentiert, dass die Einführung der Sozialversicherungen in Deutschland im späten 19. Jahrhundert dazu führte, dass die Arbeiter risiko-averses Verhalten „lernen" mussten.[14]

Vor dem Hintergrund dieser Beispiele sollen drei Hypothesen formuliert werden: 1. Risikoaversion und Spielermentalität sind kulturelle Muster, die zwischen den Ländern variieren und im Zeitablauf relativ stabil bleiben. 2. Die Verteilung der Mentalitäten in einer Gesellschaft, d.h. das relative Verhältnis von risiko-aversen Individuen und „Spielern" hat einen Einfluss darauf, wie das unternehmerische Risiko in kapitalistischen Gesellschaften insgesamt verteilt wird. 3. In Großbritannien und in den USA ist das unternehmerische Risiko zu einem hohen Anteil vom Publikum (z.B. Kleinaktionäre) getragen worden, in Deutschland jedoch von den Universalbanken, die im späten 19. Jahrhundert zu Mitunternehmern wurden.[15]

1852 wurde in Frankreich der „Crédit Mobilier" von den Brüdern Émile und Isaac Pereire gegründet, die mit Hilfe dieser Bank die Industrialisierung Frankreichs beschleunigen wollten. Die Brüder waren Schüler von Saint-Simon, stark von seinen

---

glish origin countries" und den „French origin countries" (Varianz Analyse, Bonferroni Test, $\alpha \leq 0.009$; eigene Berechnungen).

11 „Risiko" wird definiert durch die Volatilität der Erträge eines Wertpapiers. Die Volatilität wird gemessen durch die Standardabweichung der Erträge (z.B. Standardabweichung der Erträge in einem Zeitraum von fünf Jahren); vgl. Sharpe et al. (1995: 178).

12 Der Erwartungswert wird definiert durch die Wahrscheinlichkeitsverteilung der Erträge der einzelnen Komponenten eines Portfolios (hohe Erträge werden mit geringerer Wahrscheinlichkeit realisiert).

13 Zentral für diese Operationen waren die verschiedenen Zweige des Bankhauses Rothschild in Frankfurt, London und Paris (Bouvier 1967: 58–90); dazu auch Barth (1999: 96–97).

14 Analysen des Risikoverhaltens finden sich in: Adams (1995), Douglas (1986).

15 Diese Hypothese, die vor allem von Gerschenkorn (1968) vertreten wurde, wird in der neueren Literatur bestritten (vgl. Edwards und Ogilvie 1996).

Ideen beeinflusst und verkündeten ein für die damalige Zeit „revolutionäres" Programm: Der „Crédit Mobilier" sollte Anleihen an das französische Publikum verkaufen und für diese Anleihen eine feste Verzinsung und die Rückzahlung *garantieren.* Das Kapital, das auf diese Weise beim Publikum eingesammelt wurde, sollte vom „Crédit Mobilier" in bereits bestehende oder neu zu gründende Industrieunternehmen investiert werden, vor allem in die großen Eisenbahngesellschaften. Um diese Unternehmen kontrollieren zu können, sollten die Brüder Pereire und ihre Partner Stimmrechte in deren „conseils d'administration" erhalten.[16] Die „revolutionäre" Idee bestand also darin, einem risiko-aversen Publikum (scheinbar) risikofreie Anlagen zu verkaufen und dieses Kapital dann in hoch riskantes, in seinen Erträgen ständig schwankendes Industriekapital zu *transformieren.* Die Bank fungierte als „Transformator" und trug einen Teil des Risikos, das die wohlhabenden Bürger Frankreichs nicht übernehmen wollten (Cameron 1971: 134–136).

Die Brüder Pereire scheiterten nicht nur deshalb, weil sie auf den erbitterten Widerstand des Bankhauses Rothschild trafen, sondern auch, weil sie zwar gute Journalisten, aber keine erfahrenen Banker waren. 1867 musste der „Crédit Mobilier" Konkurs anmelden.

Die Strategien der deutschen Universalbanken beruhten vor dem Ersten Weltkrieg auf ähnlichen Prinzipien, allerdings waren sie weniger „revolutionär", sondern stärker an professionellen Grundsätzen des Bankgeschäftes ausgerichtet. Es ist hier nicht möglich, die Geschichte der Disconto Bank oder der Deutschen Bank im Detail nachzuzeichnen (Gall et al. 1995). Die folgenden Überlegungen beschränken sich auf eine Zusammenfassung der wichtigsten Prinzipien.

1. Eine Bank kann die „Transformation" von risikolosen Sparguthaben in hoch riskantes Industriekapital nur dann mit Aussicht auf Erfolg durchführen, wenn sie über eine ausreichende Größe verfügt. Nur dann kann sie einen Teil des Risikos (unique risk) durch die Vergabe von *vielen* Krediten ausreichend diversifizieren.[17] Vor dem Ersten Weltkrieg hatte die Deutsche Bank bereits 493 Zweigstellen, die Dresdner Bank verfügte über 410 Zweigstellen. Für die meisten Berliner Großbanken galt, dass sie vor dem Ersten Weltkrieg in allen industriellen Ballungszentren des Deutschen Reiches präsent waren.[18] Die deutschen Banken garantierten einem relativ risiko-aversen Publikum also nicht nur die Rückzahlung ihrer Spareinlagen, sondern sie erfüllten auch die Funktion eines effizienten Finanzintermediärs, der die Transaktionskosten (Vertragskosten) und das nicht-systematische Risiko der Kredite reduzierte (Hellwig 1998). Die Universalbanken haben eine institutionelle Struktur

16 „Les frères Pereire totalisaient 37 postes d'administrateurs dans diverses sociétés ..." (Bouvier 1967: 195).

17 „The unique risk (non-market risk) is the portion of a security's total risk that is related to the particular circumstances of a firm ('idiosyncratic' risk) and can be diversified away (law of large numbers). Systematic risk (market risk) is the portion of a security's total risk that is related to moves in the market portfolio and cannot be diversified away"; vgl. Sharpe et al. (1995: 277, 1027).

18 Quelle: Untersuchungsausschuß für das Bankwesen: Untersuchung des Bankwesens 1933, 3 Bde. Berlin 1934: Carl Heymanns Verlag (Die Filialnetzdichte der Großbanken); dazu auch Riesser (1971: 723–732).

geschaffen, die sie befähigte, einen Teil des Risikos des „Gesamt"kapitalisten zu übernehmen.[19]

2. Die Vergabe großer Kredite war an die Bedingung geknüpft, dass die Bank eine oder mehrere Aufsichtsratspositionen in der kreditnehmenden Firma erhielt.[20] Um 1900 besetzte die Deutsche Bank 115 Aufsichtsratspositionen, in 29 Unternehmen stellte sie den Vorsitzenden des Aufsichtsrats. Der Schaafhausensche Bankverein besetzte 142 Aufsichtsratspositionen, in 26 Unternehmen stellte die Bank den Vorsitzenden. Die Präsenz im Aufsichtsrat sollte der Bank einen Einfluss auf die strategischen Entscheidungen des Unternehmens, insbesondere auf die Besetzung des Top-Management sichern.[21]
3. „[German banks] were also a substitute for entrepreneurial deficiencies. From their central vantage points of control, the banks participated actively in shaping the major – and sometimes even not so major – decisions of the individual enterprises" (Gerschenkron 1968: 137). In der Praxis sah das so aus: Georg von Stauss, Vorstandsvorsitzender der Deutschen Bank und gleichzeitig Vorsitzender des Aufsichtsrates von Daimler-Benz, übte im Juni 1930 erheblichen Druck auf den Vorstand der Daimler-Benz AG aus, um das Unternehmen angesichts der drohenden Wirtschaftskrise zu einer Reduzierung der Produktion zu bewegen. 1931 informierte Georg von Stauss den Vorstand der Daimler-Benz AG „über Mitteilungen aus der Firma Mannesmann, denen zufolge dort ‚eine große Wut' über die Daimler-Wagen herrschte, die ‚in der kurzen Zeit des Besitzes zwei bis vier Pfennig pro Kilometer an Reparaturkosten verursacht hätten'" (Feldman 1999: 11–12). – Das waren die „major and sometimes even not so major decisions", auf die die Bank als Mitunternehmer Einfluss ausübte.
4. Die Frage, ob die Bankenvertreter in den Aufsichtsräten die Industrieunternehmen *kontrollieren* können, ist strittig.[22] Hilferding zitierte dazu bereits 1910 den Direktor eines großen Elektrizitätswerkes: „Die Idee, daß ... das Mitglied eines Aufsichtsrates das tun könne, was das Gesetz ihm vorschreibe, sei irrig. Man stelle sich vor, daß ein Mitglied des Aufsichtsrates bei einer unserer großen Gesellschaften die

19 Die These, dass die deutschen Banken höhere und längerfristige Kredite für Investitionen an Industrieunternehmen vergeben hätten als dies die „commercial banks" in Großbritannien getan haben, ist umstritten. Eine Übersicht findet sich in Capie und Collins (1999).

20 Die Firma Krupp geriet kurz nach der Reichsgründung in eine schwere Krise (1874). Krupp wurde durch ein Bankenkonsortium gerettet, das der Firma einen relativ hohen Kredit gewährte. Da Krupp noch keine Aktiengesellschaft war (also auch noch keinen Aufsichtsrat hatte), entsandte das Bankenkonsortium einen „Treuhänder" (Carl Meyer) in das Unternehmen, der über mehrere Jahre die Finanzpolitik der Firma Krupp überwachte. Quelle: Gall (2000: 184–198).

21 Quelle: Riesser (1971: 304, 501, 651–672). Die Präsenz im Aufsichtsrat diente zwar auch der Informationsbeschaffung; wichtiger war jedoch der Einfluss, den die Bank dort auf die Besetzung des Vorstandes ausüben konnte. Vgl. dazu auch Eulenburg (1906), Fohlin (1999), Ziegler (1998).

22 Die Kontroverse hat eine lange Tradition: Sie geht aus von der These, dass die Industrieunternehmen unter der Kontrolle des „Finanzkapitals" stehen (Hilferding 1968). In den USA wurde diese These von Kotz (1979) wieder aufgegriffen; Mintz und Schwartz (1985) haben sie schließlich zur „Banken-Hegemonie-These" abgeschwächt. Für Deutschland vgl. Esser (1990), Rathenau (1917: 14).

sämtlichen Zweige des Unternehmens auch nur an einem Tag verfolgen solle. Während der Mann an einer Stelle kontrolliere, könnten an zehn anderen die größten Fehler begangen werden" (135).

DaimlerChrysler oder Siemens sind Industrieimperien, die man nicht durch Aufsichtsräte „überwachen" kann. Die Aufsichtsräte verfügen nur über unvollständige Informationen, und der Vorstand weiß (fast) immer mehr als der Aufsichtsrat (Informationsasymmetrie).

Im Netzwerk der Unternehmen haben nicht nur die Bankdirektoren, sondern auch die Industriemanager zahlreiche Positionen.[23] Die Aufgabe dieses Netzwerkes ist es nicht, die *Unternehmen* lückenlos zu überwachen, sondern die *Personen*, die diese Unternehmen leiten, in ein System wechselseitiger Verpflichtungen und normativer Kontrolle einzubinden (esprit de corps). Dieses Netzwerk rekrutiert seine Mitglieder durch Kooptation und ist nach außen geschlossen (soziale Schließung). Im Netzwerk wird jedes Mitglied durch jedes andere „überwacht". Mitglieder, die das Vertrauen missbrauchen, werden durch den Verlust der Mitgliedsrolle sanktioniert.

Diese Interpretation schließt nicht aus, dass alle Mitglieder durch das Netzwerk wertvolle Insider-Informationen erhalten. Die These lautet jedoch, dass nicht nur Informationen, sondern auch Vertrauen und Konsens über die *normativen* Standards der Unternehmensführung für die Kontrolle wichtig sind. Die „Deutschland AG" ist weder eine Verschwörung noch ein Club von „Nieten in Nadelstreifen" (Ogger 1992), sondern ein geschlossener „sozialer Kreis", dessen Mitglieder wechselseitig und füreinander „Kontrolleure" sind. Darin hat die „Deutschland AG" eine gewisse Ähnlichkeit mit den Netzwerken in Japan (keiretsu). Wenn die normative Kontrolle versagt, wird das Netz *korrupt*, weil es keine wirksamen *externen* Kontrollmechanismen gibt. Die Frage an Aufsichtsräte sollte also nicht lauten, ob sie ausreichend informiert sind (das können sie in der Regel nicht sein), sondern ob die Mitglieder des Netzwerkes den „Ehrenkodex" und den „esprit de corps" noch als verpflichtend betrachten.[24]

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die deutschen Universalbanken als professionelle Investoren dem Publikum fast risikolose Anlagen garantieren und dieses Kapital in riskante Kredite für Industrieunternehmen transformieren. Sie können dies tun, weil sie einen Teil des Kreditrisikos durch Diversifikation eliminieren können. Der Vorteil für die kreditnehmenden Firmen ist darin zu sehen, dass sie nur mit einem Partner (der Bank) einen Vertrag schließen müssen, und nicht mit tausenden von Aktionären konfrontiert sind (Reduktion der Vertragskosten). Die Banken reduzieren auch die Informationskosten, weil nicht jeder Investor sich über das Unternehmen, in das seine Spargelder investiert werden, informieren muss (economies of scale). Schließlich haben die deutschen Universalbanken bereits im ausgehenden 19. Jahrhundert Unternehmensnetzwerke aufgebaut, die eine kollektive Gruppenkontrolle der wichtigsten Entscheidungsträger der Großunternehmen ermöglichten.

---

23 Hugo Stinnes hatte 1910 z.B. 17 Aufsichtsratsmandate und fünf Vorstandsposten in verschiedenen deutschen und ausländischen Unternehmen (Feldman 1998: 143).

24 Klaus Esser, ehemaliger Vorstandsvorsitzender der Mannesmann AG, hat von Vodafone 60 Mill. DM als Abfindung erhalten. Kritiker werfen ihm vor, dass Vodafone damit die Zustimmung von Esser zur feindlichen Übernahme erkauft habe und dass Esser „sein" Unternehmen „verraten" habe.

In einem Gedankenexperiment können wir das unternehmerische Risiko in jedem Land zu einer *Gesamtsumme* addieren. Dieses Risiko muss auf die verschiedenen Akteure verteilt werden, zu denen u.a. die Unternehmer, die Banken, die Kleinaktionäre und der Staat gehören. Die große Aktiengesellschaft mit tausenden von Kleinaktionären, die Investmentfonds und die Universalbanken sind Verteilungsinstitutionen für Risiko; ihre Finanzoperationen bewirken eine jeweils unterschiedliche Verteilungsstruktur. Die Frage, welche Struktur effizienter ist (d.h. geringere Transaktionskosten verursacht), ist *empirisch* nur schwer zu beantworten.

V. Das korporatistische Marktmodell

Ein weiteres Merkmal, das den „deutschen" Kapitalismus vom angelsächsischen Modell unterscheidet, liegt in der normativen Bewertung der Konkurrenz. Für die Vertreter der historischen Schule war die uneingeschränkte Konkurrenz gleichbedeutend mit *Anarchie*.[25] Wettbewerb wurde nicht als Ordnungsprinzip gesehen, das individuelle Freiheit garantiert, sondern als ein anarchischer Prozess, der Monopole fördert. Als negative Beispiele dienten dabei die Trusts und die Konzentrationsprozesse in den USA.[26]

Das „Leitmotiv" der historischen Schule im ausgehenden 19. Jahrhundert war der Begriff der *regulierten Konkurrenz*: „Ich habe seit langem betont, daß die wirtschaftliche Freiheit nur an bestimmten Stellen Segen bringe, daß nur die maßvolle, da und dort mannigfach regulierte Konkurrenz anregend wirke, neue Kräfte entbinde und die vorhandenen steigere, daß eine überspannte Konkurrenz vielfach lähme, zerstöre und wirtschaftliche Vergeudung bedeute" (Schmoller 1906: 249).

Das war das Credo der historischen Schule und zugleich eine *ökonomische* Rechtfertigung für Kartelle. Übertragen in die Sprache der Institutionenökonomie lautete die Botschaft Schmollers: Die unregulierte Konkurrenz und die nicht in Institutionen eingebundene wirtschaftliche Freiheit verursacht enorme Transaktionskosten.

Die historische Schule unterscheidet sich jedoch vom Ordo-Liberalismus, weil die Regulierung nicht durch den Staat, sondern durch die Marktakteure selbst erfolgen soll. Die zentrale Institution der Selbstregulierung ist das Kartell, von dem Schmoller (1906: 254) sagt: „Nicht durch ... Börse und Spekulation, sondern durch Unterordnung, ... durch den Sieg gewisser gemeinsamer Interessen über Eigensinn und kurzsichtigen Egoismus kamen sie [die Kartelle, P.W.] zustande". In die Sprache des Gefangenen-Dilemmas übersetzt lautete die Botschaft Schmollers: Der kollektive Nutzen der Kooperation ist höher als der individuelle Nutzen, der durch Konkurrenz erreicht

25 Im damaligen Kontext bedeutete „Anarchie" nicht unbedingt Chaos oder das Fehlen jeder Ordnung. Vielmehr bezeichnete Anarchismus ein System des „extremen politischen und wirtschaftlichen Individualismus" (Diehl 1923: 277). Der individualistische Anarchismus vertrat die Lehre, dass jedes Individuum das volle und uneingeschränkte Verfügungsrecht über sein Eigentum haben sollte. Er stand damit im Gegensatz zur Idee der Gemeinwirtschaft.

26 In einem Vortrag, den Schmoller im September 1905 vor dem „Verein für Socialpolitik" in Mannheim gehalten hat, zählte er fast alle Vorurteile auf, die man zum damaligen Zeitpunkt gegen den amerikanischen Kapitalismus und gegen die „robber barons" haben konnte (Schmoller 1906: 238f.). Vergleichbare Argumente gegen amerikanische Trusts finden sich in Brandeis (1995).

werden kann. Die Kartelle waren eine Institution, die die Kooperation konkurrierender Unternehmen garantieren sollte.

Dabei ist zu berücksichtigen, dass ein Kartell kein Monopol ist, sondern ein kollektiver Akteur mit relativ hoher interner Interessen*heterogenität*. Ein Kartell setzt sich aus konkurrierenden Unternehmen zusammen, die in jedem Augenblick die Kooperation aufkündigen und zur Konkurrenz zurückkehren können. Darin ist die Instabilität von Kartellen begründet.

Eine genauere Analyse der Kartelle würde im Übrigen zu einem paradoxen Ergebnis führen: Vor dem Ersten Weltkrieg waren viele Kartelle in Deutschland eine wirkungsvolle Antitrust-Behörde. Sie haben die Entstehung von Monopolen nicht gefördert, sondern verhindert. Der Zweck des Kartells war nicht nur die Regulierung der Konkurrenz; das Kartell hat auch dafür gesorgt, dass kein Unternehmen eine dominante (monopolistische) Position erringen konnte.[27]

Das korporatistische Marktmodell, insbesondere die Kartelle und das Modell der „regulierten Konkurrenz", können nicht nur als Ergebnis eines technisch-ökonomischen Evolutionsprozesses verstanden werden, sondern sie sind auch das Produkt einer kulturellen Selektion. Am Kartell zeigt sich dieser Zusammenhang besonders deutlich. Das Kartell war erstens eine dominante *ökonomische Organisationsform* des deutschen Kapitalismus bis nach dem Zweiten Weltkrieg. In den Augen der meisten Unternehmer war es dem amerikanischen Marktmodell überlegen, weil es die Transaktionskosten einer anarchischen Konkurrenz reduzierte. Das Kartell entsprach zweitens der *diffusen Ideologie* eines noch feudal geprägten Bürgertums im ausgehenden 19. Jahrhundert. Die Leitmotive dieser Ideologie waren „Gemeinschaft", kollektive „Verantwortung" und „Ordnung".[28] Das Kartell war drittens eine wichtige *Interessenorganisation* der ökonomischen Elite. Unternehmer, die sich am Markt als Konkurrenten bekämpften, standen im Kartell unter Einigungszwang. Ein Konsens, der im Kartell ausgehandelt wurde, konnte an das politische System als „Forderung der Wirtschaft" kommuniziert werden.

Nach diesem historischen Exkurs soll im nächsten Abschnitt die Frage diskutiert werden, ob der institutionelle Strukturwandel und die zahlreichen gesetzlichen Änderungen, die während des letzten Jahrzehnts in Deutschland beobachtet werden konnten, nur als Anpassungsreaktion eines korporatistischen Regimes an veränderte Umweltbedingungen zu verstehen sind, oder ob wir es mit einer zwar langsamen, trotzdem aber unaufhaltsamen Auflösung des ökonomischen Institutionensystems zu tun haben, das schrittweise durch andere Formen der Regulierung ersetzt wird (Regimewechsel, vgl. Hall 1993).

27 Vgl. dazu die Beschreibung der aggressiven Verhandlungen, die 1906 um die Quoten im Stahlkartell geführt wurden (Feldman 1998: 169, 194–197). Vertreter des Rheinisch-Westfälischen Kohlensyndikats haben immer wieder betont, dass sie keine „Monopolpreise" festsetzen, sondern – vor allem in Zeiten der Hochkonjunktur – „mäßigend" auf die Preise einwirken. (Vgl. dazu: Reichsamt des Innern: Kontradiktorische Verhandlungen über Deutsche Kartelle. Berlin 1903. Bd. I: S. 93, 100.)

28 „Extrem anti-gouvernementale Laissez-faire-Politik wurde von deutschen Unternehmern nur selten gefordert. ... Kollektive Orientierungen lagen ihnen näher (Kocka 1988: 71). Vgl. dazu auch Pohl (1979: 209).

Um diese Frage zu verdeutlichen, sollen im Folgenden sieben Fallbeispiele diskutiert werden: 1. die abnehmende Dichte der Netzwerke; 2. die zunehmende Regulierung der Finanzmärkte; 3. die Flexibilisierung der Konzernstruktur; 4. die Veränderung der Eigentümerstruktur (Investmentfonds); 5. free float und Steuergesetze; 6. der Einfluss der Investmentfonds; 7. securitization of debt.

VI. Institutioneller Wandel

1. Abnehmende Dichte der Netzwerke

Ein Merkmal korporatistischer Marktregulierung ist ein relativ dichtes Netzwerk, in dem die großen deutschen Unternehmen sowohl durch Kapitalbeteiligungen als auch durch Personalverflechtung verbunden sind. Das Netz ist hierarchisch strukturiert und auf ein Zentrum mit sehr hoher Verflechtungsdichte ausgerichtet, in dem die größten deutschen Industrie- und Finanzunternehmen zusammengeschlossen sind („Deutschland AG"). Es wurde gezeigt, dass dieses Netzwerk bereits Ende des 19. Jahrhunderts entstanden ist und für die Universalbanken ein wichtiges Kontrollinstrument war.

Tabelle 1 zeigt einen Ausschnitt aus der Personalverflechtung der 650 größten deutschen Unternehmen und zwar den Teil mit der höchsten Verflechtungsdichte. Diesem Zentrum gehören sowohl Industrieunternehmen (RWE, Daimler-Benz) als auch Finanzinstitute an (Allianz, Commerzbank). Zum Zeitpunkt der ersten Erhebung (1992/93) hatte dieses Verflechtungszentrum fast die Struktur einer Clique, d.h. jedes Unternehmen war mit jedem anderen verbunden (Verflechtungsdichte: 0,79).

Wir haben die Verflechtung dieser Unternehmen für das Jahr 2000 erneut erhoben, wobei inzwischen eingetretene Firmenzusammenschlüsse berücksichtigt wurden (z.B. DaimlerChrysler).[29] Die rechte Seite von *Tabelle 1* zeigt, dass in einem Zeitraum von sieben bis acht Jahren die Verflechtungsdichte deutlich abgenommen hat (von 0,79 auf 0,58).

Besonders ausgeprägt ist die „Entflechtung" im Fall von Daimler-Benz/DaimlerChrysler: 1992/93 war Daimler-Benz mit 13 anderen Firmen innerhalb des Verflechtungszentrums verbunden; acht Jahre später ist DaimlerChrysler nur noch mit fünf anderen Firmen verbunden.[30] DaimlerChrysler hat also nur noch eine marginale Position im Zentrum der „Deutschland AG". Veränderungen in der Zusammensetzung des Aufsichtsrates liefern eine Erklärung für diese Entflechtung: Der Aufsichtsrat von DaimlerChrysler ist inzwischen zur Hälfte mit US-amerikanischen Managern besetzt, die nicht in das westdeutsche Netzwerk integriert sind.[31]

Tabelle 2 zeigt ein ähnliches Bild für das französische Verflechtungszentrum: Innerhalb eines kurzen Zeitraums (zwischen 1996 und 2000) hat die Verflechtungsdichte von 0,87 auf 0,42 abgenommen. Wegen zahlreicher Fusionen existiert zwar die ur-

29 Ich danke Dipl.-Soz. Thomas Heinze für die Datenerhebung und Berechnung der Matrizen.

30 Vgl. *Tabelle 1*, linke bzw. rechte Seite der Tabelle, jeweils Spalte 5.

31 Der Anteil von 50 Prozent bezieht sich auf die Mitglieder des Aufsichtsrates, die die Anteilseigner repräsentieren, also nicht auf die Gesamtzahl der Mitglieder des Aufsichtsrates.

Tabelle 1: Verflechtungszentrum (Personalverflechtung)

Deutschland 1992/93

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1	–	1	2	3	2	1	2	1	2	1	2	1	4	1	1
2	1	–	2	2	1	1	1	1	2	2	2	2	1	1	2
3	1	2	–	1	2	2	4	1	2	2	1	1	2		
4	3	2	1	–	1	1	2	1	1	2	2		1		5
5	2	1	2	2	–	2	1		1	1	2		1		
6	1	1	2	1	2	–	2	3	1	1	1		2	1	
7	1	1	4	2	1	2	–	2	1	3		1	2	3	2
8	1	1	2	1		2	2	–	2	1	1	1	2	1	
9	2	3	2	1	1	1	1	3	–	2	1	3			
10	1	2	2	2	1	1	3	1	2	–		1		1	
11	2	2	1	2	2	1		1			–	1	1		
12	2	2	1	1	1		1	1	2	1	2	–			
13	1	1	2		1	2	2	1			1		–	2	
14		1	2		1	1	2	1		1			2	–	
15	1	3	2	5	1	1	3		1	1					–

1 RWE
2 Veba
3 Karstadt
4 Allianz Holding
5 Daimler-Benz
6 Linde
7 Thyssen
8 MAN
9 Münchner Rück
10 Volkswagen
11 Degussa
12 Dresdner Bank
13 Hochtief
14 Commerzbank
15 Deutsche Bank

Dichte: 0.79 (dichotomisiert)

Deutschland 2000

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1	–		2	3	1		2	1	1			2	2		1
2		–	2	2		2	2		3	4	3	1	1	1	2
3	2	2	–	1		2		2		1			1		
4	3	3	1	–	1	2	2		3	1		2			3
5	1			2	–		1				1				1
6		2	2	1		–	2	1	1			1	1	1	1
7	2	3		1	1	2	–	2	1	1	1	2		2	1
8	1		2			1	1	–				1		1	
9	1	2		2		1	1	1	–	1		3	2		
10		3	1	1					2	–	1		1		1
11					1		1			1	–			1	
12	1	2	1	1		1	2	1	2	1		–	1		
13			1			1			2	1		1	–	2	
14	1		1			2	1	2			2		3	–	
15	1	3		3	1	2	2			1			1		–

1 RWE
2 E.on (Veba)
3 Karstadt
4 Allianz Holding
5 DaimlerChrysler
6 Linde
7 ThyssenKrupp
8 MAN
9 Münchner Rück
10 Volkswagen
11 Degussa
12 Dresdner Bank
13 Hochtief
14 Commerzbank
15 Deutsche Bank

Dichte: 0.58 (dichotomisiert)

Tabelle 2: Verflechtungszentrum (Personalverflechtung)

Frankreich 1996

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1	–	1	1	2	1	2		1	2	2	1	1	2		1
2	1	–	3	1	2	2	3	1	1		1	1	4	3	2
3	1	4	–	1	6	1	1	1	2	1	2	1	2	2	1
4	2	1	1	–	2	1		1	1	1	1	1	1	3	1
5	1	2	6	2	–	1	2	1	1	1	1	1	1	2	1
6	1	2	1	1	1	–		2	1	1	1	2	1	1	2
7	1	3	2	1	2	1	–	2	2	1	1	2	1		2
8	1	1	1	1	1	2	1	–	2	1	3	2		1	1
9	2	1	1	1	1	1	2	3	–	1	1	1	1		
10	2	1	1	1	1	1	1	1	1	–	1	1	1		
11	1	1	2	1	1	1		3	1	1	–	1		1	
12	1	1	1	1	1	3	1	2	2	1	1	–		2	
13		3	1	1	1	1	1		2	1			–	1	1
14	1	3	2	3	2	1		1			1	2	2	–	2
15		2	1	1	1	2	1						1	1	–

1 Groupe Paribas
2 Générale des Eaux
3 UAP
4 Rhône Poulenc
5 Saint Gobain
6 CEP Communication
7 BNP
8 Crédit Commercial de France
9 Elf-Aquitaine
10 Renault
11 Galeries Lafayette
12 Lafarge Copée
13 Alcatel Alsthom
14 Société Générale
15 Pinault-Printemps-R.

Dichte: 0.87 (dichotomisiert)

Frankreich 2000

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1	–	*	*	*	*	*		*	*	*	#	*	*		*
2	*	–	1	1	2	*			2		#		4	2	
3	*		–	1		*					#				1
4	*		2	–		*					#				
5	*	2	3		–	*	1		1	1	#	1	2	1	1
6	*	*	*	*	*	–		*	*	*	#	*	*	*	*
7	*		2		1	*	–		2	1	#	1			1
8	*					*		–			#	1			
9	*	2	2		1	*	2		–	2	#	1	2	4	
10	*		1		1	*	1		2	–	#	1			
11	#	#	#	#	#	#		#	#	#	–	#		#	
12	*		1		1	*	1	1	1	1	#	–			
13		4		1	2	*			2				–	2	1
14	*	2	1	1	1	*			4		#		2	–	2
15			1			*									–

1 * (Paribas, Fusion mit BNP)
2 Vivendi (Générale des Eaux)
3 AXA-UAP
4 Aventis (Rhône Poulence)
5 Saint Gobain
6 * (CEP, Fusion mit Vivendi)
7 BNP-Paribas
8 Crédit Commercial de France
9 TotalfinaElf (Elf-Aquitaine)
10 Renault
11 # (Lafayette)
12 Lafarge Copée
13 Alcatel Alsthom
14 Société Générale
15 Pinault-Printemps-R.

Dichte: 0.42 (dichotomisiert)

sprüngliche Konstellation von Firmen nicht mehr (nur zwölf von 15 Firmen haben überlebt), dennoch ist der Befund einer abnehmenden Verflechtungsdichte gesichert.

Die geringere Verflechtungsdichte kann auf unterschiedliche Ursachen zurückgeführt werden: Im Fall DaimlerChrysler stehen die Wirkungen der Globalisierung im Vordergrund. In einem globalen Markt verlieren national zentrierte Netzwerke an Bedeutung; sie können als Kontroll- und Informationsinstrument nur weiter bestehen, wenn sie transnational rekonstruiert werden. Im Fall von Frankreich spielen die Privatisierung und die veränderte Eigentümerstruktur (US-amerikanische Investmentfonds) eine wichtige Rolle (vgl. *Tabelle 3*, weiter unten).

2. Finanzmarktgesetze

Noch bis zu Beginn der 1980er Jahre wurden die Finanzmärkte durch ein korporatistisches Regime kontrolliert, das von den deutschen Universalbanken dominiert wurde. Insiderhandel galt als Kavaliersdelikt, und die deutschen Börsen bildeten ein vor Konkurrenz geschütztes Kartell (Lütz 1997).

Während der vergangenen zehn Jahre wurde dieses korporatistische Regime schrittweise durch ein engmaschiges System *staatlicher* Kontrolle ersetzt. Es ist hier nicht möglich, die neuen gesetzlichen Regulierung im Einzelnen zu diskutieren.[32] Die folgende Liste zeigt jedoch, welchen Umfang die staatliche Regulierung inzwischen angenommen hat:

- Erstes Finanzmarktförderungsgesetz (1990),
- Zweites Finanzmarktförderungsgesetz (1994),
- Drittes Finanzmarktförderungsgesetz (1998),
- Gesetz zur Deregulierung des Aktienrechts (1994),
- Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (1998),
- Gesetz zur Zulassung der Stückaktien (1998),
- Kapitalaufnahme-Erleichterungsgesetz (1998),
- Namensaktien- und Stimmrechtsausübungsgesetz (2001),
- Übernahme-Gesetz (2002).[33]

Ob diese lange Liste von Gesetzen insgesamt als „Deregulierung" bezeichnet werden kann, ist eher zweifelhaft. Der Referentenentwurf zum Dritten Finanzmarktförderungsgesetz hatte z.B. fast 400 Seiten. Vielmehr scheint der erhöhte Output von Gesetzen eine Hypothese zu bestätigen, die bereits im Kontext des Arbeitsrechts formuliert wurde: Wenn die institutionellen Voraussetzungen für eine korporatistische Marktregulierung erodieren, wird das entstehende Vakuum in der Regel durch staatliche Regulie-

32 Vgl. dazu Hommelhoff und Mattheus (1998), Pötzsch (1997), Kirchner und Ehricke (1998), Peltzer und Werder (2001).

33 Anfang Juli 2001 ist die EU-Übernahmerichtlinie im Europäischen Parlament gescheitert. Der Bundestag hat daraufhin ein Übernahme-Gesetz verabschiedet, das zum 1. Januar 2002 in Kraft getreten ist. Danach können sich Manager börsennotierter Unternehmen in Zukunft mit Hilfe so genannter „Vorratsbeschlüsse", die von der Hauptversammlung verabschiedet werden, gegen feindliche Übernahmen wehren. Vgl. FAZ, 16. Januar 2002: 23. Das Übernahme-Gesetz löst die bisher freiwillige Regelung der Börsensachverständigen-Kommission ab.

rung gefüllt. Bis Mitte der 1970er Jahre existierte z.B. in den USA ein System der Arbeitsbeziehungen, das Stone (1981: 1510) als „self-government by management and labor" bezeichnet hat. Mit dem Niedergang der Gewerkschaften wurde dieses System aufgelöst und ersetzt durch „an increased government intervention in the employment relationship".

In der Bundesrepublik scheint sich eine Entwicklung zu wiederholen, die man zu Beginn der 1930er Jahren in den USA beobachten konnte: Während die Finanzmärkte vor dem Börsencrash von 1929 durch das private Regime einer Finanzoligarchie regiert wurden (Money Trust), wurde dieses Regime später durch ein dichtes Netz staatlicher Gesetze und Kontrollen abgelöst.[34]

Trotz der zunehmenden Dichte der gesetzlichen Kontrolle ist in Zukunft eher mit einer steigenden Zahl von Betrugsfällen zu rechnen. Merton (1968: 190–193) hat in seiner Studie über „Social Structure and Anomie" eine „klassische" Erklärung für die Entstehung von Kriminalität geliefert: Je höher bestimmte Ziele in einer Gesellschaft bewertet werden (z.B. Reichtum), und je geringer die Chancen, mit legalen Mitteln dieses Ziel zu erreichen, umso höher wird die Kriminalität sein. Durch Bilanzfälschung können Manager (zumindest kurzfristig) die Ziele des „Shareholder-Value" besser realisieren. *Em.tv* in Deutschland und *Enron* in den USA sind zwei prominente Fälle, die zeigen, in welcher Weise dem fehlenden „Value" durch Betrug nachgeholfen wird.[35]

Wenn die korporatistische *Selbst*kontrolle in den Netzwerken nicht mehr funktioniert, muss sie durch externe Kontrollen ersetzt werden. Es wird hier argumentiert, dass die interne *Selbst*kontrolle effizienter ist als die externe Kontrolle durch eine staatliche Bürokratie (ceteris paribus). Im Übrigen zeigt sich hier ein Phänomen, das in der Organisationssoziologie als „bürokratischer Teufelskreis" bekannt ist: Auf die Ineffizienz gesetzlicher/bürokratischer Kontrolle wird mit dem Erlass von noch mehr Regeln reagiert.

3. Flexibilisierung der Konzernstruktur

Ein drittes Beispiel, an dem sich Veränderungen illustrieren lassen, sind Restrukturierungsprozesse innerhalb der deutschen Konzerne. Der Konzern ist ein hierarchisch strukturiertes Netzwerk von Produzenten, die zum Zwecke einer *langfristigen* Kooperation durch ein zentrales Unternehmen koordiniert werden. Es sieht so aus, als ob die

34 Diese Regulierung begann bereits mit der Ergänzung der Anti-Trust-Gesetze durch den Clayton Act von 1914 (vgl. Brandeis 1995); es folgten später weitere Gesetze, z.B. der Glass-Steagall Act (1933) und der Securities Exchange Act (1934). Vgl. Roe (1994: 54ff., 119ff.), Mahoney (2001), McCraw (1984).

35 Em.tv wurde von Thomas und Florian Haffa gegründet und am Neuen Markt gelistet. Ende 2001 wurden beide Brüder wegen Bilanzfälschung und anderer Delikte angeklagt. Enron, ein amerikanisches Energie-Unternehmen, ging Ende 2001 in Konkurs; die leitenden Top-Manager wurden wegen Bilanzfälschung angeklagt. Noch im November 2001 bescheinigten die Rating-Agenturen dem Unternehmen eine „gute" Bonität (BBB). Die Rechtfertigung für diese Strategie findet sich auf einer Internet-Seite von Standard & Poor's.
(http://www.standardandpoors.com/Forum/MarketAnalysis/Enron/index.html).
Historische Beispiele aus der Zeit der Weltwirtschaftskrise finden sich in Fiedler (1999).

langfristigen Beziehungen innerhalb der Konzerne „flexibilisiert" und durch weniger stabile Holdingstrukturen und Finanzbeteiligungen ersetzt werden.

Der Markt für Unternehmenskontrolle, auf dem Firmen *in toto* gekauft und verkauft werden, hat auch in Europa eine enorme Expansion erlebt. Das zentrale Unternehmen kann auf dem Markt für Unternehmenskontrolle abhängige Unternehmen verkaufen und andere Firmen erwerben. Auf diese Weise kann sich z.B. ein Stahlkonzern in einen Konzern der Telekommunikation verwandeln (Beispiel Mannesmann).

BASF, einer der größten deutschen Chemiekonzerne, hat zwischen 1988 und 1998 auf dem Markt für Unternehmenskontrolle 121 Firmen, die zum Konzern gehörten, verkauft und 183 Unternehmen neu erworben. Von diesen 183 Firmen wurden 135 im Ausland erworben und 48 in Deutschland. Diese Transaktionen ermöglichen es einem Unternehmen der Industriechemie, sich in ein Unternehmen der Gentechnologie zu verwandeln (Metamorphose).[36]

Der Markt für Unternehmenskontrolle bietet die Möglichkeit, in andere Firmen investiertes Kapital kurzfristig wieder zu liquidieren. Firmen, die eine zu geringe Rendite erwirtschaften, werden verkauft; Firmen, die eine hohe Rendite erwarten lassen, werden gekauft.

Die Konkurrenz auf dem Markt für Unternehmenskontrolle sorgt dafür, dass sich in allen Industriezweigen tendenziell eine gleich hohe Profitrate durchsetzt. Marx (1970b: 182ff.) ging noch davon aus, dass sich Unterschiede in den Profitraten zwischen verschiedenen Industriezweigen nur langfristig ausgleichen können. Das fixe Kapital, das in Maschinen und Immobilien investiert wurde, muss sich erst amortisieren, bevor es in Industriezweigen neu investiert werden kann, die höhere Profite erwarten lassen.

Der Markt für Unternehmenskontrolle hat den Prozess der „Ausgleichung der allgemeinen Profitrate" beschleunigt und globalisiert. Auf dem globalen Markt für Unternehmenskontrolle konkurrieren Firmen mit unterschiedlichen Profitraten um Investoren. Sehr profitable Firmen können ihren Kaufpreis in die Höhe treiben (damit sinkt die individuelle Profitrate); der Kaufpreis von Firmen, die nur wenig Gewinn abwerfen, sinkt (damit steigt die individuelle Profitrate).

In Deutschland wurde die Flexibilisierung der Konzernstrukturen durch eine Änderung der Steuergesetzgebung begünstig. Ab dem Jahre 2002 müssen Gewinne, die aus Firmenverkäufen stammen, nicht mehr versteuert werden, wenn der Verkauf nach Ablauf der Spekulationsfrist (ein Jahr) erfolgt. Die Steuergesetzgebung betrachtet den Kauf und Verkauf von Unternehmen also wie den Kauf und Verkauf von Aktien (Höpner 2000).

4. Veränderung der Eigentümerstruktur

Wenn man die Eigentümer der deutschen Großunternehmen mit denen in den USA vergleicht, fallen vor allem zwei Unterschiede auf: Erstens, der Aktienbesitz ist höher *konzentriert* als in den USA; die Hälfte der deutschen Großunternehmen hat einen

36 Quelle: „Die BASF ist ohne Quantensprünge auf dem Weg zur Globalisierung", FAZ, 22. September 1998: 25.

Tabelle 3: Aktienbesitz ausländischer Investmentfonds (1998)

Deutsche Unternehmer	Ausländ. Fonds* %	Französische Unternehmen	Wechselseitige Beteiligungen %	Eigentümer Ausland
Mannesmann	40,0	Alcatel	15,9	40
DaimlerChrysler	31,3	AGF	12,4	42
Deutsche Telekom	27,5	AXA UAP	41,1	37
Bayer	20,0	BNP	12,6	35
Deutsche Bank	19,7	Elf-Aquitaine	15,7	51
Allianz	18,0	Générale des Eaux	20,1	42
BASF	15,9	Paribas	32,1	38
Siemens	15,0	Société Générale	19,4	45
Münchner Rück	15,0	Suez Lyonnais	30,7	39

* Die folgenden Fonds halten die höchsten Beteiligungen an deutschen Unternehmen: Capital Research & Management, Templeton Investment Counsel, College Retirement Equities Fund, CGU Asset Management.

Quelle: Baudru und Kechidi (1998) und Morin (1998) für Frankreich; Handelsblatt, 8. November 1999, für Deutschland. Die Daten für Deutschland und Frankreich sind nicht im strikten Sinn vergleichbar (Frankreich: ausländische Eigentümer; Deutschland: ausländische Investment-/Pensionsfonds). Vgl. dazu auch Le Monde, 15. Juni 2001: 22.

Mehrheitsaktionär, der das Unternehmen kontrolliert. Zweitens, häufig werden die deutschen Unternehmen von anderen Unternehmen kontrolliert (Konzernstruktur), während sich in den USA das fragmentierte Eigentum zu über 50 Prozent in den Händen von Investment-/Pensionsfonds befindet (Windolf und Nollert 2001).

Es lässt sich nun beobachten, dass auch in Deutschland ein zunehmender Anteil der Aktien der Großunternehmen von Investmentfonds gehalten wird. Die feindliche Übernahme von Mannesmann durch Vodafone war nur deshalb möglich, weil Mannesmann keinen Großaktionär hatte und ca. 40 Prozent der Aktien von (ausländischen) Investmentfonds gehalten wurden. *Tabelle 3* zeigt diese Veränderungen im Vergleich zu Frankreich, wo die Investmentfonds bereits einen höheren Anteil der Aktien besitzen.

In Frankreich kontrollierten sich die Großunternehmen noch bis zu Beginn der 1990er Jahre weitgehend selbst, d.h. ein hoher Anteil der Aktien wurde von anderen französischen Großunternehmen gehalten (Windolf 1999). Inzwischen wurde dieser Anteil deutlich reduziert, und die Spalte „wechselseitige Beteiligungen"[37] in *Tabelle 3* zeigt, was 1998 davon übrig geblieben ist. Die ausländischen Investmentfonds haben

37 Diese Beteiligungen (noyau dur) wurden bei der Privatisierung der (ehemaligen) Staatsbetriebe gebildet, um die französischen Unternehmen (insbesondere die Banken) vor feindlichen Übernahmen zu schützen. Am Beispiel von Crédit Lyonnais lässt sich dies verdeutlichen: Der „noyau dur" wird hier als „Groupe d'actionnaires partenaires" (GAP) bezeichnet und setzte sich (Anfang 2002) wie folgt zusammen: Crédit Agricole (10,55 Prozent), Allianz (9,71 Prozent), Axa (5,41 Prozent), französischer Staat (9,49 Prozent). Diese „Partner-Aktionäre" halten also zusammen noch 35,16 Prozent am Aktienkapital von Credit Lyonnais und schützen die Bank damit vor (unerwünschten) externen Einflüssen. Quelle: Le Monde, 27. Dezember 2001: 11.

einen hohen Anteil der privatisierten Staatsbetriebe erworben; an Elf-Aquitaine halten sie inzwischen die Mehrheit.

Der Anteil der Aktien, der sich im Besitz (ausländischer) Investmentfonds befindet, wird in Zukunft vermutlich weiter ansteigen und damit zu einem Wandel in den Eigentums- und Kontrollstrukturen der „Deutschland AG" führen.

5. Free float

Die Börsen in Frankfurt und in London haben beschlossen, in Zukunft das Gewicht einer Aktiengesellschaft in einem Börsenindex (z.B. DAX, FTSE) nur auf Grund der frei handelbaren Aktien zu bestimmen (free float).[38] Bisher wurde das relative Gewicht einer Aktiengesellschaft im Index durch die Börsenkapitalisierung *aller* Aktien bestimmt, einschließlich jener Anteile, die bei anderen Unternehmen in „festen Händen" lagen. In Deutschland werden häufig weniger als die Hälfte der ausgegebenen Aktien eines Unternehmens an der Börse frei gehandelt. Auf Grund der neuen Regelung verlieren Unternehmen an Gewicht, deren Aktien zu einem erheblichen Teil von anderen Unternehmen oder von Familien gehalten werden, also nicht „liquide" sind.[39]

Wenn das Gewicht eines Unternehmens in einem Index bedeutend höher ist als der Anteil der Aktien, die frei handelbar sind, verringert dies die Liquidität der Aktien und führt insgesamt zu einer höheren Volatilität. Die Investmentfonds haben also ein Interesse daran, dass der „free float" mit dem Indexgewicht übereinstimmt.

Im Mai 2001 wurde der All-Country-World-Index (ACWI) restrukturiert und das Indexgewicht der Unternehmen wurde am „free float" ausgerichtet. Im neuen Index steigt der Anteil der US-amerikanischen Firmen auf 55,3 Prozent (+ 6,3 Prozentpunkte), deutsche Firmen haben nur noch ein Gewicht von 2,8 Prozent (– 1 Prozentpunkte).[40] Wenn ein Unternehmen ein reduziertes Gewicht in einem Aktienindex hat, werden auch weniger Aktien dieses Unternehmens von Investmentfonds gekauft – mit der Folge, dass der Kurs dieser Aktie tendenziell sinkt.

Die Börse übt damit Druck aus, die Kapitalverflechtungen zwischen den Unternehmen aufzulösen und zu „liquidieren". Die Flexibilisierung bzw. Auflösung der Konzernstruktur, die im letzten Abschnitt erläutert wurde, wird durch die Politik der europäischen Börsen vermutlich beschleunigt.

6. Einfluss der Investmentfonds

Die Finanzmärkte beeinflussen nicht nur die externe Organisationsstruktur der Unternehmen (z.B. Auflösung der Konzerne), sondern auch deren Produkt- und Absatzstra-

38 Vgl. FAZ, 10. August 2000: 29 (Streubesitz entscheidet künftig über Indexgewicht).

39 Die Deutsche Bank hält z.B. 11,4 Prozent an der DaimlerChrysler AG; die Siemens AG hält 71 Prozent an Infineon Technologies AG und 12,5 Prozent an der Epcos AG; die Deutsche Telekom AG hält 80 Prozent an der T-Online AG. Nur Beteiligungen von weniger als 5 Prozent werden dem „free float" zugerechnet.

40 Quelle: FAZ, 21. Mai 2001: 33.

tegien. Bei feindlichen Übernahmen spielen die Investmentfonds häufig den *Schiedsrichter*, der über konkurrierende Managementstrategien entscheidet. Dies soll am Beispiel der gescheiterten Fusion zwischen drei französischen Banken illustriert werden. Das französische Beispiel wurde gewählt, da die konkurrierenden Strategien hier besonders gut dokumentiert sind. Die Schlussfolgerungen können auf den „Fall" Mannesmann übertragen werden.

Die Manager der beiden französischen Banken *Société générale* (SG) und *Paribas* hatten nach längeren Verhandlungen eine Fusion vereinbart, von der sie sich erhebliche Synergieeffekte versprachen. Am 1. Februar 1999 machte die SG den Aktionären von Paribas ein öffentliches Angebot (offre public d'achat): Sie bot fünf eigene Aktien für acht Aktien von Paribas. Wenige Tage später schlugen die Manager der *Banque nationale de Paris* (BNP) eine Fusion von drei französischen Banken unter Führung der BNP vor, nämlich BNP, SG und Paribas. Die Manager von SG und Paribas lehnten dieses Angebot ab und erklärten, dass sie die Fusion ihrer beiden Banken weiter vorantreiben würden. Am 9. März 1999 machte die BNP den Aktionären der beiden anderen Banken, nämlich SG und Paribas, ebenfalls ein öffentliches Angebot: Sie bot elf eigene Aktien für acht Aktien von Paribas und 15 eigene Aktien für sieben Aktien der SG.

In den folgenden Wochen warben die Manager der BNP und der SG jeweils um die Aktionäre der Banken, die sie übernehmen wollten. Es gab zwei konkurrierende Unternehmensstrategien, nämlich eine Fusion zwischen *zwei* Banken und eine Fusion zwischen *drei* Banken. Durch die Fusion der drei Banken wäre die größte europäische Bank entstanden. Die Aktionäre von Paribas konnten zwischen drei Optionen wählen: Selbstständigkeit der Bank (Ablehnung beider Angebote), Akzeptanz des Angebotes der BNP (Fusion der drei Banken) oder Akzeptanz des Angebotes der SG (Fusion der zwei Banken).

In diesen Übernahmeschlachten werden die Unternehmensstrategien nicht mehr diskret in den Netzwerken zwischen den beteiligten Managern ausgehandelt, sondern als Konkurrenzkampf auf dem Markt für Unternehmenskontrolle inszeniert. Das Verfahren lässt sich mit politischen Wahlkämpfen vergleichen: Es gibt zwei oder mehr Managementteams, die den „Wählern" (= Aktionären, Investmentfonds) konkurrierende Strategien zur Entscheidung vorlegen. Die Manager halten „Wahlkampfreden" in den bedeutenden Finanzzentren New York, London und Frankfurt und präsentieren dort den Fondsmanagern und Analysten ihre Unternehmensstrategien (road shows).

Im Ergebnis haben 65 Prozent der Aktionäre von Paribas ihre Aktien gegen Aktien der BNP eingetauscht, womit die BNP die Kontrolle über Paribas erhielt. Aber nur 37 Prozent der Aktionäre der SG haben das Angebot der BNP akzeptiert. Die französische Aufsichtsbehörde[41] entschied am 28. August 1999, dass die SG unabhängig bleiben sollte. Die BNP wurde aufgefordert, ihren Anteil an der SG wieder zu verkaufen. Die BNP hatte zwar einen Teilerfolg errungen, im Grunde waren aber *beide Unternehmensstrategien gescheitert*: Weder konnte die SG ihr Konzept einer Fusion mit Paribas ver-

41 Diese Behörde (= Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, Cecei) wird vom Gouverneur der Banque de France, Jean-Claude Trichet, geleitet. Man kann also vermuten, dass der Einfluss der französischen Regierung auf diese Behörde relativ groß ist. Le Monde, 29./30. August 1999, „La BNP ne prendra pas le contrôle de la Société générale".

wirklichen, noch konnte die BNP ihr Konzept einer Fusion von drei Banken realisieren.

Das *Ergebnis* einer „Wahl", die auf den Aktienmärkten inszeniert wird, kann ebenso problematisch sein wie das Ergebnis einer politischen Wahl. Es gibt zumindest keine Garantie dafür, dass die unkoordinierten Entscheidungen autonomer Aktionäre (die „wählen", indem sie ihre Aktien verkaufen oder behalten) ökonomisch effiziente Lösungen produzieren.

Zu berücksichtigen ist auch, dass die „Wahlen" auf den Finanzmärkten weniger reguliert sind als dies für politische Wahlen gilt. Zwar gibt es in einigen Ländern einen Übernahmecode. Aber dieser Code ist häufig freiwillig und lässt den beteiligten Parteien einen weiten Spielraum hinsichtlich der Mittel und der Strategien.[42]

Während der Übernahmeschlacht zwischen Mannesmann und Vodafone haben die Manager dieser beiden Unternehmen innerhalb weniger Wochen fast 400 Mill. Euro für PR-Maßnahmen im Fernsehen und in Zeitungen ausgegeben; den Investmentbanken wurden an Beraterhonoraren ca. 420 Mill. Euro überwiesen. Man kann diese Wahlkampfkosten als die Transaktionskosten feindlicher Übernahmen bezeichnen.[43]

7. Securitization of debt

Die historisch gewachsenen Beziehungen zwischen deutschen Banken und Unternehmen wurden bereits in Abschnitt IV beschrieben: Viele Unternehmen haben ihren externen Kapitalbedarf durch Bankkredite gedeckt; die Bank konnte über ihre Mitgliedschaft im Aufsichtsrat Einfluss auf das Management ausüben und wurde damit zu einem „Mitunternehmer". Durch die „securitization of debt" wird diese Beziehung tendenziell aufgelöst. Die Veränderungen sollen im Folgenden in drei Schritten analysiert werden: a) die Bewertung der Unternehmen (rating); b) die direkte Kreditaufnahme auf den Finanzmärkten; c) die Externalisierung des Kreditrisikos durch „collateralized loan obligations".

a) Eine wichtige Voraussetzung für die direkte Kreditaufnahme der Unternehmen am Finanzmarkt ist die Bewertung (rating) durch eine renommierte Agentur, die die Kreditwürdigkeit eines Unternehmens einschätzt. Die Bewertung eines Unternehmens mit 50–100 Mill. Euro Umsatz kostet zwischen 15.000 bis 25.000 Euro, bei einem Umsatz von 500 Mill. Euro steigen die Kosten auf bis zu 50.000 Euro.[44] Die Beurteilung, die ein Unternehmen erhalten kann, reicht von Aaa (beste Bewertung) bis C (schlech-

42 In Deutschland gibt es seit 1995 einen freiwilligen Übernahmekodex, dessen Einhaltung von der Übernahmekommission überwacht wird. (Dieser Kodex wurde im Januar 2002 durch das Übernahme-Gesetz abgelöst.) Zum freiwilligen „takeover-code" in Großbritannien vgl. Woolcock (1996: 193).

43 Quellen: Die Zeit, 27. Januar 2000: 5; Financial Times, 4. Februar 2000: 16 und 7. Februar 2000: 20.

44 Quelle: FAZ, 2. Mai 2000: „Banken und Unternehmen sind auf das Kreditwürdigkeitsrating nicht vorbereitet".

teste Bewertung).[45] Je höher die Bewertung, umso geringer wird an den Finanzmärkten das Kreditrisiko eingeschätzt und umso niedriger werden die Kreditkosten sein.

Der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht hat in Reaktion auf die asiatische Finanzkrise beschlossen, dass die Banken in Zukunft jeden Kunden (Kreditnehmer) bewerten müssen. Kredite, die an Kunden mit der Bonität Aaa vergeben werden, müssen mit einer geringeren Eigenkapitalquote der Bank gesichert werden im Vergleich zu Krediten, die an Unternehmen vergeben werden, die nur mit B bewertet werden.

Es ist zu erwarten, dass sich in den nächsten Jahren viele Unternehmen einem standardisierten externen Bewertungsverfahren unterziehen werden.[46] Mit der Bewertung werden für alle Akteure am Finanzmarkt Informationen zugänglich, die früher nur den Banken als „Insidern" zur Verfügung standen. Das Informationsmonopol der Banken über ihre Kreditnehmer wird damit aufgehoben.

b) Große Unternehmen, die sich dem Bewertungsverfahren unterzogen haben, können ihren Kreditbedarf direkt am Finanzmarkt decken. Sie können diese Kredite umso günstiger aufnehmen, je besser ihre Bewertung durch eine Ratingagentur ausgefallen ist. Die Banken übernehmen dabei nur noch die Rolle eines Intermediärs, d.h. sie verkaufen die Anleihen an den Finanzmärkten.

Zwischen Januar 1998 und Juli 2000 sind die Unternehmensanleihen auf dem Euro-Markt von etwas weniger als 10 Mrd. Euro auf über 80 Mrd. Euro angestiegen, haben sich im Volumen also fast verzehnfacht. Die Unternehmen müssen diese Anleihen im Durchschnitt 1,2 Prozent höher verzinsen im Vergleich zu Staatsanleihen. Wahrscheinlich sind diese Zinssätze aber niedriger als die Zinsen für einen Bankkredit.[47]

c) Wenn die Kunden der Bank einem allgemeinen Bewertungsverfahren unterzogen wurden und damit ein Gütesiegel haben, das auf den Finanzmärkten anerkannt wird, besteht für die Bank die Möglichkeit, die Kredite ihrer Kunden zu bündeln und als „collateralized loan obligations" auf den Finanzmärkten zu verkaufen.

Dazu ein Beispiel: Die Deutsche Bank hat 2.200 mittelgroße deutsche Unternehmen, denen sie Kredite gewährt hatte, bewerten lassen. Sie hat dann diese Kredite in einem Portfolio zusammengefasst und als „collateralized loan obligations" mit einer Laufzeit von sieben Jahren an Investmentfonds verkauft. Die Verluste, die auf Grund der Zahlungsunfähigkeit der Kreditnehmer erwartet werden, wurden wie folgt verteilt: Die ersten 2,25 Prozent Verlust, die während der siebenjährigen Laufzeit auftreten, werden von der Deutschen Bank übernommen (first loss tranche). Die darauf folgenden 2,25 Prozent werden einer Tranche zugewiesen, die eine geringere Bewertung erhält. Käufer dieser Tranche übernehmen ein höheres Risiko, erhalten aber auch höhere Zinsen. Insgesamt wurden auf diese Weise 15 Tranchen gebildet, denen ein jeweils ab-

45 „Bonds which are rated Aaa are judged to be of the best quality. They carry the smallest degree of investment risk and are generally referred to as ‚gilt edged'. Bonds which are rated C are the lowest rated class of bonds, and issues so rated can be regarded as having extremely poor prospects of ever attaining any real investment standing" (Moody's Bond Ratings).

46 „Während in den Vereinigten Staaten bereits mehr als 8.000 Unternehmen über ein externes Rating verfügen, sind es in Deutschland nur wenige hundert". Vgl. dazu die Untersuchung, die an der Universität Witten/Herdecke durchgeführt wurde: C. Kolbeck und R. Wimmer: Gläserne Unternehmen, in: FAZ, Sonderbeilage Mittelstand, 21. Mai 2001: 1–2.

47 Quelle: FAZ, 11. September 2000: 40.

nehmender Anteil des Kreditrisikos zugewiesen wurde. Da die Wahrscheinlichkeit, dass die letzten Tranchen noch Verluste erleiden, sehr gering ist, sind diese Wertpapiere praktisch „risk free assets".[48]

Die Deutsche Bank ist zwar noch direkter Kreditgeber ihrer Kunden, aber sie verkauft diese Kredite auf dem Finanzmarkt an Investmentfonds oder andere Investoren und erhält auf diese Weise das ausgeliehene Kapital zurück. Diese veränderten Finanztechniken lassen die folgenden Tendenzen erkennen:

- Die Finanzinstitute versuchen, das mit ihren Finanzierungsgeschäften verbundene Risiko zu externalisieren und an den Finanzmärkten zu „verkaufen". Es findet tendenziell eine Verlagerung des Risikos von den Finanzinstitutionen hin zu den Investoren statt.
- Die Investmentfonds sind (als Kollektiv) die *Eigentümer* vieler Unternehmen; durch den Kauf von „collateralized loan obligations" werden sie auch zu deren *Gläubigern.*
- Durch das Bewertungsverfahren werden die Informationen über ein Unternehmen tendenziell zu einem „öffentlichen Gut". Die Informationsasymmetrien zwischen einer Hausbank und anderen konkurrierenden Banken/Investoren werden abgebaut und die Hausbank verliert ihr Informationsmonopol in Bezug auf einen bestimmten Kunden. Eine Beziehung, die durch „relational contracting" gekennzeichnet war, wird in eine reine Marktbeziehung transformiert.
- In diesem System wird die Beziehung zwischen Kreditnehmer und dem eigentlichen Investor durch drei intermediäre Institutionen vermittelt: Durch die Bank, die den Kredit zwar direkt vergibt, dann aber weiterverkauft; durch die Ratingagentur, die das Unternehmen klassifiziert; und schließlich durch den Investmentfonds, der mit den Einlagen seiner Kunden die „collateralized loan obligations" kauft. Diese neuen intermediären Beziehungen können relativ hohe Transaktionskosten verursachen.
- Die Ratingagenturen haften weder gegenüber dem Investor (wenn das Unternehmen z.B. zu hoch eingestuft wurde und später zahlungsunfähig wird) noch gegenüber dem Unternehmen, das klassifiziert wurde (wenn dieses Unternehmen z.B. zu niedrig eingestuft wurde und deshalb höhere Zinsen zahlen muss). Daraus folgt, dass sich neue Chancen für „moral hazards" eröffnen.[49]

VII. Schlussfolgerung

Wenn wir annehmen, dass der „deutsche" Kapitalismus überhaupt ein klar abgrenzbarer und von anderen Kapitalismen unterscheidbarer Typus ist, dann lässt sich zeigen, dass seine formative Phase im Wesentlichen mit dem Ersten Weltkrieg abgeschlossen war. Zu diesem Zeitpunkt hatte der deutsche Kapitalismus alle später als „typisch" bezeichneten Merkmale ausdifferenziert (z.B. Kartell, Tarifvertrag, Universalbanken).

48 Quelle: FAZ, 10. Juli 2000: 24; vgl. dazu auch FAZ, 14. Mai 2001: 40 („Wir werden für Sparkassen Kreditrisiken handelbar machen").

49 Vgl. dazu den Bericht eines „Insiders" über illegale Praktiken bei Analysten in: Handelsblatt, 7. Oktober 1998: 12; illegale Praktiken der Investmentbanken werden beschrieben in FAZ, 26. Mai 2001: 23f. („Amerikas Investmentbanken sind ins Zwielicht geraten"). Vgl. dazu auch Fußnote 35.

Die ökonomischen Institutionen des „deutschen" Kapitalismus wurden seither zweimal restrukturiert:[50] Die erste Systemtransformation fand nach dem Zweiten Weltkrieg unter dem Druck der Besatzungsmächte statt. Das Modell, an dem sich diese Transformation orientierte, war der „Ordo-Liberalismus", d.h. eine an *deutsche Verhältnisse angepasste* Version des angelsächsischen Liberalismus. Die zweite Systemtransformation, die durch die Globalisierung erzwungen wird, können wir gegenwärtig beobachten.

Ein herausragendes Ergebnis der ersten Transformation ist das Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen, das 1957 gegen den Widerstand der Wirtschaftsverbände verabschiedet wurde.[51] Mit diesem Gesetz wurden Kartelle verboten, und die bisher vorherrschende Form einer „privaten" Regulierung der Märkte wurde durch staatliche Regulierung ersetzt (Kartellbehörde). Es lässt sich auch ein Wertewandel konstatieren: Marktkonkurrenz wurde nicht mehr mit Anarchie gleichgesetzt, sondern als ein Ordnungsprinzip anerkannt, das zugleich wirtschaftliche Effizienz und (politische) Freiheit garantiert.[52]

Rittner (1988: 114f.) hat diesen Wertewandel wie folgt kommentiert: „Mehr als alle wirtschaftlichen Erfolge wiegt, wie ich meine, daß es der neoliberalen Lehre gelungen ist, die in unserem Volk tief verwurzelten gemeinwirtschaftlichen Vorstellungen, wenn nicht abzulösen, so doch von ihrem Monopol zu verdrängen. Hierin sehe ich das eigentliche Wunder, das sich nach 1949 in Deutschland ereignet hat".

Rückblickend sind vor allem zwei Ergebnisse dieser ersten Transformation von Interesse: Die von den Besatzungsmächten erzwungenen Reformen haben das Institutionensystem modernisiert, aber seine korporatistische Struktur weitgehend intakt gelassen. In den 1960er Jahren wurde dieses *partiell* modernisierte System zur Erfolgsstory und unter dem Markennamen „Modell Deutschland" in anderen Ländern imitiert.

Auf die zweite Transformation können wir noch nicht zurückblicken, und es soll hier auch nicht versucht werden, die zukünftige „Gestalt" des deutschen Kapitalismus zu prognostizieren. Stattdessen werde ich auf allgemeine Tendenzen hinweisen, die sich im intendierten bzw. nicht-intendierten Strukturwandel bisher erkennen lassen.

a) Wandel der Kontrollform. Im Netzwerk sind die Manager der Großunternehmen in ein System wechselseitiger Kontrolle eingebunden, in dem sie zugleich Kontrolleure und Kontrollierte sind (Windolf 1997). Der Modus der Kontrolle beruht auf *persönlichen* Beziehungen und lässt sich als *normative* Kontrolle innerhalb einer relativ geschlossenen sozialen Gruppe beschreiben. Informationen, die innerhalb des Netzwerkes zirkulieren, haben überwiegend den Charakter von „tacit knowledge" und Insiderwissen und sind eher ein privates Gut.

Unter dem Regime des „Shareholder-value"-Kapitalismus verschiebt sich das Zentrum der Kontrolle hin zu den Finanzmärkten. Der neue Kontrolltypus beruht auf abstrakten finanztechnischen Regeln, die universelle Gültigkeit beanspruchen und global verfügbar gemacht werden können. Die Informationen über eine Firma sind tenden-

50 Die Deformation des Systems während der Nazi-Herrschaft (z.B. Staatsinterventionismus) wird hier außer Acht gelassen, da sie nach dem Zweiten Weltkrieg rückgängig gemacht wurde.

51 Vgl. Nörr (1993), Mestmäcker (1984: 3).

52 Die Vertreter des Ordo-Liberalismus haben dies als die „Interdependenz der Ordnungen" bezeichnet (Eucken 1990: 14f., 332f.).

ziell ein öffentliches Gut, bzw. können auf einem Informationsmarkt an jeden verkauft werden. Während Kontrolle innerhalb eines Netzwerks in soziale Beziehungen „eingebettet" ist, wird sie hier aus sozialen Beziehungen herausgelöst.

b) Zunahme intermediärer Akteure auf den Finanzmärkten. Sassen (1991: 70) behauptet, dass durch die „securitization of debts into marketable instruments" die Rolle der Banken und Finanzinstitute als intermediäre Akteure zurückgedrängt wird (disintermediation). Dieser These wird hier widersprochen. Im „klassischen" Kreditgeschäft wird die Beziehung zwischen einem Sparer und der investierenden Firma (Kreditnehmer) durch *eine* intermediäre Institution vermittelt, nämlich durch die Hausbank. Bei einer „securitization of debt" gibt es nicht eine, sondern wenigstens *drei* intermediäre Institutionen: das Finanzinstitut, von dem sich das Unternehmen bewerten lässt (ranking); die Bank, die die Anleihe direkt am Finanzmarkt platziert; der Investmentfonds, der die Firmenanleihe bzw. die „collateralized loan obligations" kauft. Erst dann erscheint der „eigentliche" Investor, nämlich der Kunde des Investmentfonds, der seine Spargelder in einen spezialisierten Fonds einzahlt.

Aus diesen Überlegungen lassen sich zwei Thesen ableiten: Erstens, je mehr intermediäre Institutionen eine (Finanz)transaktion vermitteln, umso höher sind die Transaktionskosten. Zweitens, je mehr intermediäre Institutionen eine (Finanz)transaktion vermitteln, umso größer sind die Chancen für „moral hazards" und Opportunismus. Diese These lässt sich durch das Prinzip begründen, dass jede Organisation zunächst ein Interesse „an sich selbst" hat.

c) Externalisierung des Risikos. Wir beobachten sowohl auf den Finanzmärkten als auch auf den Arbeitsmärkten eine generelle Tendenz zur Externalisierung von Risiko. Risiken, die vorher von den Banken und Firmen getragen wurden, werden jetzt an die Investoren (bzw. Arbeitskräfte) weitergegeben. Auf dem Arbeitsmarkt wird die Externalisierung von Risiko in der generellen Tendenz zur „Flexibilisierung" erkennbar (flexible Arbeitszeiten, Zeitverträge, Scheinselbstständigkeit). Auf den Finanzmärkten beobachten wir diese Tendenz im Prozess der „securitization of debt" und – als ein besonders markantes Beispiel – bei den „collateralized loan obligations". Risiko wird nicht mehr von der Bank getragen, sondern durch finanztechnische Transaktionen (siehe Abschnitt VI.7) an die Sparer weitergegeben. Wenn eine kreditnehmende Firma Konkurs anmeldet, trägt weder die Bank, noch das Institut, das das Unternehmen bewertet hat, noch der Investmentfonds, der das Wertpapier gekauft hat, das Risiko – sondern der Sparer.

d) Investmentfonds als Eigentümer. Die Trennung von Eigentum und Kontrolle, die für die großen Aktiengesellschaften typisch ist, wird in der Regel mit der überlegenen technischen Kompetenz eines professionellen Management begründet. Die Kleinaktionäre sind zwar noch „Eigentümer", aber im Vergleich zum Management sind es „Dilettanten", die von der Leitung des Unternehmens ausgeschlossen sind.

In den USA befinden sich inzwischen über 50 Prozent der Aktien der Großunternehmen im Besitz von Investment-/Pensionsfonds und es wurde gezeigt, dass sich diese Tendenz auch in Deutschland und Frankreich abzeichnet. Damit wird die Eigentümerfunktion selbst professionalisiert. Fondsmanager sind Spezialisten für die Interpretation jener Finanzindikatoren, die zu zentralen Instrumenten der Finanzmarktkontrol-

le geworden sind. Im „Shareholder-value"-Kapitalismus stehen sich daher zwei Gruppen von intermediären Akteuren gegenüber, die beide nicht die „ultimate owners" sind, jeweils aber für sich die Kontrolle über das Unternehmen beanspruchen.

Fondsmanager unterscheiden sich von traditionellen Kleinaktionären nicht nur hinsichtlich ihres professionellen Wissens, sondern auch darin, dass sie als Eigentümer in Konkurrenz *zueinander* stehen. Diese Konkurrenz hat wenigstens zwei Nebenfolgen: Einmal wird der Druck auf die Manager der Aktiengesellschaften erhöht, immer höhere Profitraten zu erwirtschaften (shareholder value). Andererseits verhindert der Konkurrenzkampf die Koordination der verschiedenen Investmentfonds untereinander. Da sie nur geringe Anteile halten, könnten sie ein Unternehmen nur dann kontrollieren, wenn sie ihre Strategien koordinieren. Diese widersprüchlichen Wirkungen der Konkurrenz erklären einige Merkmale des „Shareholder-value"-Kapitalismus: Die Fonds verfolgen z.B. häufig nur kurzfristige Strategien, beanspruchen aber gleichzeitig einen maßgeblichen Einfluss auf die Strategien des Unternehmens.

Zum gegenwärtigen Zeitpunkt lässt sich kaum prognostizieren, wie die Struktur eines „neuen" deutschen Kapitalismus aussehen wird. Allerdings ist es wahrscheinlich, dass er durch die hier aufgezählten Tendenzen geprägt wird: die Auflösung korporatistischer Netzwerke; eine zunehmende staatliche Regulierung der Märkte; eine verstärkte Finanzmarktkontrolle der Großunternehmen; Vermehrung der Finanzintermediäre (Anwachsen der Transaktionskosten); Externalisierung von Risiko; Professionalisierung der Eigentümerfunktion.

Literatur

Adams, John, 1995: Risk. London: University College London.

Adams, Michael, 1994: Die Usurpation von Aktionärsbefugnissen mittels Ringverflechtung in der Deutschland AG, Die Aktiengesellschaft 39: 148–158.

Albert, Michel, 1992: Kapitalismus contra Kapitalismus. Frankfurt a.M.: Campus.

Albert, Michel, 2000: Der europäische Kapitalismus im Rahmen der Globalisierung: Konvergenzen und Differenzen, Sozialismus (Supplement) 5: 5–19.

Arthur, Brian 1989: Competing Technologies, Increasing Returns, and Lock-in by Historical Events, The Economic Journal 99: 116–131.

Barth, Boris, 1999: Weder Bürgertum noch Adel: Zur Gesellschaftsgeschichte der deutsch-jüdischen Hochfinanz vor dem Ersten Weltkrieg, Geschichte und Gesellschaft 25: 94–122.

Baudru, Daniel, und *Med Kechidi*, 1998: Les investisseurs institutionnels étrangers: vers la fin du capitalisme à la française? Revue d'Economie Financière 48: 28–43.

Bouvier, Jean, 1967: Les Rothschild. Paris: Fayard.

Boyd, Robert, und *Peter Richerson*, 1985: Culture and the Evolutionary Process. Chicago, IL: University of Chicago Press.

Brandeis, Louis D., 1995 (1914): Other People's Money and How the Bankers Use It. New York: St. Martin's Press.

Bratton, William, und *Joseph McCahery*, 1999: Comparative Corporate Governance and the Theory of the Firm: The Case Against Global Cross Reference, Columbia Journal of Transnational Law 38: 213–297.

Brinkmann, Ulrich, und *Matthias Seifer*, 2001: Face to Interface: Zum Problem der Vertrauenskonstitution im Internet am Beispiel von elektronischen Auktionen, Zeitschrift für Soziologie 30: 23–47.

Cameron, Rondo, 1971: La France et le dévelopment économique de l'Europe. Paris: Seuil.

Campbell, Donald T., 1965: Variation and Selective Retention in Socio-Cultural Evolution, General Systems Yearbook 14: 69–85.
Capie, Forrest, und *Michael Collins*, 1999: Bank, Industry and Finance, 1880–1914, Business History 41: 37–62.
Clegg, Hugh, 1979: The Changing System of Industrial Relations in Great Britain. Oxford: Basil Blackwell.
Diehl, Karl, 1923: Anarchismus. Handwörterbuch der Staatswissenschaften. Bd. I. Jena: Fischer.
Douglas, Mary, 1986: Risk Acceptability According to the Social Sciences. London: Routledge & Kegan.
Esser, Josef, 1990: Bank Power in West Germany Revised, West European Politics 13: 17–32.
Eucken, Walter, 1990 (1952): Grundsätze der Wirtschaftspolitik. Tübingen: Mohr.
Eulenburg, Franz, 1906: Die Aufsichtsräte der deutschen Aktiengesellschaften, Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik 32, III. Folge: 92–109.
Feldman, Gerald, 1998: Hugo Stinnes: Biographie eines Industriellen 1870–1924. München: Beck.
Feldman, Gerald, 1999: Die Deutsche Bank und die Automobilindustrie, Zeitschrift für Unternehmensgeschichte 44: 3–14.
Fiedler, Martin, 1999: Business Scandals in the Weimar Republic, European Yearbook of Business History 2: 150–165.
Fog, Agner, 1999: Cultural Selection. Dordrecht: Kluwer.
Fohlin, Caroline, 1999: The Rise of Interlocking Directorates in Imperial Germany, Economic History Review 52: 307–333.
Gall, Lothar, 2000: Krupp: Der Aufstieg eines Industrieimperiums. Berlin: Siedler.
Gall, Lothar et al., 1995: Die Deutsche Bank 1870–1995. München: Beck.
Geertz, Clifford, 1979: Suq: the Bazaar Economy in Sefrou. S. 123–313 in: *Ders.* et al. (Hg.): Meaning and Order in Moroccan Society. Cambridge, MA: Cambridge University Press.
Gerschenkron, Alexander, 1968: Continuity in History and Other Essays. Cambridge, MA: The Belknap Press.
Granovetter, Mark, 1985: Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness, American Journal of Sociology 91: 481–510.
Hall, Peter, 1993: Policy Paradigms, Social Learning, and the State: The Case of Economic Policymaking in Britain, Comparative Politics 25: 275–296.
Hall, Peter, und *David Soskice*, 2001: Varieties of Capitalism. Oxford: Oxford University Press.
Hayek, Friedrich, 1973: Law, Legislation and Liberty. Vol. I. Rules and Order. Chicago, IL: University of Chicago Press.
Hellwig, Martin, 1998: Banks, Markets, and the Allocation of Risks in an Economy, Journal of Institutional and Theoretical Economics 154: 328–345.
Hilferding, Rudolf, 1968 (1910): Das Finanzkapital. Frankfurt a.M.: EVA.
Hommelhoff, Peter, und *Daniela Mattheus*, 1998: Corporate Governance nach dem KonTraG, Die Aktiengesellschaft 43: 249–259.
Höpner, Martin, 2000: Unternehmensverflechtung im Zwielicht, WSI-Mitteilungen 53: 655–663.
Iribarne, Philippe de, 1989: La logique de l'honneur: Gestion des entreprises et traditions nationales. Paris: Seuil.
Kirchner, Christian, und *Ulrich Ehricke*, 1998: Funktionsdefizite des Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, Die Aktiengesellschaft 43: 105–116.
Kocka, Jürgen, 1988: Bürgertum und bürgerliche Gesellschaft im 19. Jahrhundert. S. 7–76 in: *Ders.* (Hg.): Bürgertum im 19. Jahrhundert. Bd. 1. München: dtv.
Kotz, David, 1979: The Significance of Bank Control Over Large Corporations, Journal of Economic Issues 12: 407–426.
La Porta, Rafael et al., 1997: Legal Determinants of External Finance, Journal of Finance 52: 1131–1150.
Lütz, Susanne, 1997: Die Rückkehr des Nationalstaates? Kapitalmarktregulierung im Zeichen der Internationalisierung von Finanzmärkten, Politische Vierteljahresschrift 38: 475–497.
Mahoney, Paul, 2001: The Political Economy of the Securities Act of 1933, Journal of Legal Studies 30: 1–31.

Marx, Karl, 1964 (1847): Das Elend der Philosophie. S. 486–524 in: *Ders.*: Die Frühschriften. Stuttgart: Alfred Kröner.
Marx, Karl, 1970a (1867): Das Kapital. Bd.I. Marx-Engels Werke. Bd. 23. Berlin: Dietz.
Marx, Karl, 1970b (1894): Das Kapital. Bd. III. Marx-Engels Werke. Bd. 25. Berlin: Dietz.
Marx, Karl, 1974 (1859): Zur Kritik der Politischen Ökonomie. Marx-Engels Werke. Bd. 13. Berlin: Dietz.
Maurice, M. et al., 1992: Analyse sociétale et cultures nationales. Réponse à Philippe d'Iribarne. Revue française de sociologie 33: 75–86.
McCraw, Thomas, 1984: Prophets of Regulation. Cambridge, MA: The Belknap Press.
Meißner, Bernd, 1999: Zwei Welten des Anlagestils in Europa, Börsen-Zeitung, 6. Februar: B2.
Merton, Robert, 1968: Social Theory and Social Structure. New York: Free Press.
Mestmäcker, Ernst-J., 1984: Der verwaltete Wettbewerb. Tübingen: Mohr.
Mintz, Beth, und *Michael Schwartz*, 1985: The Power Structure of American Business. Chicago, IL: The University of Chicago Press.
Morin, François, 1998: La rupture du modèle français de détention et de gestion des capitaux, Revue d'économie financière 50: 111–132.
Nörr, Knut Wolfgang, 1993: Die Leiden des Privatrechts: Kartelle in Deutschland von der Holzstoffkartellentscheidung zum Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen. Tübingen: Mohr.
Noll, Bernd, 1992: Haftungsbeschränkungen im Konzern: Eine ökonomische Analyse, Ordo 43: 205–235.
North, Douglas, 1990: Institutions, Institutional Change and Economic Performance. Cambridge, MA: Cambridge University Press.
Ogburn, William, 1964: On Culture and Social Change. Chicago, IL: The University of Chicago Press.
Ogger, Günter, 1992: Nieten in Nadelstreifen. München: Droemer-Knaur.
Peltzer, Martin, und *Axel Werder*, 2001: Der „German Code of Corporate Governance (GCCG)" des Berliner Initiativkreises, Die Aktiengesellschaft 46: 1–15.
Pötzsch, Thorsten, 1997: Der Diskussionsentwurf des Dritten Finanzmarktförderungsgesetzes, Die Aktiengesellschaft 42: 193–206.
Pohl, Hans, 1979: Die Entwicklung der Kartelle in Deutschland und die Diskussionen im Verein für Socialpolitik. S. 206–235 in: *Helmut Coing* und *Walter Wilhelm* (Hg.): Wissenschaft und Kodifikation des Privatrechts im 19. Jahrhundert. Bd. IV. Frankfurt a.M.: Klostermann.
Rajan, Raghuram, und *Luigi Zingales*, 1998: Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis, Journal of Applied Corporate Finance 11: 40–48.
Rathenau, Walther, 1917: Vom Aktienwesen. Berlin: Fischer.
Rawls, John, 1971: A Theory of Justice. Cambridge, MA: Harvard University Press/The Belknap Press.
Riesser, Jacob, 1971 (1905): Die deutschen Großbanken und ihre Konzentration im Zusammenhang mit der Entwicklung der Gesamtwirtschaft in Deutschland. Glashütten: Detlev Auvermann.
Rittner, Fritz, 1988: Über das Verhältnis von Vertrag und Wettbewerb. Archiv für die civilistische Praxis 188: 101–139.
Roe, Mark, 1994: Strong Managers, Weak Owners. Princeton: Princeton University Press.
Roe, Mark 1997: Path Dependence, Political Options and Governance Systems. S. 165–184 in: *Klaus Hopt* und *Eddy Wymeersch* (Hg.): Comparative Corporate Governance. Berlin: de Gruyter.
Sassen, Saskia, 1991: The Global City: New York, London, Tokyo. Princeton: Princeton University Press.
Schmoller, Gustav, 1906: Das Verhältnis der Kartelle zum Staate. Verhandlungen des Vereins für Socialpolitik 116: 237–271.
Schumpeter, Joseph, 1972 (1943): Kapitalismus, Sozialismus und Demokratie. München: Francke.
Sharpe, William et al., 1995: Investments. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
Stone, Katherine van Wezel, 1981: The Post-War Paradigm in American Labor Law, The Yale Law Journal 90: 1509–1580.

Streeck, Wolfgang, 1997: German Capitalism: Does it Exist? Can it Survive? S. 33–54 in: *Colin Crouch* und *Wolfgang Streeck* (Hg.): Political Economy of Modern Capitalism. London: Sage.

Swaan, Abram de, 1990: In Care of the State. Cambridge, MA: Polity Press.

Vanberg, Viktor, 1986: Spontaneous Market Order and Social Rules. Economics and Philosophy 2: 75–100.

Williamson, Oliver E., 1985: The Economic Institutions of Capitalism. New York: Free Press.

Windolf, Paul, 1997: Eigentum und Herrschaft, Leviathan 25: 76–106.

Windolf, Paul, 1999: L'évolution du capitalisme moderne: La France dans une perspective comparative, Revue française de sociologie 40: 501–529.

Windolf, Paul, und *Michael Nollert*, 2001: Institutionen, Interessen, Netzwerke, Politische Vierteljahresschrift 42: 51–78.

Woolcock, Stephen, 1996: Competition among Forms of Corporate Governance in the European Community: The Case of Britain. S. 179–196 in: *Suzanne Berger* und *Ronald Dore* (Hg.): National Diversity and Global Capitalism. Ithaca: Cornell University Press.

Ziegler, Dieter, 1998: Die Aufsichtsräte der deutschen Aktiengesellschaften in den zwanziger Jahren. Eine empirische Untersuchung zum Problem der „Bankenmacht", Zeitschrift für Unternehmensgeschichte 43: 194–215.