

II. Finanzmärkte und Produktionsregime

WAS IST FINANZMARKT-KAPITALISMUS?

Paul Windolf

Zusammenfassung: Der Finanzmarkt-Kapitalismus ist ein Produktionsregime, das durch eine spezifische Konfiguration von ökonomischen Institutionen geprägt ist. Zu diesen Institutionen zählen: die Aktienmärkte (Kapitalisierung); die Investment-Fonds (Eigentümer); Analysten und Rating-Agenturen (boundary roles); Transfermechanismen (z.B. feindliche Übernahmen). Das Steuerungszentrum des Finanzmarkt-Kapitalismus sind die Aktienmärkte, auf denen fiktives Kapital gehandelt wird (Kapitalisierung). Aktienmärkte können Unsicherheit immer nur fiktiv in Risiko transformieren. Daher bieten Aktienmärkte eine besondere Gelegenheitsstruktur für Opportunismus (*moral hazard*). Die Investment-Fonds sind die „neuen“ Eigentümer, die in den USA inzwischen die Mehrheit an den großen Aktiengesellschaften besitzen. Sie sind der operatorischen Logik der Finanzmärkte unterworfen und zwingen die Unternehmen zu einer kurzfristigen Strategie der Profitmaximierung. Analysten und Rating-Agenturen besetzen in diesem System wichtige „boundary roles“, die Unsicherheit in Risiko transformieren sollen. Feindliche Übernahmen, der Markt für Unternehmenskontrolle und Aktienoptionen sind spezifische Transfermechanismen, die die operatorische Logik der Finanzmärkte auf die Realökonomie übertragen. Am Beispiel der feindlichen Übernahme wird gezeigt, dass Kontrolle häufig virtuell ist und kein *direktes* Abhängigkeitsverhältnis zur Voraussetzung hat; sie wirkt durch eine diffuse und zeitlich nicht spezifizierte „glaubhafte Drohung“. Die Kontrolle, die durch Finanzmärkte ausgeübt wird, ist abstrakt, anonym und sachlich, d.h. sie erscheint nicht als persönliche Abhängigkeit, sondern durch anonyme und globale Marktkräfte vermittelt.

I. Hilferdings Finanzkapital

Die Aktie und der Kredit sind Instrumente der Unternehmensfinanzierung. In der Modell-Ökonomie werden diese Instrumente reduziert auf eine bloße Transaktion zwischen dem Finanzmarkt und einem Unternehmen.¹ Eine genauere Analyse zeigt jedoch, dass Finanzierungsinstrumente eingebettet sind in ein System von Institutionen.

¹ In einem Aufsatz, der als „Klassiker“ der Unternehmensfinanzierung gilt, weisen Modigliani und Miller (1958) nach, dass es für ein Unternehmen keinen Unterschied macht, ob es über Kredite oder über Aktien finanziert wird. Die Kapitalkosten sind in beiden Fällen gleich hoch. Das von ihnen entwickelte Modell gilt jedoch nur, wenn von Transaktionskosten abgesehen wird, d.h. gerade von jenem institutionellen Kontext, der hier untersucht wird. Vgl. dazu auch Miller (1990).

Die Gläubiger bzw. die Aktionäre eines Unternehmens verfügen über Informations-, Weisungs- und Überwachungsrechte, die je nach Finanzierungsinstrument variieren. Daher finden wir in Ländern, in denen die Unternehmen überwiegend über Kredite finanziert werden (z.B. Deutschland, Japan), andere Formen der „*corporate governance*“ als in Ländern, in denen die Unternehmen überwiegend über Aktien finanziert werden (USA, Großbritannien).² Unterschiedliche Typen des Kapitalismus werden nicht nur durch jeweils variierende Institutionen des Arbeitsmarktes oder des Wohlfahrtsstaates geprägt, sondern auch durch unterschiedliche Finanzmarktinstitutionen.

Rudolf Hilferding war einer der ersten, der den Zusammenhang zwischen Kredit und Finanzmarktinstitutionen systematisch untersucht hat. Er zeigt, dass sich eine Bank durch die Vergabe von Investitionskrediten *langfristig* an ein Unternehmen bindet. Daraus resultiert ein „dauerndes Interesse“ der Bank, das Unternehmen zu kontrollieren und zu beherrschen, „um die richtige Verwendung des Kredits zu gewährleisten“.³ Die Bank verfügt über eine Reihe von Kontrollinstrumenten, um ihre Herrschaft abzusichern. Dazu gehören z.B. die Präsenz von Bankdirektoren im Aufsichtsrat des Schuldner-Unternehmens, die Depotstimmrechte und – im Krisenfall – die Umwandlung von Krediten in Aktienbesitz. Damit wird die Bank zum Eigentümer und kann direkt in die Geschäftsführung einer Aktiengesellschaft eingreifen.⁴

In einem Aufsatz aus dem Jahre 1915 führte Hilferding seine Analyse einen Schritt weiter: „Das Finanzkapital – die Beherrschung der monopolistisch organisierten Industrie durch die kleine Zahl der Grossbanken – hat die Tendenz, die Anarchie der Produktion zu mildern und enthält Keime zu einer Umwandlung der anarchisch-kapitalistischen in eine organisiert-kapitalistische Wirtschaftsordnung“ (Hilferding 1915: 322). Hilferding sah im Finanzkapital – repräsentiert durch die großen Universalbanken – einen Katalysator, der die Konzentration der kapitalistischen Produktionsweise beschleunigte. Das Finanzkapital spielte eine wichtige Rolle bei der Überwindung einer anarchischen Konkurrenz, bei der Konsolidierung von Kartellen und schließlich bei der Stabilisierung eines „organisierten Kapitalismus“ (Wehler 1974). Die „ungeheure Verstärkung des Kapitalismus durch die Macht seiner Organisation“ war ein Prozess, von dem Hilferding glaubte, dass er eine sozialistische Wirtschaftsordnung hervorbringen würde (ebd.).

Hilferdings Analysen des Finanzkapitals enthalten eine Reihe von Übertreibungen und Irrtümern. In Fallstudien wurde z.B. nachgewiesen, dass die Beziehung zwischen Banken und Unternehmen nur in seltenen Fällen durch eine starke *einseitige* Abhängig-

2 In der Literatur wird unterschieden zwischen Finanzierungssystemen, die sich stärker auf den externen Markt stützen („market-based“, z.B. Aktien) und solchen, die sich stärker auf Bankkredite stützen („bank-based“). Die Frage lautet dann: „Are market-based or bank-based financial systems better at financing the expansion of industries ...?“ (Beck und Levine 2002: 147). Vgl. dazu auch den Beitrag von Dieter Ziegler in diesem Band.

3 Hilferding (1955) weist im „Finanzkapital“ an verschiedenen Stellen auf die „Herrschaft der Banken“ hin: S. 93, 117, 163, 250, 275, vor allem S. 334f.

4 Einige Beteiligungen, die die Deutsche Bank 1995 an deutschen Industrieunternehmen hielt, sind aus früheren Sanierungsprogrammen entstanden: z.B. Klöckner-Humboldt-Deutz 45 Prozent, Metallgesellschaft 16,6 Prozent, Südzucker 12,8 Prozent. Quelle: Geschäftsbericht der Deutschen Bank 1995, S. 52.

keit geprägt war.⁵ Und die These, dass der organisierte Kapitalismus ein Durchgangsstadium auf dem Weg zum Sozialismus sei, wurde durch die Weltwirtschaftskrise von 1929 und die Naziherrschaft widerlegt.⁶

Ungeachtet dieser Irrtümer findet sich in Hilferdings „Finanzkapital“ eine exemplarische Analyse der *institutionellen Struktur eines Finanzierungsinstruments*. Hilferding zeigt, dass der Bankkredit in Institutionen eingebettet ist und dass diese Institutionen Teil eines interdependenten Systems sind, das er als „organisierten Kapitalismus“ bezeichnete.

Die kreditgebenden Banken versuchen, die Unternehmen auf eine spezifische Form ökonomischer Rationalität zu verpflichten, die sich aus der Eigenart des Kredits als Finanzierungsinstrument ableiten lässt. Die Bank ist nicht daran interessiert, dass ihre Schuldner eine Strategie der Profitmaximierung verfolgen (und damit relativ hohe Risiken eingehen). Vielmehr ist die Bank an einer verlässlichen (*Rück-*)*Zahlungsfähigkeit* des Unternehmens interessiert. Dieses Interesse der Bank lässt sich durch die rechtliche Struktur eines Kreditvertrages erklären:

Die Banken erhalten für ihren Kredit einen *fixen* Zinssatz. Würde ein Unternehmen sich für riskante Innovationen entscheiden, wäre im Konkursfall auch die Gläubiger-Bank in ihrer Existenz bedroht, während sie bei einem Erfolg riskanter Innovationen nur begrenzt an hohen Extraprofiten partizipieren könnte.⁷ Die Präferenzen einer Gläubiger-Bank lassen sich relativ einfach beschreiben: Die Bank hatte ein Interesse an der Kartellierung von Märkten, um durch eine Begrenzung der Konkurrenz die Ertragslage der Unternehmen langfristig zu stabilisieren; weiterhin war die Bank gegenüber dem Schuldner ein risikoaverser Vertragspartner, der versuchte, die Manager vor allzu riskanten Geschäften abzuhalten. Die Kredite der Banken waren geduldiges, kontrollierendes und risikoaverses Kapital.⁸

Unterschiede in den Finanzierungsformen spiegeln sich auch in der Rechtsordnung eines Landes wider. Gesetzliche Bilanzierungsvorschriften, die primär den Schutz von Kredit-Gläubigern intendieren (und weniger den Schutz von Minderheitsaktionären) oder Finanzmarktgesetze, die eher das Management schützen und weniger die Aktionäre, sind Beispiele für den Zusammenhang zwischen „*Law and Finance*“.⁹ Die dominante Form der Unternehmensfinanzierung prägt zugleich die spezifische Form der „*corporate governance*“ in einem Land (Williamson 1988).

5 Vgl. dazu die Fallstudien für die Periode vor dem 1. Weltkrieg in Wellhöner (1989) und für die Weimarer Republik in Wixforth (1995). Vgl. dazu auch den Beitrag von Gerald Feldman in diesem Band.

6 Vgl. dazu den Beitrag von Martin Höpner in diesem Band. Rudolf Hilferding, Sohn eines jüdischen Kaufmanns aus Wien, wurde im Februar 1941 vom Vichy-Regime in Marseille verhaftet und an die Gestapo ausgeliefert. Er starb im gleichen Monat in einem Pariser Gefängnis.

7 Williamson (1988: 578) weist darauf hin, dass die Risiken zwischen Banken (Kreditgläubigern) und Aktionären bei riskanten Unternehmensstrategien ungleich verteilt sind: „... penalties would accrue to debtholders in the event of failure and [high profits] would be captured by equity should the project succeed.“

8 Damit wird deutlich, dass die Art der Unternehmens-Finanzierung auch einen Einfluss auf die Struktur nationaler Innovationssysteme hat. Vgl. dazu die Unterscheidung von Hall und Soskice (2001: 38f.) zwischen „incremental and radical innovations“.

9 Dies ist der Titel eines Aufsatzes von La Porta et al. (1998).

II. Finanzmarkt-Kapitalismus

Im Vergleich zum organisierten Kapitalismus hat das System von Institutionen, das hier als „Finanzmarkt-Kapitalismus“ bezeichnet wird, eine andere Konfiguration. Das dominante Finanzierungsinstrument ist nicht der Kredit, sondern die Aktie.¹⁰ Die Beziehungen zwischen dem Finanzmarkt und der Realökonomie werden nicht durch ein „*relational contracting*“ zwischen einer Hausbank und dem Unternehmen geprägt, sondern durch die Funktionsweise globaler Finanzmärkte.

Die zentralen Akteure in diesem System sind die Pensions- und Investmentfonds, die in den USA inzwischen ca. 60 Prozent der Aktien an den 1000 größten Aktiengesellschaften besitzen. Die 20 größten Investment-Fonds halten ca. 40 Prozent der Aktien.¹¹ Als *Kollektiv* sind die Investment-Fonds Mehrheitsaktionär und können die Unternehmen „beherrschen“. Das Kontrollinstrument ist nicht der Kredit, sondern sind Eigentumsrechte, die sie als Aktionäre geltend machen können.

Es gibt hunderte von Investment-Fonds, deren Verhältnis zueinander durch eine scharfe Konkurrenz um die (Spar-)Einlagen der Kunden geprägt ist. Die Performanz der Investment-Fonds ist periodisch genau messbar und sie laufen Gefahr, die Einlagen ihrer Kunden zu verlieren, wenn sie in der Konkurrenz um Profitmaximierung zurückfallen.¹²

In den 1960er Jahren bestand unter Ökonomen weitgehend Konsens darüber, dass die Manager der großen Aktiengesellschaften keine Strategie der Profitmaximierung verfolgten, sondern nur versuchten, einen „zufriedenstellenden“ Profit zu erreichen und dass ihr primäres Ziel auf *Wachstum* ausgerichtet war.¹³ Die Trennung von Eigentum und Kontrolle in den großen Aktiengesellschaften schirmte die Manager gegen den Einfluss der Eigentümer ab und verschaffte ihnen eine weitgehende Autonomie.¹⁴

10 Dies ist nur im Sinne einer groben Klassifikation korrekt. Auch in den USA vergeben die Banken Kredite; in Deutschland finanzieren Unternehmen sich auch über den Aktienmarkt. Im Zeitraum 1980–89 vergaben die Banken in Japan und Deutschland aber immer noch die meisten Kredite an Unternehmen. Gemessen als Anteil am Bruttosozial-Produkt waren es in Japan 96 Prozent und in Deutschland 82 Prozent; in den USA waren es 66 Prozent. Quelle: Beck und Levine (2002: 177, Table 7).

11 Quelle: Hotchkiss und Strickland (2003: 1474); vgl. dazu auch Gompers und Metrick (2001: 234–235, Tables I, II).

12 „Ausländische Fonds rollen den [deutschen] Markt auf“ lautete der Titel eines Artikels im Handelsblatt (10.3.05, S. 21). Die Investment-Fonds haben in Deutschland 2004 Netto-Einnahmen von 24,1 Mrd. Euro erzielt; das war gegenüber 2003 ein Rückgang um 57,2 Prozent. Der Verlust an Einlagen traf vor allem die deutschen Investment-Fonds, während ausländische Fonds ihre Einlagen erhöhen konnten (AXA von 1,6 auf 3,8 Mrd. Euro; Franklin Templeton Investment von 1,3 auf 2,5 Mrd. Euro). Diese Verschiebung der Marktanteile zugunsten ausländischer Investment-Fonds ist ein Indikator für die Schärfe der Konkurrenz auf den europäischen Finanzmärkten.

13 Zusammenfassung der Literatur in Kaneda und Matsui (2003: 16–19). Vgl. auch Simon (1978) und Galbraith (1970: 162).

14 Die These der „Trennung von Eigentum und Kontrolle“ (Berle und Means 1997) und die daraus resultierende These der „Autonomie des Management“ steht im Gegensatz zu der von Hilferding vertretenen These der „Bankenherrschaft“. In den USA wurde die Hilferding-These vor allem von Kotz (1978) bzw. Mintz und Schwartz (1985) vertreten.

In den USA befand sich 1960 noch 88 Prozent des Aktienkapitals im Besitz von Kleinaktionären und Familien.¹⁵ Diese Eigentümer waren nicht gezwungen, um eine möglichst hohe Dividende zu konkurrieren. In gewisser Weise war auch das Aktienkapital der Kleinaktionäre „geduldiges“ Kapital. Ein Indikator dafür ist die Umschlaghäufigkeit auf den Aktienmärkten. An der New Yorker Börse lag sie 1960 bei 12 Prozent, d.h. im Durchschnitt hielten die Aktionäre ihre Aktien 8,3 Jahre. 1987 war die durchschnittliche Umschlaghäufigkeit auf 73 Prozent gestiegen, d.h. die Aktionäre verkauften ihre Aktien bereits nach 1,4 Jahren wieder.¹⁶

Mit der Einführung des „*shareholder-value*“ hat ein Strategiewechsel stattgefunden. Nicht mehr Wachstum, sondern *Profitmaximierung* ist das dominante Ziel der Manager. Die Investment-Fonds übertragen den Konkurrenzdruck, dem sie auf den Finanzmärkten ausgesetzt sind, auf die Unternehmen. Die Entflechtung der großen Konglomerate in den USA, die Konzentration auf das Kerngeschäft und die starke Orientierung am Aktienkurs sind Indikatoren, an denen der Strategiewechsel sichtbar wird.

Die institutionelle Konfiguration des Finanzmarkt-Kapitalismus kann jetzt genauer beschrieben werden: Es hat eine Rekonzentration des Eigentums bei den Investment-Fonds stattgefunden. Diese „neuen“ Eigentümer stehen in Konkurrenz um höchstmögliche Rendite gegeneinander, und sie zwingen die Manager der Aktiengesellschaften, eine hohe Eigenkapital-Rendite zu erwirtschaften. Die Investment-Fonds besitzen an jedem Unternehmen nur 2 bis 3 Prozent. Sie können ihre Anteile jederzeit verkaufen, sie sind also „liquide“. Die hohe Umschlaghäufigkeit der Aktien führt dazu, dass die Eigentümer der großen Aktiengesellschaften im Durchschnitt alle zwei Jahre ausgetauscht werden.

Im Februar 2005 meldeten die Nachrichtenagenturen, dass die Deutsche Bank für das Jahr 2005 eine Eigenkapitalrendite von 25 Prozent anstrebe. Diese Marke sei der internationale Maßstab, den die meisten globalen Wettbewerber überträfen (2004 lag die Eigenkapitalrendite bei 16 Prozent). Gleichzeitig meldete die Deutsche Bank Restrukturierungspläne, die einen Abbau von 6.000 Arbeitsplätzen vorsahen. Siemens meldete für 2004 eine Eigenkapitalrendite von 16 Prozent. Eine weitere Meldung lautete: 57 Prozent der Siemens-Aktien befinden sich inzwischen im Besitz ausländischer Investoren (überwiegend: Investment-Fonds).¹⁷

Die Konkurrenz der kreditgebenden Banken führt tendenziell zu einer Senkung des Zinssatzes und damit zu einer Senkung der Kapitalkosten. Weiterhin liegt eine Begrenzung unternehmerischer Risiken im Interesse der Banken. Die Konkurrenz der Investmentfonds um maximale Profite führt tendenziell zu einer *Erhöhung* der Kapitalkosten. Das fungierende Kapital einer Aktiengesellschaft setzt sich aus Eigenkapital und Fremdkapital zusammen. Für das Eigenkapital muss Siemens einen Profit von 16 Prozent erwirtschaften; für einen langfristigen Kredit müsste das Unternehmen weniger zahlen.

Unternehmen oder Betriebsteile, die zwar „profitabel“ sind, in der globalen Konkurrenz um höchstmögliche Rendite jedoch nicht standhalten können, fallen unter das

15 Quelle: Hawley und Williams (1996, Apendix, Tables).

16 Quelle: Froot et al. (1992: 42). Eigene Berechnung: $100 : 12 = 8,3$ (Jahre); $100 : 73 = 1,4$ (Jahre).

17 Quelle: http://boerse.ard.de/key=dokument_79411 (Februar 2005).

Verdikt, das die Vertreterin der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz, Daniela Bergdoldt, präzise formuliert hat: „Fix it, sell or close!“¹⁸

Während die Institutionen des organisierten Kapitalismus tendenziell eine Abschwächung der Konkurrenz bewirkten, beobachten wir im Finanzmarkt-Kapitalismus eine schrittweise Verschärfung der Konkurrenz. Die treibende Kraft geht von den internationalen Finanzmärkten aus, auf denen Akteure tätig sind, die selbst in scharfer Konkurrenz zueinander stehen.

Gliederung. In den Abschnitten III und IV wird die *Funktionsweise der Aktienmärkte* analysiert. Die Aktienmärkte legen die Bedingungen fest, unter denen die Eigentümer der Aktiengesellschaften ihre Strategien verfolgen (Investment-Fonds). Es wird argumentiert, dass die zentrale Operation der Aktienmärkte in der Kapitalisierung liegt; dass mit der Kapitalisierung fiktives Kapital geschaffen wird; und dass fiktives Kapital eine spezifische Gelegenheitsstruktur für den Opportunismus der Finanzmarktakteure schafft. Abschnitt V konzentriert sich auf die *zentralen Akteure des Finanzmarkt-Kapitalismus*, die Investment-Fonds. Diese Akteure können zwischen der Option „exit“ und „voice“ wählen. Jeder Investment-Fonds ist ein Konglomerat unterschiedlicher Investment-Stile, die sich voneinander durch das Risikoniveau und die Umschlaghäufigkeit (exit) unterscheiden. In den Abschnitten VI und VII werden wichtige „*boundary roles*“ des Aktienmarktes untersucht, nämlich die Analysten und die Rating-Agenturen. Die zentrale Funktion dieser Institutionen liegt in der Transformation von Unsicherheit in Risiko. Es wird argumentiert, dass diese Transformation fiktiv ist. Aktienmärkte operieren nicht mit Erwartungen, sondern mit Erwartungs-Erwartungen. In den Abschnitten VIII bis X werden die Transfermechanismen analysiert, die die operatorische Logik der Finanzmärkte in die internen Operationen der Unternehmen übertragen (Finanzialisierung der Unternehmen). Zu diesen Transfermechanismen gehören die feindlichen Übernahmen, der Markt für Unternehmenskontrolle und die Aktienoptionen der Manager.

III. Die Funktionsweise der Aktienmärkte: Kapitalisierung

Finanzmärkte sind ein Produkt fortschreitender Arbeitsteilung und Ausdifferenzierung in der modernen Ökonomie. Das Prinzip der funktionalen Ausdifferenzierung setzt sich in den Subsystemen der Gesellschaft fort und reproduziert die System-Umwelt-Problematik auf der Ebene der Subsysteme. In diesem Prozess wird die „Real“-Ökonomie zur „Umwelt“ für die Finanzmärkte, während diese gegenüber ihrer Umwelt an Autonomie gewinnen und sich tendenziell von der Realökonomie entkoppeln können.

In der Realökonomie werden Güter und Dienstleistungen produziert und getauscht; auf den Finanzmärkten werden *Zahlungsversprechen* gehandelt. Gütermärkte sind vergangenheitsorientiert: Ein vergangener Produktionsprozess muss sich am Markt bewähren. Zahlungsversprechen (Aktien) sind zukunftsorientiert: Es geht um die Sum-

18 Quelle: http://boerse.ard.de/key=dokument_79411 (Februar 2005).

me zukünftiger Erträge, die Aktionäre von einem Unternehmen erwarten. Im Folgenden sollen drei Thesen erläutert werden:

- Die zentrale Operation der Finanzmärkte liegt in der *Kapitalisierung*, d.h. der Festlegung eines Erwartungswertes für Zahlungsverprechen.
- Finanzmärkte operieren nicht mit Erwartungen, sondern mit *Erwartungs-Erwartungen*.
- Auf den Finanzmärkten kann die Komplexität des Gebrauchswertes nicht faktisch, sondern nur fiktiv reduziert werden. Daher repräsentiert jeder Aktienkurs nur *fiktives Kapital*.

Marx (1970a: 100) hatte die Ware als eine Einheit von Gebrauchswert und Tauschwert definiert. Jede Ware hat einen Gebrauchswert, d.h. sie muss ein konkretes Bedürfnis befriedigen. Sie hat weiterhin einen Tauschwert, der durch die in ihr vergegenständlichte Arbeit bestimmt wird. Der Tauschwert muss sich am Markt bewähren, indem die Ware einen Käufer findet. Eine Ware, die keinen Gebrauchswert hat, hat auch keinen Tauschwert. Die Nützlichkeit der Ware (für ein zahlungsfähiges Bedürfnis) ist immer eine einschränkende Bedingung für die Wertrealisierung.

Der Begriff des Gebrauchswertes soll hier erweitert werden. Er umfasst dann die Gesamtheit des Produktionsprozesses, in dem ein konkreter Gebrauchswert hergestellt wird. Dazu gehören die technischen Kompetenzen und die praktische Erfahrung, die im Produktionsprozess zur Anwendung kommen; die Fähigkeit, Rohstoffe und Maschinen in der erforderlichen Qualität zu beschaffen; die Motivierung der Arbeiter und die Sorgfalt, mit der Maschinen und Personal gepflegt wird. Dies alles schlägt sich in der Qualität des Produktes nieder und ist eine elementare Voraussetzung für den Gebrauchswert der Ware.¹⁹

Im Markt werden die Komplexität des Produktionsprozesses und die damit verbundenen Kontingenzen auf *eine* Zahl reduziert, nämlich auf den Preis. Mit dem Preis, den ein Käufer bereit ist zu zahlen, wird die Frage, ob der Produktionsprozess erfolgreich war (Qualität) und ob dabei nur die gesellschaftlich notwendige Arbeitszeit aufgewandt wurde, *uno actu* beantwortet. Der Markt ist also eine hoch effiziente Maschine zur Reduktion von Komplexität. Mit andern Worten: „The market is a marvel“ (Hayek 1945: 527).

Der Gütermarkt ist eine Kontrollinstanz *erster* Ordnung. Jede Ware, die hergestellt wurde, muss, um ihren Wert zu realisieren, den Markttest bestehen, d.h. sie muss einen zahlungsfähigen Käufer finden. Der Kaufakt und der damit realisierte Tauschwert ist eine *faktische*²⁰ Bestätigung für die Effizienz vergangener Produktionsprozesse.

Der Finanzmarkt ist eine Kontrollinstanz *zweiter* Ordnung. Während auf den Gütermärkten in jedem *einzelnen* Fall festgestellt wird, ob ein Produktionsprozess ökonomisch effizient war und ob tatsächlich ein Gebrauchswert produziert wurde, stellt der Finanzmarkt zunächst fest, ob der Durchschnitt *aller* Transaktionen während einer Periode erfolgreich war, d.h. ob das Unternehmen in der abgelaufenen Periode profitabel oder nicht profitabel war. Um die *Vergangenheit* eines Unternehmens zu beurteilen,

¹⁹ Das sprichwörtliche „Montags-Auto“ ist ein Beispiel für Probleme im Produktionsprozess, die den Gebrauchswert der Ware mindern.

²⁰ Weiter unten wird argumentiert, dass auf den Finanzmärkten nicht über *faktische*, sondern über zukünftige (*fiktive*) Tauschakte entschieden wird.

müssen die Investoren sich nicht auf die Komplexität des Gebrauchswertes (im oben erweiterten Sinne) einlassen. Der Gütermarkt hat die Reduktion von Komplexität bereits vollzogen. Wenn die Bilanzen nicht gefälscht wurden, kann der Finanzmarkt ein eindeutiges Urteil fällen: Das Unternehmen *war* profitabel oder eben nicht.

Aber Finanzmärkte sind zukunftsorientiert. Um dies zu verdeutlichen, muss zunächst der Begriff der Kapitalisierung eingeführt werden. Die Kapitalisierung ist nichts anderes als die Umkehrung der Zinsformel. Bei der Zinsformel ist eine Summe Geld der Ausgangspunkt, der Zinssatz (z.B. 5 Prozent) steht fest und das Ergebnis ist der Zinsertrag.

$$\text{Zinsformel: } \frac{200 \text{ Euro} \times 5}{100} = 10 \text{ Euro (Zinsertrag)} \quad (1)$$

$$\text{Kapitalisierung: } \frac{10 \text{ Euro}}{5} \times 100 = 200 \text{ Euro (Investition)} \quad (2)$$

Bei der Kapitalisierung ist der Ausgangspunkt der Ertrag, d.h. das Zahlungsverprechen: Welchen Profit wird das Unternehmen im nächsten Jahr erwirtschaften? Wenn dieser Profit mit einem Zinssatz gewichtet wird (z.B. 5 Prozent), erhält man die Kapitalisierung, d.h. den Preis, den man bereit ist, für ein Zahlungsverprechen zu bezahlen.

In dieser Formel gibt es zwei Unbekannte: Erstens, vorher weiß der Investor, welchen Profit das Unternehmen im nächsten Jahr erwirtschaften wird? *Die Prognose über den zukünftigen Ertrag ist mit der gesamten Komplexität und allen Kontingenzen des Gebrauchswertes (im erweiterten Sinne) belastet.* Zweitens, welchen Zinssatz unterstellt man als durchschnittliche Kapitalkosten?

Finanzmärkte transformieren Unsicherheit in Risiko. In jedem Aktienkurs, der festgestellt wird, ist die Reduktion der Komplexität des Gebrauchswertes faktisch vollzogen. Finanzmärkte können nur dann einen Preis für ein zukünftiges Zahlungsverprechen festlegen (= Kurs), wenn sie die Summe zukünftiger Erträge mit einem Risikofaktor gewichten. Sie müssen den *Erwartungswert* der Summe zukünftiger Erträge ermitteln. In der Ermittlung dieses Erwartungswertes liegt die zentrale Operation des Finanzmarktes.

Gehen wir auf Gleichung (2) zur Kapitalisierung zurück. Das Unternehmen prognostiziert einen Ertrag von 10 Euro (pro Aktie). Bei dieser Prognose kann sich das Unternehmen nicht auf den Produktmarkt stützen, der nur die Komplexität *vergänger* Produktionsprozesse reduzieren kann. Die Prognose ist mit allen Kontingenzen zukünftiger Produktionsprozesse belastet. Investoren wissen das und gewichten den prognostizierten Ertrag mit 0,8, d.h. sie gehen *in diesem Augenblick* davon aus, dass der prognostizierte Ertrag mit einer Wahrscheinlichkeit von 0,8 realisiert wird. Damit wird der Kurs festgestellt: $(0,8 \times 10 \text{ Euro}/5) \times 100 = 160$. In der nächsten Minute kann sich diese Einschätzung ändern.

Die zweite Unbekannte in Gleichung (2) sind die durchschnittlichen Kapitalkosten im nächsten Jahr. Diese hängen u.a. davon ab, welche Zinsentscheidung die Zentralbanken treffen.²¹ Nur wenn diese beiden „Unbekannten“ definiert werden, kann mit

21 Die Kapitalisierung (= Aktienkurs) kann nur berechnet werden, wenn ein bestimmter Zinssatz

Hilfe der Kapitalisierungsformel (2) der Kurs bestimmt werden. Marsh (1991: 68) kommt zu dem Ergebnis: „The problem with this procedure ... is that it can provide you with any answer you want.“²²

Wir stoßen hier auf ein fundamentales Problem der Finanzmärkte: Wenn der *zukünftige* Ertrag eines Unternehmens geschätzt werden soll, kann der Finanzmarkt nicht auf den Gütermarkt zurückgreifen, auf dem die Komplexität des Gebrauchswertes (im oben definierten Sinn) mit der Preisbildung und dem Verkauf reduziert wird. Aktienanalysten müssen prognostizieren, wie diese Marktoperationen in der Zukunft ablaufen könnten. Die Finanzmärkte müssen sich mit allen Kontingenzen auseinandersetzen, die den Produktionsprozess potenziell beeinträchtigen könnten:

Wird bei Peugeot während des nächsten Geschäftsjahres gestreikt? Wird die US-Gesundheitsbehörde das Medikament X von Schering zulassen? Wird der Iran (das Hauptexportland einer badischen Maschinenbau AG) in einem Jahr politisch noch stabil sein? Wie sehen die Absatzmärkte von SAP in den USA in zwei Jahren aus?

Bei der Beurteilung der zukünftigen Profitabilität steht der Produktmarkt als Komplexitätsreduktions-Maschine nicht zur Verfügung. In diesem Fall sind die Finanzmärkte mit der vollen Umwelt-Komplexität konfrontiert und sind gezwungen, Markt-Surrogate einzusetzen, um Unsicherheit in Risiko zu transformieren.

Hayek (1976: 153–157) hat argumentiert, dass die sozialistische Planwirtschaft nicht zuletzt an einem Informationsproblem scheitern müsse. Niemand könne wissen, wie viel Stahl im nächsten Jahr gebraucht wird und ob Konsumenten in der nächsten Saison noch schwarze Hosen kaufen werden. Die Finanzmärkte müssen aber genau dies prognostizieren, wenn sie die zukünftige Profitabilität eines Stahlwerkes oder einer Kleiderfabrik bestimmen wollen.

Wie effizient die Finanzmärkte auch immer sein mögen, es gibt keinen Mechanismus, der diese Unsicherheiten in Risiko transformieren könnte, d.h. in eine numerisch präzise Wahrscheinlichkeit, mit der zukünftige Erträge diskontiert werden könnten. Die Finanzmärkte können Unsicherheit nicht „wirklich“ in Risiko transformieren, sie können es nur fiktiv tun. Daher repräsentiert jede Kapitalisierung nur fiktives Kapital.²³

(exogen) unterstellt wird. Dies erklärt, warum Alan Greenspan die Kurse an der New Yorker Börse beeinflussen kann. Wenn der Federal Reserve Board die Leitzinsen senkt, könnten die Kapitalkosten auf 4 Prozent sinken. Gleichung (2) nimmt dann folgende Form an: $(10 \text{ Euro} / 4) \times 100 = 250 \text{ Euro}$. Die Senkung der durchschnittlichen Kapitalkosten um 1 Prozent führt also (theoretisch!) zu einer Kurssteigerung um 50 Euro.

22 Das hier diskutierte Problem muss von jedem „capital asset pricing model“ gelöst werden, unabhängig davon, welches Modell benutzt wird. In jedem Fall müssen exogen zwei Risikofaktoren definiert werden: Ein Risikofaktor, der die Wahrscheinlichkeit definiert, mit der ein zukünftiges Zahlungsversprechen eingelöst werden kann (Rendite). Der zweite Faktor, der exogen in das Modell eingeführt werden muss, sind die durchschnittlichen Kapitalkosten. Vgl. dazu Fama (1991: 1575f.).

23 Vgl. dazu Marx (1970b: 484): „Die Bildung des fiktiven Kapitals nennt man kapitalisieren.“ „Aller Zusammenhang mit dem *wirklichen* Verwertungsprozeß des Kapitals geht so bis auf die letzte Spur verloren, und die Vorstellung vom Kapital als einem sich durch sich selbst verwertenden Automaten befestigt sich.“ (Hervorh. P.W.) Eine analoge Definition findet sich in Hilferding (1955: 142f.).

Fama (1991: 1575) definiert die Effizienz der Finanzmärkte in der folgenden Weise: „I take the market efficiency hypothesis to be the simple statement that security prices fully reflect all available information.“ Finanzmärkte sind also Informationsverarbeitungs-Maschinen und als solche leisten sie – ähnlich wie die Gütermärkte – eine Reduktion von Komplexität. Es muss jedoch noch genauer bestimmt werden, was „market efficiency“ hier bedeutet. Berle und Means (1997: 259) beschreiben die Informations-Verarbeitung auf den Finanzmärkten in der folgenden Weise:

„... the market has collected around itself a tremendous mechanism for collection and dissemination of facts ... from moment to moment, through the various ticker services constantly pour into the market a running narrative of facts, figures, amounts, opinion, and information of all sorts, which does or is thought to bear upon values of the securities traded in. Naturally much of what is disclosed is not necessarily true; and much of what is true never reaches the market.“

Finanzmärkte können in den meisten Fällen die *zukünftigen* Wirkungsketten *gegenwärtiger* Ereignisse nicht mit zureichender Genauigkeit abschätzen. Sie können nicht wissen, ob eine Erhöhung des Ölpreises um 4 Prozent den Absatz von Automobilen *tatsächlich* beeinträchtigen wird oder ob ein Terroranschlag die Reiselust von Touristen in der nächsten Saison *tatsächlich* dämpfen wird. Der Finanzmarkt verarbeitet „information of all sorts, which does or *is thought* to bear upon values of the securities“ (Hervorh. P.W.).²⁴

Luhmann (1977: 68) argumentiert, dass die interne Verarbeitungskapazität eines Systems in vielen Fällen durch die Komplexität der Umwelt überfordert wird. Sie muss daher in Form abstrakter Surrogate internalisiert werden: „Das kann aber nicht in Form eines genauen Abtastens und eines Punkt-für-Punkt Transfers geschehen. Dazu reichen die Kontrolleinrichtungen keines Systems aus. Das Bezugssystem muß deshalb die Komplexität hochkomplexer Umweltsysteme in der Form *unanalysierter Abstraktionen* verwenden.“

Keynes (1970: 156) hat in seinem Vergleich der Aktienmärkte mit einem „*beauty contest*“ eine solche Abstraktion beschrieben:

„... professional investment may be likened to those newspaper competitions in which the competitors have to pick out the six prettiest faces from a hundred photographs, the prize being awarded to the competitor whose choice most nearly corresponds to the average preferences of the competitors as a whole; so that each competitor has to pick, not those faces which he himself finds prettiest, but those which he thinks likeliest to catch the fancy of the other competitors, all of whom are looking at the problem from the same point of view. It is not a case of choosing those which, to the best of one's judgement, are really the prettiest, nor even those which average opinion genuinely thinks the prettiest. We have reached the third degree where we devote our intelligences to anticipating what average opinion expects the average opinion to be. And there are some, I believe, who practise the fourth, fifth and higher degrees.“

²⁴ Finanzmärkte operieren mit einem niedrigen „signal to noise ratio“. Dieser Quotient wird gemessen als Verhältnis zwischen der Stärke eines Signals und dem Umgebungslärm (white noise). Auf Finanzmärkten, die einen kontinuierlichen Fluss (irrelevanter) Informationen verarbeiten, ist der „Umgebungslärm“ besonders hoch.

Keynes formuliert hier präzise das Problem der doppelten Kontingenz – und der sich daraus ergebenden endlosen rekursiven Schleifen der wechselseitigen Beobachtung („the fourth, fifth and higher degrees“).

Die Kapitalisierung, d.h. der Erwartungswert der Summe zukünftiger Erträge, bestimmt den Preis der Aktien. Es wurde argumentiert, dass dieser Erwartungswert mit hinreichender Genauigkeit nur bestimmt werden könnte, wenn der Finanzmarkt in der Lage wäre, die Gesamtkomplexität des Gebrauchswertes und alle Kontingenzen zukünftiger Produktion zu verarbeiten. Es wurde in einem weiteren Schritt argumentiert, dass kein Informationssystem dazu in der Lage ist. Keynes beschreibt das Surrogat, die „unanalytierte Abstraktion“, die an die Stelle einer nicht zu leistenden Internalisierung von Komplexität tritt.

Wenn jener endlose Strom von Informationen, von dem Berle und Means sprechen, die Finanzmärkte erreicht, kann es nicht darum gehen herauszufinden, in welcher Weise die Erhöhung oder das Sinken der Ölpreise (des Dollar-Kurses), der Tod eines Staatsmannes, ein Streik oder der Verfall des Kaffeepreises die Profitabilität des Unternehmens X beeinflussen. Eine derartige Einschätzung kann *ad hoc*²⁵ in einer seriösen Weise nicht geleistet werden. Es geht darum, richtig einzuschätzen, in welcher Weise die übrigen Marktteilnehmer auf dieses Ereignis reagieren werden. Und die übrigen Marktteilnehmer befinden sich in der gleichen Lage. Sie versuchen herauszufinden, „what average opinion expects the average opinion to be“: kaufen oder verkaufen?²⁶

Investoren und Analysten stehen zwischen zwei Spiegeln, die endlos ihre eigenen Reaktionen reflektieren. Die Preisbildung auf den Aktienmärkten erfolgt – *ad hoc* und spontan – nicht auf der Basis eigener Erwartungen über die zukünftige Profitabilität eines Unternehmens (die ist weitgehend unbekannt), sondern auf der Basis von Erwartungs-Erwartungen.

I/B/E/S²⁷ ist eine Institution des US-Finanzmarktes, die fortlaufend die durchschnittliche Analysten-Schätzung der „*earnings per share*“ für die großen Aktiengesellschaften publiziert. Mit dieser durchschnittlichen Schätzung, in der die Erwartungen aller Analysten berücksichtigt werden, wird die Erwartungs-Erwartung gewissermaßen amtlich publiziert. An dieser Erwartungs-Erwartung können sich Analysten im nächs-

25 Es geht nicht darum, eine Entscheidung in einer Woche zu treffen, d.h. nach Auswertung aller Fakten und dem Einholen weiterer Informationen. Hier und jetzt muss reagiert werden. Genau dies macht – nach Meinung der Finanzökonomien – die Effizienz des Finanzmarktes aus. Die Finanzmärkte sind umso effizienter, je schneller sie die relevante Information in einer Preisreaktion verarbeiten. Wer zu spät kommt, hat schon verloren.

26 Die technische Aktienanalyse verwendet keine exogenen Daten (Realökonomie), sondern nur endogene Daten (Aktienmarktdaten). Die Reaktion der Marktteilnehmer muss aus den Reaktionen der Marktteilnehmer erklärt (prognostiziert) werden. In gewisser Weise operiert die technische Aktienanalyse nur mit Erwartungs-Erwartungen.

27 I/B/E/S (Institutional Brokers Estimate System) ist eine wichtige (private) Institution für die Selbstregulierung der Analysten in den USA. Sie publiziert vierteljährlich die Schätzungen (*earnings per share*) aller Analysten und berechnet den „consensus forecast“, der hier als Indikator für die Erwartungs-Erwartungen definiert wird. Die Daten, die von I/B/E/S gesammelt werden, ermöglichen eine lückenlose Rekonstruktion der Schätzungen der Analysten für jede Firma. Die Daten enthalten auch Informationen über die Investment-Bank, bei der eine Analystin beschäftigt war und ermöglichen daher eine Rekonstruktion ihres Karriereweges (Aufstieg/Abstieg). Auf diesen Daten beruht z.B. die Studie von Hong und Kubik (2003), auf die weiter unten eingegangen wird.

ten Schritt orientieren und entscheiden, ob sie sich in ihren Prognosen nahe an den Erwartungs-Erwartungen halten (*herding*) oder ob sie kalkulierte Abweichungen publizieren (*boldness*).²⁸

Zusammenfassend können wir sagen, dass die Finanzmarkt-Akteure wechselseitig ihre Erwartungs-Erwartungen beobachten, die sich auf Basis eines kontinuierlichen Stroms von Informationen bilden. Auf Basis dieser Erwartungs-Erwartungen wird der Risikofaktor geschätzt und damit kann der Preis für ein Zahlungsverprechen *ad hoc* festgelegt werden (Kurs). In diesem Sinne sind Finanzmärkte effiziente Maschinen zur Informationsverarbeitung. Die Komplexität des Gebrauchswerts wird allerdings nur fiktiv reduziert (unanalyisierte Abstraktion).

Shiller (2000) hat in verschiedenen Untersuchungen nachgewiesen, dass die Volatilität (Varianz) der Aktienkurse deutlich höher ist als die Volatilität der Dividende (Unternehmens-Rendite). Vor dem Hintergrund der bisherigen Argumentation ist dieses Ergebnis plausibel. Die Unternehmens-Rendite ist pfadabhängig, d.h. sie wird beeinflusst von Investitionsentscheidungen der Vorperioden und von pfadabhängigen Veränderungen der Gütermärkte. Die Volatilität der Kurse beruht hingegen auf einer fiktiven Reduktion von Komplexität und auf Erwartungs-Erwartungen, die sich *ad hoc* ändern können. Diese spontanen Änderungen spiegeln sich im „*random walk*“ der Aktienkurse wieder (hohe Volatilität).

Wenn die These zutrifft, dass Finanzmärkte die Komplexität der Gebrauchswerte und die damit verbundenen Kontingenzen nicht zureichend verarbeiten können, sondern an deren Stelle Markt-Surrogate setzen (Erwartungs-Erwartungen), dann kann auch die relative Autonomie und die Entkopplung der Finanzmärkte von der „Real“-Ökonomie erklärt werden.²⁹ Die zyklisch wiederkehrende „Über“-Bewertung bzw. „Unter“-Bewertung des Aktienmarktes ist keine irrationale Reaktion (die man durch eine rationale ersetzen könnte), sondern derartige Verschiebungen ergeben sich aus der internen Dynamik des „*looking-glass*“-Effektes.³⁰ Der Markt verstärkt permanent *seine eigenen* Erwartungen – in der einen oder in der anderen Richtung. Der Finanzmarkt bewertet unanalyisierte – man kann auch sagen: unanalyisierbare – Abstraktionen, die sich von der Realökonomie weit entfernen können.

Daraus kann man nicht den Schluss ziehen, Aktienmärkte könnten sich beliebig weit von den Werten der Realökonomie entfernen. *Post hoc* werden sie immer wieder an die Realökonomie angekoppelt, d.h. nach Vorlage der Bilanzen, die Auskunft über die Profitabilität während der *vergangenen* Periode geben (sog. „Fundamentaldaten“). Aber der Aktienmarkt ist dann schon wieder mit der „nächsten“ Zukunft beschäftigt.

28 „We classify forecasts as *bold* if they are above/below the consensus forecast. We classify forecasts that move toward the consensus as *herding*“ (Clement und Tse 2005: 307). Zitat wurde verkürzt. Der „consensus forecast“ ist der Durchschnitt aller Schätzungen der „earnings per share“, der von I/B/E/S publiziert wird.

29 Auch Hilferding (1955: 147) weist auf diese Entkopplungstendenzen hin: „Einmal geschaffen, hat die Aktie mit dem wirklichen Kreislauf des industriellen Kapitals, das sie repräsentiert, nichts mehr zu tun. Die Vorgänge und Unfälle, die sie bei ihrer Zirkulation erwarten, lassen direkt den Kreislauf des produktiven Kapitals unberührt.“ Das ist natürlich eine Übertreibung und beschreibt nur eine Tendenz. *Post hoc* – d.h. wenn die Bilanzen über die vergangene Periode vorgelegt werden müssen – werden Finanzmärkte immer wieder an die Realökonomie angekoppelt.

30 Vgl. dazu das Konzept des „*looking-glass self*“ von Cooley (1967: 179ff.).

Das Zitat von Keynes stammt aus dem Jahre 1936 und weist darauf hin, dass die Aktienmärkte schon zu Beginn des 20. Jahrhunderts in der beschriebenen Weise funktioniert haben. Worin liegt also die Relevanz für die hier analysierten Institutionen des Finanzmarkt-Kapitalismus?

Berle und Means (1997) haben die berühmte Formel von der „Trennung von Eigentum und Kontrolle“ geprägt: In Aktiengesellschaften mit hunderttausenden von Aktionären können die Kleinaktionäre ihre Eigentums- und Kontrollrechte nicht mehr geltend machen. Die Paradoxien der „kollektiven Aktion“ führen dazu, dass das Management als eine kleine, professionalisierte und hoch organisierte Gruppe die Aktiengesellschaften tatsächlich kontrolliert. Gerade wegen der Trennung von Eigentum und Kontrolle waren die Großunternehmen von den Turbulenzen auf den Aktienmärkten weitgehend abgeschirmt (Autonomie des Management). Die Manager konnten sich darauf beschränken, die Kleinaktionäre durch eine „zufriedenstellende“ Dividende ruhig zu stellen. Eine andere, aber zum gleichen Ergebnis führende Argumentation gilt für Unternehmen, in denen das Eigentum hoch konzentriert ist, wie dies z.B. überwiegend für die deutschen Unternehmen der Fall ist (war): Großaktionäre können ihre Strategien autonom bestimmen und sind nicht den Turbulenzen der Aktienmärkte unterworfen. Die Aktien von Unternehmen mit einem Mehrheitsaktionär werden an den Aktienmärkten nur in geringen Mengen gehandelt (free float).

Anders verhält es sich, wenn die Mehrheit der Aktien bei Investment-Fonds liegt, die der Logik der Finanzmärkte unterworfen sind. Kein Investment-Fonds ist Mehrheitsaktionär, aber die zwanzig größten Investment-Fonds sind ein strategischer Akteur, der das Management großer Aktiengesellschaften kontrollieren oder doch zumindest beeinflussen kann. Die Entscheidungen der Investment-Fonds werden durch Marktkonkurrenz in die gleiche Richtung gelenkt: Profitmaximierung. Die zentrale These lautet, dass die „neuen“ Eigentümer der großen Aktiengesellschaften der operativen Logik der Finanzmärkte folgen müssen und daher versuchen, diese operative Logik in die Strategien des Management und in die internen Kontrollformen der Unternehmen zu transferieren (Finanzialisierung). Die Puffer, mit denen die Realökonomie sich gegen die Finanzmärkte abgeschottet hatte (Trennung von Eigentum und Kontrolle, Eigenfinanzierung) werden schwächer, und die Turbulenzen auf den Finanzmärkten können die Unternehmen stärker in „Resonanzschwingung“ versetzen (Luhmann 1990: 40ff.).

IV. „Principal-agent“-Probleme und Opportunismus

Jede Ausdifferenzierung eines Systems in Subsysteme schafft eine Kette von „principal-agent“-Problemen, und daher lassen sich die damit verbundenen Kosten bei jeder Form der Arbeitsteilung nachweisen:

„It is not from the benevolence of the butcher, the brewer, or the baker that we expect our dinner, but from their regard to their own interest. We address ourselves, not to their humanity but to their self-love, and never talk to them of our own necessities but of their advantages.“³¹

31 Smith (1991: 13, Chapter II).

Die Institutionen-Ökonomie hat gezeigt, dass das Eigeninteresse der Produzenten durch die „invisible hand“ des Marktes nur begrenzt kontrolliert werden kann. Der Bäcker verfolgt „his own interest“, wenn er kleinere Brötchen verkauft und schlechte Rohstoffe verwendet, um dadurch sein Einkommen zu erhöhen. Der Opportunismus der Produzenten ist ein Teil der „agency“-Kosten, die anfallen, wenn ein Kunde (principal) und ein Produzent (agent) am Markt aufeinander treffen.³²

Der Kunde könnte sich schützen, indem er jedes Brötchen nachwiegt und um fünf Uhr morgens das Getreide kontrolliert, das der Bäcker verwendet (monitoring). Die Überwachungskosten wären in diesem Fall jedoch höher als der zu erwartende Schaden und das Verhalten wäre ökonomisch nicht rational.³³ Das Beispiel illustriert jedoch, dass bereits bei *scheinbar* trivialen Kaufakten des Alltags praktisch nicht lösbare Überwachungsprobleme auftreten können.³⁴

Der Finanzmarkt ist das Produkt einer institutionellen Ausdifferenzierung des ökonomischen Systems. Er bildet ein Subsystem interdependenter Institutionen, deren zentrale Funktion in der permanenten *ad hoc* Preisbildung für Zahlungsverprechen liegt (Kapitalisierung).

Es wurde oben argumentiert, dass mit der Kapitalisierung fiktives Kapital geschaffen wird. Die spontane Preisbildung an den Finanzmärkten beruht auf Erwartungs-Erwartungen, die sich weit von der Realökonomie entfernen können und die immer nur periodisch und *post hoc* durch Fundamentaldaten an die Realökonomie zurückgebunden werden. Die Erwartungs-Erwartungen können durch den ununterbrochenen Strom von Informationen, der sich in den Finanzmarkt ergießt, in der einen oder in der anderen³⁵ Richtung beeinflusst werden.

Die Bewertung von *fiktivem* Kapital schafft eine günstige Gelegenheitsstruktur für Opportunismus und verursacht damit einen wesentlichen Teil der „agency“-Kosten der Finanzmarktakteure. Die vielen Skandale, von denen Finanzmärkte periodisch erschüttert werden, sind nicht darin begründet, dass sich in diesem Subsystem der Ökonomie Individuen von besonders zweifelhafter moralischer Qualität versammeln würden. Die Skandale sind vielmehr in der objektiven Gelegenheitsstruktur des Finanzmarktes begründet.

Finanzmarktakteure sind gezwungen, gegenüber den Unternehmen der Realökonomie den „shareholder-value“ zu erzwingen, weil sie selbst unter dem Diktat des „shareholder value“ stehen. Investment Banken, Pensions-Fonds, Versicherungen, Rating-Agenturen oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaften operieren unter Konkurrenzbedingungen, die sie selbst zu einer Strategie der Profitmaximierung zwingen.

32 Im Folgenden wird für „principal-agent“-Kosten/Probleme die Abkürzung „agency“ verwendet.

33 Ökonomisch rationaler wäre es, die Arbeitsteilung rückgängig zu machen und die Brötchen selbst zu backen. Kunden, die einen Vertrag über eine Rente abschließen, die über den Aktienmarkt finanziert werden soll, steht diese Option nicht mehr zur Verfügung.

34 Wäre statt des Bäckers der Metzger (und das BSE-Problem) als Beispiel gewählt worden, wäre das Überwachungsproblem nicht mehr trivial.

35 Baisse-Spekulanten verdienen z.B. durch „short selling“ an *fallenden* (nicht an steigenden) Aktienkursen. „Short selling“ kann (wie die Erwartungs-Erwartungen) zu einem sich selbst verstärkenden Mechanismus werden (fallende Kurse). Vgl. dazu Glossar im Anhang.

Knorr Cetina und Brügger haben diese Konstellation am Beispiel der Devisenhändler exemplarisch analysiert: Die Devisenhändler sitzen bis zu 12 Stunden vor dem Bildschirm. Aus dem ununterbrochenen Strom von Informationen, der sich über die Finanzmärkte ergießt und den sie an den Bildschirmen verfolgen, bilden sie die Erwartungs-Erwartungen über die Bandbreite der Devisenpreise (spread).³⁶ Dieser „spread“ kann sich buchstäblich in der nächsten Sekunde ändern. Dies erklärt die Aggression eines Devisenhändlers gegenüber dem Kollegen einer konkurrierenden Bank, der ihn länger als jene u.U. entscheidende Sekunde warten lässt, bevor er eine Kaufentscheidung trifft. Die Konkurrenz findet ihren metaphorischen Ausdruck in (sexuell gefärbten) Gewaltphantasien:³⁷

„Verluste erwecken entsprechende ‚Furcht‘ (,fear‘) und ‚Gier‘ (,greed‘), und all dies wird in einem Vokabular zum Ausdruck gebracht, das die Emotionen des gefühlten Angriffs und der Gewalttätigkeit des Marktes wiedergibt. In den Worten eines Händlers auf dem Züricher Trading Floor beziehen sich die Termini meist auf ‚Sex und Gewalt und eine Menge der Begriffe haben mit analer Penetration zu tun‘. Die Liste der Formulierungen, die wir sammeln konnten, schließt ein: ‚I got shafted, I got bent over, I got blown up, I got raped, I got stuffed/the guy stuffed me, I got fucked, I got hammered, I got killed.“

Konkurrenz, die in dieser Form erlebt wird und die „Furcht“ und „Gier“ auslöst, treibt die Akteure dazu, ihr Überleben in Strategien zu suchen, die jenseits des legal Erlaubten liegen. Die Argumentation dieses Abschnitts lässt sich in vier Thesen zusammenfassen:

- Erstens, jede Form der Arbeitsteilung ist mit einem latenten „agency“-Problem belastet. Die Probleme verschärfen sich mit wachsender Informations-Asymmetrie zwischen Produzent und Kunde, zwischen Sparer und Investment-Fonds.
- Zweitens, auf den Finanzmärkten werden Zahlungsversprechen, d.h. fiktives Kapital gehandelt. Diese besondere „Ware“ schafft eine spezifische Gelegenheitsstruktur für Opportunismus und „moral hazards“.
- Drittens, die anarchische Konkurrenz des Finanzmarktes verstärkt die Probleme des Opportunismus. Die Konkurrenz treibt die Akteure dazu, ihr Überleben durch Strategien und Geschäftspraktiken zu sichern, die jenseits der Legalität liegen (Enron, Worldcom, n-tv).
- Viertens, die Investment-Fonds operieren direkt unter den spezifischen Bedingungen der Aktienmärkte. Als die „neuen“ Eigentümer der großen Unternehmen können sie „property rights“ geltend machen und eine Anpassung der Unternehmen an die operatorische Logik der Finanzmärkte erzwingen. Damit transferieren sie den Opportunismus der Finanzmärkte in die Unternehmen. Im Kapitel über Aktien-Optionen wird dies noch genauer erläutert.

36 Zur Erläuterung vgl. Glossar im Anhang.

37 Vgl. dazu den Beitrag von Knorr Cetina und Brügger in diesem Band, S. 145–171 (S. 158f.).

V. Investment-Fonds

Das Vermögen, über das Investment-Fonds (IF)³⁸ verfügen, ist zwischen 1990 und 2000 in allen Ländern stark gewachsen. Gemessen als Anteil am Brutto-Sozialprodukt wuchsen die Vermögen der IF in den USA von 127 auf 195 Prozent, in Großbritannien von 131 auf 226 Prozent, in Deutschland von 34 auf 80 Prozent. Mit dem Vermögen, das diese Investoren beim Publikum einsammeln, kaufen sie Aktien und Unternehmensanleihen, oder sie gewähren Kredite. Der Anteil des Aktienvermögens am Gesamtvermögen ist zwischen 1990 und 2000 ebenfalls stark gewachsen: In den USA von 25 auf 51 Prozent, in Deutschland von 9 auf 28 Prozent, in den Niederlanden von 14 auf 43 Prozent. In Großbritannien ist dieser Anteil bei ca. 67 Prozent stabil geblieben.³⁹

Die Einlagen des Publikums bei den IF sind also kontinuierlich gewachsen, und ein steigender Anteil dieser Einlagen wird in Aktien angelegt. Dadurch sind IF zu den wichtigsten Eigentümern der großen Aktiengesellschaften geworden. Es wurde bereits darauf hingewiesen, dass sie in den USA 60 Prozent der Aktien an den 1000 größten Aktiengesellschaften halten und dass die 20 größten IF ca. 40 Prozent der Aktienanteile kontrollieren.

In einer Untersuchung, die den Zeitraum 1983–89 abdeckt, haben Lakonishok et al. (1992) die Anlagestrategien von 341 IF untersucht. Sie zeigen, dass die fünf größten IF nur einen Marktanteil von 14,1 Prozent haben. Mit anderen Worten: „[This market is] extremely unconcentrated ... and highly segmented ...“ (364). Die Autoren zeigen weiterhin, dass die Anwerbung neuer Kunden davon abhängt, welche Rendite in der Vergangenheit erzielt wurden: Wenn ein Fonds-Manager eine Rendite erzielt, die 1 Prozent über dem Durchschnitt seiner Konkurrenten liegt, kann er im Folgejahr mit einer Zunahme der Einlagen der Kunden um 1,3 Prozent rechnen (367). Die Untersuchung bestätigt also zwei zentrale Annahmen, auf denen die hier vorgetragene Argumentation beruht: Die IF sind einer atomistischen Konkurrenz ausgesetzt, und der Parameter der Konkurrenz sind die Erträge, die sie für ihre Kunden erzielen.

IF geben den Konkurrenzdruck an die Unternehmen weiter, deren Aktien sie halten. Die Forderung nach einer Eigenkapital-Rendite von wenigstens 15 Prozent und die weitergehende Forderung, alle Unternehmensteile zu verkaufen, die dieses Renditeziel nicht erreichen, findet hier eine Erklärung. Der „*shareholder-value*“ beschreibt nicht das „rationale“ Verhalten von Kleinaktionären, sondern die Strategien der IF, die gezwungen sind, eine maximale Rendite von den Unternehmen zu fordern. Money-Manager, die vierteljährlich Rechenschaft über die Rendite der von ihnen verwalteten Fonds ablegen müssen, wissen, dass auch für sie die *Maxime* gilt, die sie auf den Hauptversammlungen der großen Aktiengesellschaften verkünden: „Fix it, sell or close.“ Eine nicht konkurrenzfähige Rendite gefährdet ihren eigenen Arbeitsplatz.

38 In diesem Abschnitt werden institutionelle Anleger generell als „Investment-Fonds“ bezeichnet und mit IF abgekürzt. Zu diesen institutionellen Investoren gehören Investment- und Pensions-Fonds, Versicherungen und (Investment-)Banken.

39 Quelle: Financial Market Trends (OECD), No. 80, September 2001, S. 46–51.

Der extreme Konkurrenzdruck führt dazu, dass die Erträge, die die IF publizieren, häufig manipuliert sind.⁴⁰ Die IF verwenden unterschiedliche Berechnungsmethoden, die nicht vergleichbar sind, oder sie publizieren nur die Erträge derjenigen Fonds, die überdurchschnittlich erfolgreich waren. Es gibt daher Bestrebungen, den Markt durch unabhängige Kontroll-Agenturen transparenter zu machen. Zu diesen Agenturen gehören z.B. „CEI Corporation“⁴¹ oder das „Chartered Financial Analyst Institute“, das allgemeine Standards verabschiedet hat, nach denen die Erträge der Fonds berechnet werden sollen.⁴²

Investment-Stile. Jeder IF ist intern gegliedert in eine Reihe von Anlagefonds, die sich an unterschiedlichen Investment-Stilen orientieren. Jeder einzelne Fonds⁴³ wird von einer Fondsmanagerin geleitet, die die Anlageentscheidung trifft. In *Tabelle 1* findet sich eine schematische Klassifizierung der Investment-Stile. Sie unterscheiden sich im Wesentlichen im Grad des Risikos, das mit einer Anlage verbunden ist. Fonds, die einer aggressiven Wachstumsstrategie folgen, sind mit einem relativ hohen Risiko verbunden; bei Fonds, die dem Investment-Stil „Einkommen“ folgen, ist das Risiko begrenzt. Jeder IF ist also ein *Konglomerat von Einzel-Fonds*, die sich durch unterschiedliche Investment-Stile voneinander unterscheiden.

Die Verteilungsstruktur der Einzahlungen in die Fonds wird bestimmt durch die Verteilungsstruktur der Risikoneigung des Publikums. Ein risikoaverses Publikum wird seine Einzahlungen in Fonds konzentrieren, die mit einem niedrigen Risiko verbunden sind (z.B. „Einkommen“); ein risikoneutrales Publikum wird seine Einzahlungen in Fonds konzentrieren, die mit einem hohen Risiko verbunden sind („aggressives Wachstum“).⁴⁴ Es ist klar, dass die Risikoneigung ebenso wie die Konsumneigung durch Werbung beeinflussbar ist. Der Parameter der Werbung ist jedoch nicht das Risiko, sondern die mit den aggressiven Wachstums-Fonds verbundene höhere Rendite-Erwartung.

40 „The combination of performance pressures and ‚trust me‘ reporting has predictable results. There are rampant abuses in advertised performance records among investment managers.“
Quelle: The CPA Journal, April 1994, <http://www.nysscpa.org/cpajournal/old/15410259.htm> (April 2005).

41 Auf den Daten, die diese Agentur gesammelt hat, beruht die Studie von Lakonishok et al. (1992), die oben zitiert wurde.

42 Auf der Homepage von CFA findet sich z.B. der folgende Hinweis: „On 4 February, 2005, the CFA Institute Board of Governors approved the revised Global Investment Performance Standards, or GIPS, which create a single global standard of investment performance reporting and increases minimum standards worldwide.“ Quelle (April 2005):
http://www.cfainstitute.org/standards/pps/gips_redraft_2005.html

43 Es muss hier eine weitere Unterscheidung eingeführt werden: Der Begriff Investment-Fonds (IF) wird benutzt, um das Unternehmen bzw. die Bank (als Eigentümer des Fonds) zu kennzeichnen. Der Begriff „Fonds“ wird für einzelne Anlagefonds verwendet und ist in seiner Bedeutung häufig deckungsgleich mit unterschiedlichen Investment-Stilen.

44 Es ist zu vermuten, dass es *nationale* Unterschiede hinsichtlich der Risikoneigung des Publikums gibt. Diese Frage ist von der empirischen Sozialforschung bisher jedoch kaum behandelt worden. Einige Hinweise finden sich in Baker (2002) und Hellwig (1998). Sind Anleger in den USA weniger risikoavers als Anleger in der BRD?

Damit wird ein weiteres „agency“-Problem sichtbar, das mit der Ausdifferenzierung der Finanzmärkte verbunden ist: Die Konkurrenz der IF untereinander zwingt sie, möglichst hohe Rendite zu versprechen, dies ist jedoch nur um den Preis eines höheren Risikos möglich. Es besteht die Tendenz, dieses Risiko dem Publikum systematisch zu verschweigen.⁴⁵

Wenn IF aufgrund von Werbekampagnen einen relativ hohen Anteil des Sparkapitals mobilisieren und in ihre Fonds umleiten können, sind sie im nächsten Schritt gezwungen, für diese Einlagen ein geeignetes Investitionsobjekt zu finden.⁴⁶ Es gibt keinen Mechanismus, der garantiert, dass das Risikoprofil des sparenden Publikums dem Risiko-Profil der Unternehmensstrategien entspricht. Wenn z.B. wegen der hohen Rendite-Erwartung ein relativ hoher Anteil der Spareinlagen in aggressive Wachstums-Fonds eingezahlt wird, bedeutet dies nicht, dass ausreichend viele Firmen als Anlageobjekte zur Verfügung stehen, die eine dazu passende unternehmerische Strategie verfolgen. Die IF sind Risiko-Transformatoren,⁴⁷ die die Risikoneigung des Publikums mit den unternehmerischen Strategien der Unternehmen kompatibel machen müssen.

Hotchkiss und Strickland (2003) haben untersucht, ob sich das Verhalten von Eigentümern (IF), die unterschiedlichen Investment-Stilen folgen, unterscheidet, und zwar hinsichtlich des Anlage-Zeithorizonts und hinsichtlich der Neigung, Aktien bei schlechten Nachrichten sofort zu verkaufen (*exit*). In *Tabelle 1* sind die IF (als Eigentümer) also nach Investment-Stilen weiter ausdifferenziert.

Tabelle 1: Investment-Stile

<i>Investment-Stil</i>	Anteil in % (2)	Maximum % (3)	Durchschnitt in Monaten (4)	Hoher Anteil (5)	Niedriger Anteil (6)
Momentum-Investor	8,2	53,1	14,7	-1,27	-0,64
Aggressive growth	5,4	58,3	11,8		
Growth	25,0	75,7	21,6	-1,44	-0,4
Value	8,6	70,8	15,4	n.v.	n.v.
Income	13,5	45,6	25,7	n.v.	n.v.

N = 203 US-Firmen; Periode: 1992–1997; n.v.: Daten nicht verfügbar.

Zur Erläuterung der Investment-Stile siehe Glossar im Anhang.

Quelle: Hotchkiss und Strickland (2003: 1473, 1478–1480).

Erläuterungen zu Tabelle 1: 60,7 Prozent der Aktien der 203 untersuchten US-Firmen werden von IF gehalten. Spalte 2 (Anteil in Prozent) zeigt die prozentuale Verteilung dieser Aktien über unterschiedliche Investment-Stile (Summe von Spalte 2: 60,7 Prozent). Spalte 3 zeigt den höchsten Anteil, den ein Einzel-Fonds mit einem bestimmten Investment-Stil an einer Firma hält. Es gibt z.B. eine US-Firma, an der „momen-

⁴⁵ In den meisten entwickelten Staaten gibt es gesetzliche Vorschriften, die die IF verpflichten, ihre Kunden über das mit einem Einzel-Fonds verbundene Risiko aufzuklären. Verbraucherschutz-Organisationen haben festgestellt, dass diese Aufklärung häufig unzureichend ist.

⁴⁶ Vgl. dazu den Beitrag von Christoph Deutschmann in diesem Band.

⁴⁷ Dies ist vergleichbar mit der Aufgabe einer Bank, die kurzfristigen Spareinlagen der Kunden in langfristige Investitionskredite zu transformieren. Bei den Banken ist der Parameter der Transformation der Zeithorizont, bei den IF das Risikoniveau.

tum-investors“ 53,1 Prozent der Aktien halten. Die folgende Spalte (Durchschnitt in Monaten) zeigt, wie lange die verschiedenen Einzel-Fonds die Aktien im Durchschnitt halten. Fonds, die einer aggressiven Wachstumsstrategie folgen, verkaufen ihren Gesamtbestand einmal im Jahr (11,8 Monate). Die beiden letzten Spalten (hoher/niedriger Anteil) sind wie folgt zu interpretieren: Wenn ein Unternehmen am Ende des Jahres einen Gewinn publiziert, der geringer ist als die durchschnittlichen Schätzungen der Analysten (*consensus earnings forecast*), dann zeigen die beiden letzten Spalten die kumulative Reaktion des Aktienkurses in einem Zeitfenster von zwei Tagen nach Publikation des Unternehmensgewinns. Unternehmen, die einen *hohen* Anteil von (aggressiven) Wachstums-Fonds als Eigentümer haben, verlieren innerhalb von zwei Tagen 1,44 Prozent ihres Kurses; Unternehmen, die nur einen *niedrigen* Anteil von (aggressiven) Wachstums-Fonds als Eigentümer haben, verlieren nur 0,40 Prozent ihres Kurses.

Tabelle 1 zeigt also erstens die Verteilung der Eigentümer über unterschiedliche Investment-Stile; sie zeigt zweitens, dass Momentum-Investoren und aggressive Wachstums-Fonds eine hohe Umschlaghäufigkeit haben, d.h. die Aktien nur zwischen 12 und 14 Monaten halten; sie zeigt drittens, dass Wachstums-Fonds auf schlechte Nachrichten sofort mit Verkauf reagieren (*exit*).

Exit und Voice. Eine häufig artikulierte Kritik an den IF lautet: „... Institutional investors ... act as ‚traders‘ rather than ‚owners‘“ (Hotchkiss und Strickland 2003: 1470). Diese Kritik beruht jedoch auf einem Missverständnis. IF können beide Optionen wählen. Sie agieren als „traders“, wenn sie die Option „exit“ wählen, und sie sind „owners“, wenn sie die Option „voice“ wählen. In den folgenden Abschnitten wird argumentiert, dass „voice“ den Konsens der IF untereinander voraussetzt. „Exit“ behindert nicht die Option „voice“, sondern kann im Gegenteil ihre Wirkung verstärken. Der Verkauf von Aktien ist eine glaubhafte Drohung und kann dazu beitragen, die Aktiengesellschaften gegenüber den Forderungen der IF gefügig zu machen.

Die IF halten an jedem Unternehmen nur geringe Anteile, die selten höher sind als 2 Prozent des Aktienkapitals. IF können ihre Anteile (Aktien) also jederzeit verkaufen: sie sind „liquide“. Dies ist eine Bedingung für die Option „exit“. *Tabelle 1* zeigt in der Spalte „Durchschnitt in Monaten“, wie lange Fonds, die unterschiedliche Investment-Stile verfolgen, ihre Anteile jeweils halten. Im Durchschnitt (über alle Investment-Stile) wählen die IF nach ca. 20 Monaten die Option „exit“.

Zugleich üben die IF aber auch die Option „voice“ aus, und zwar als Kollektiv. Untersuchungen haben gezeigt, dass die IF hinsichtlich allgemeiner Prinzipien zur „corporate governance“ einigungsfähig sind. Die 20 größten IF haben den Vorteil einer kleinen Gruppe und können daher ihr Verhalten auf den Hauptversammlungen in dieser Hinsicht koordinieren (Olson 1965: 53ff.). Die zentralen Ziele, die IF versuchen durchzusetzen, lassen sich drei Gruppen zuordnen:

- Erstens, die IF versuchen, alle Barrieren, die das Management gegen feindliche Übernahmen errichtet, abzubauen. Dazu gehören z.B.: *greenmail*, *poison pills*, *golden parachutes* (zur Erläuterung siehe Glossar im Anhang). Das Management soll möglichst ungeschützt der disziplinierenden Wirkung einer feindlichen Übernahme ausgesetzt bleiben.

- Zweitens versuchen die IF, ihren Einfluss im „*Board of Directors*“ zu erweitern. Sie stellen daher die folgenden Forderungen auf: Es soll ein möglichst hohen Anteil von *externen* Direktoren in den *Board* gewählt werden; die Abstimmungen im *Board* sollen geheim erfolgen; und schließlich soll es keine Personalunion zwischen dem Top Manager (CEO) und dem *Chairman of the Board* geben (Wahal 1996: 9).⁴⁸
- Drittens versuchen IFs in einigen Fällen, direkt in die unternehmerischen Strategien einzugreifen. Beispiele dafür sind die Auflösung von Konglomeraten (Mischkonzernen) und die Konzentration auf das Kerngeschäft. Es gelingt ihnen auch, Manager von geplanten Übernahmen anderer Unternehmen abzuhalten.⁴⁹

Die großen IF publizieren zu Beginn eines Jahres die Namen derjenigen US-Unternehmen, die gegen zentrale Prinzipien der „*corporate governance*“ verstoßen bzw. wichtige Forderungen der IF nicht oder nur unzureichend erfüllen (z.B. Konzentration auf das Kerngeschäft).⁵⁰ In den Folgejahren versuchen sie, auf den Hauptversammlungen diese Ziele durchzusetzen. In den 1990er Jahren ist es den IF in mehreren großen US-Firmen gelungen, eine Mehrheit gegen das amtierende Management zu mobilisieren und dieses abwählen zu lassen.

Zusammenfassung

- IF können sowohl die Option „*exit*“ als auch die Option „*voice*“ wählen. Da sie nur geringe Anteile an jedem Unternehmen halten, können sie gegenüber dem Management jederzeit *glaubhaft* mit der Option „*exit*“ drohen. Wenn viele IF die Aktien eines Unternehmens verkaufen, führt dies zu Kursabschlägen und kann im Extremfall eine (feindliche) Übernahme provozieren. Da „*exit*“ eine glaubhafte Drohung ist, können die IF Druck auf das Management eines Unternehmens ausüben, ihre Forderungen zu erfüllen: „... the *effectiveness* of the voice mechanism is strengthened by the possibility of exit“ (Hirschman 1970: 83).

48 Wahal (1996: 9); Pound (1992). In den USA können interne (*executive*) Manager Mitglied des *Board of Directors* sein; häufig ist der CEO zugleich *Chairman of the Board*. Der Sinn einer geheimen Abstimmung ist darin zu sehen, dass die IF verhindern möchten, dass Direktoren, die im *Board* gegen das amtierende Management stimmen, anschließend durch den CEO negativ sanktioniert werden.

49 Zu Beginn des Jahres 2005 bereitete Werner Seifert, Vorstands-Vorsitzender der Deutschen Börse AG, die Übernahme der *London Stock Exchange* vor. Der Übernahmeversuch scheiterte jedoch bereits im Vorfeld am Widerstand einiger ausländischer IF, die sich darüber verständigt hatten, die Übernahme zu verhindern. Dazu gehörten der US-Fund *Fidelity* (mit 4,5 Prozent am Aktienkapital der Deutschen Börse beteiligt), der US-Hedge Fund *Atticus Capital* (mit 5,5 Prozent beteiligt) und der britische Fund *TCL*. Die Fonds-Manager verlangten von Werner Seifert, die liquiden Mittel, über die die Deutsche Börse verfügt, an die Aktionäre auszuzahlen oder für einen Aktienrückkauf zu verwenden (ca. 1 Mrd. Euro). Das Beispiel illustriert, in welcher Weise Manager gezwungen werden können, ihre Strategien an die kurzfristigen Rendite-Interesse der IF anzupassen. Quelle: Süddeutsche Zeitung, 28.3.05 (Nach geplatzter Übernahme Gezerre um Deutsche Börse-Kriegskasse); Manager-Magazin, 7.3.05 (Schlappe für Seifert).

50 Diese Strategie des An-den-Pranger-Stellens wird als „*targeting*“ bezeichnet.

- DiMaggio und Powell (1983) haben die Frage gestellt, warum Unternehmen einander immer ähnlicher werden (Isomorphismus). Konkurrenz ist ein wichtiger Mechanismus, der den Isomorphismus erklären kann. In diesem Fall ist es aber nicht die Konkurrenz der Nicht-Finanzunternehmen untereinander, sondern die Konkurrenz ihrer Eigentümer (Investment-Fonds), die die Unternehmen zwingt, die Prinzipien des „*shareholder-value*“ zu übernehmen und in dieser Weise einander immer „ähnlicher“ zu werden.
- IF haben eine Rekonzentration des Eigentums und der Kontrolle erreicht, übernehmen aber nicht das Risiko, das mit ihren Investitionen (und mit ihren Interventionen in die Unternehmenspolitik) verbunden ist. Das Risiko bleibt weiterhin beim Publikum, d.h. bei denjenigen, die die Fonds-Anteile gekauft haben. Darin ist der innovative Charakter dieser Institutionen begründet: Investment-Fonds erreichen eine *Konzentration der Kontrolle* bei gleichzeitig breiter *Streuung des Risikos*.
- IF sind Finanzmarkt-Akteure, die sich auf Eigentumsrechte berufen und daher *kontinuierlich* Einfluss auf Unternehmen ausüben können, unabhängig davon, ob diese einen Kreditbedarf haben oder nicht. Sie haben die Eigentümer-Funktion *professionalisiert* und können Aktienfonds effizienter verwalten als Kleinaktionäre, die in der Regel Dilettanten sind.
- Das „geduldige“ Kapital der Banken beruht auf anderen Prinzipien: Kreditbanken stehen zwar auch in Konkurrenz zueinander, aber sie werden durch diese Konkurrenz nicht gezwungen, möglichst hohe Rendite von den *Schuldnern* zu verlangen. Die Konkurrenz zwingt sie, möglichst geringe Kreditzinsen anzubieten. Die Konkurrenz der IF untereinander führt tendenziell zu einer Erhöhung der Kapitalkosten (*shareholder value*). Ein weiterer Unterschied ist darin zu sehen, dass Banken während der Laufzeit eines Kredits nicht die Option „exit“ wählen können. IF können aussteigen. Darin ist das höhere Risiko des Opportunismus begründet, dem diese Finanzmarkt-Akteure ausgesetzt sind. Die Unterstützung ineffizienter Zerschlagungs-Übernahmen oder die Verfolgung einer kurzfristigen Rendite-Maximierung (short-termism) sind Ausdruck dieses Opportunismus.

VI. Analysten

Analysten, die von Investment-Banken und Wertpapierhändlern (*broker*) beschäftigt werden, nehmen im System eine wichtige „*boundary role*“ ein. Sie transformieren Unsicherheit in Risiko, indem sie Schätzungen über die zukünftigen Gewinne eines Unternehmens publizieren (*earnings per share*). Investoren erwarten von Analysten eine Empfehlung: kaufen oder verkaufen. In dieser Empfehlung wird die Komplexität *zukünftiger* Produktionsprozesse auf eine binäre Information reduziert. Die Analysten werden den Kauf einer Aktie empfehlen, wenn der Erwartungswert der Summe zukünftiger Erträge höher ist als der gegenwärtige Kurs; ihre Empfehlung lautet „verkaufen“, wenn dieser Erwartungswert deutlich niedriger ist. Den Erwartungswert definieren die Analysten in ihren Prognosen (*earnings per share*). Es wurde bereits gezeigt, dass die Transformation von Unsicherheit in Risiko nur fiktiv gelingt, da die Kontingenzen des Ge-

brauchswerts nicht mit hinreichender Genauigkeit prognostizierbar sind (Kapitalisierung als fiktives Kapital).

Die Organisationssoziologie hat in verschiedenen Studien gezeigt, dass die erfolgreiche Reduzierung von Unsicherheit den Akteuren Macht und Einfluss verschafft. Die Kontrolle von Kontingenzen ist eine Quelle von Macht.⁵¹ Finanzmärkte können nicht mit Unsicherheit operieren. Ihre zentrale Operation liegt in der Feststellung eines Preises für Zahlungsverprechen (Kapitalisierung). Analysten liefern den Risikofaktor, der diese Operation ermöglicht. Dies ist die zentrale Funktion von Analysten und darauf beruht ihr Prestige und ihre Macht. In diesem Fall ist es jedoch eher die fiktive Kontrolle von Kontingenzen.

In einer empirischen Erhebung, die auf den Daten von I/B/E/S beruht, wurden 12.336 Analysten untersucht, die für 619 Investment-Banken und Wertpapierhändler zwischen 1983 und 2000 in den USA gearbeitet haben. Aus den Ergebnissen lässt sich das folgende Profil der Analysten rekonstruieren: Im Durchschnitt beschäftigen die US-Investment-Banken ca. 12 Analysten, die sich auf die Beobachtung *eines* Industriezweiges spezialisieren. In diesem Industriezweig sind Analysten in der Regel für 9 bis 10 Unternehmen zuständig, für die sie Prognosen über die zukünftigen „*earnings per share*“ publizieren. Ein Viertel der Analysten arbeitet für die Top-Wertpapierhändler, zu denen Merrill Lynch, First Boston, Salomon Smith Barney, Morgan Stanley u.a. gehören. Die Spitzengehälter bei diesen Häusern erreichen 15 Mill. Dollar im Jahr; für diese Top-Investment-Banken sind häufig mehr als 50 Analysten tätig (Hong und Kubik 2003: 315–321).

Tabelle 2: Anzahl der Berufsjahre der Analysten

Berufsjahre	2	3	4	5	6	7	8	9	10+
Verteilung in Prozent	29,9	19,6	13,9	9,9	7,4	6,5	5,1	4,3	3,5

Σ Zeile 2 = 100 Prozent; Beispiel: 29,9 Prozent der Analysten verfügen über 2 Jahre Berufserfahrung.

Quelle: Hong und Kubik (2003: 323, Table VI); eigene Berechnungen. N=16.403 Analysten; in dieser Zahl (N) sind Mehrfachnennungen enthalten.

Tabelle 2 zeigt, dass fast 50 Prozent der Analysten nur über zwei oder drei Jahre Berufserfahrung verfügen; nur 3,5 Prozent der Analysten sind zehn Jahre oder länger in diesem Beruf. Damit wird deutlich, dass Aktien-Analysten relativ jung sind und – im Vergleich zu den Top-Managern der Großunternehmen – über wenig Berufserfahrung verfügen.⁵²

Clement und Tse (2005) haben in ihrer Studie das Prognose-Verhalten von Analysten untersucht. Sie zeigen, dass die Prognosen in der Regel einen Zeitraum von einem Jahr abdecken. Während dieses Zeitraums ist zu beobachten, dass die Varianz der

51 Crozier (1963) zeigt, dass die Instandhaltungsarbeiter in der französischen Tabakfabrik über Macht verfügen, weil sie die Kontingenzen der Produktionstechnologie (Maschinenschäden) erfolgreich kontrollieren. „Coping with uncertainty“ heißt die Formel bei Hickson et al. (1971).

52 41 Prozent der CEOs in den großen US-Unternehmen sind 15 Jahre oder länger im Unternehmen, bevor sie zum CEO ernannt werden (Windolf 2002: 139).

Schätzungen hinsichtlich des zukünftigen Gewinns einer Firma kontinuierlich abnimmt: Am Anfang des Jahres liegen die Schätzungen der Analysten noch relativ weit auseinander, gegen Ende des Jahres nähern sie sich an. Daraus lassen sich zwei Schlussfolgerungen ziehen: Erstens, der Prognose-Zeitraum deckt sich mit dem Anlagehorizont von Fonds, die einen relativ aggressiven Investment-Stil verfolgen (siehe *Tabelle 1*). Zweitens, die Interaktion und wechselseitige Beobachtung der Analysten reduzieren die Varianz ihrer Schätzungen und nähern sie nach einigen Monaten einer gemeinsamen Erwartungs-Erwartung an (*consensus forecast*). Dabei ist zu berücksichtigen, dass nicht nur die Analysten die Gewinne eines Unternehmens antizipieren, sondern die Unternehmen bei der Aufstellung von Bilanzen auch die Schätzungen der Analysten kennen. Die Manager wissen, welche Reaktionen sie am Aktienmarkt auslösen können, wenn sie diesen „*consensus forecast*“ übertreffen (oder unterschreiten). Das System der wechselseitigen Beobachtung schließt also diejenigen ein, über die Erwartungs-Erwartungen gebildet werden.

Die *Genauigkeit* der Schätzungen, die eine Analystin publiziert, wird von den folgenden Variablen beeinflusst: Je länger eine Analystin in diesem Beruf ist, umso genauer werden ihre Prognosen (Berufserfahrung); je geringer die Anzahl der Unternehmen, die sie analysiert, umso genauer werden ihre Prognosen. Analysten in den Top-Wertpapierhäusern (die gleichzeitig viele Analysten beschäftigen) publizieren genauere Prognosen als Analysten, die von Handelshäusern im unteren Drittel der Prestigeskala beschäftigt werden (Clement und Tse 2005: 317).

Hong und Kubik (2003) haben untersucht, welche Variablen den Aufstieg von Analysten beeinflussen, die in einem Jahr von einem Wertpapierhaus mit niedrigem Prestige beschäftigt werden und im nächsten Jahr in die Top-10-Liga aufsteigen. Vor allem zwei Variablen sind von Bedeutung: die Genauigkeit der Prognose und der Prognose-Optimismus.⁵³

- Analysten, die hinsichtlich der Genauigkeit ihrer Prognosen zu den schlechtesten 10 Prozent gehören, steigen in der Hierarchie immer weiter ab. Das System selektiert also diejenigen Analysten aus, deren Prognosefähigkeit mangelhaft ist. „Milde“ Formen von Ungenauigkeit haben keinen Einfluss auf die Karriere, d.h. für Analysten, die keine deutlich sichtbaren Fehlprognosen publizieren, hat die Variable „Prognose-Genauigkeit“ keinen Einfluss auf die Aufstiegschancen.⁵⁴
- Wichtiger als die Genauigkeit der Prognose ist der „*Optimismus*“ der Prognosen. Analysten, die höhere Gewinne prognostizieren als die tatsächlich erwirtschafteten, haben eine größere Chance, von einem Top-Wertpapierhaus beschäftigt zu werden. Analysten publizieren auch Prognosen über Unternehmen, zu denen die eigene Investment-Bank eine Geschäftsbeziehung hat. Es lässt sich nachweisen, dass die Prognosen in diesem Fall besonders „optimistisch“ sind. Dieses Ergebnis zeigt deutlich, dass Analysten nicht nur „Analysten“, sondern auch Wertpapierverkäufer sind.

53 Eine Prognose ist „optimistisch“, wenn sie sich im oberen Drittel der Schätzungen bewegt, die von allen Analysten publiziert wurden, die eine bestimmte Firma beobachten.

54 Die Autoren haben die 12.336 Analysten in Percentile eingeteilt hinsichtlich der Genauigkeit der Prognose. Der Regressions-Koeffizient für Analysten, die sich im untersten Percentile befanden, war signifikant (negativer Einfluss auf die Aufstiegswahrscheinlichkeit). Die übrigen Koeffizienten waren nicht mehr signifikant.

Prognose-Genauigkeit und Optimismus schließen sich in gewisser Weise aus: Entweder eine Analystin ist nur dem „Wahrheitsgehalt“ ihrer Prognosen verpflichtet, oder sie publiziert „optimistische“ Prognosen als Verkaufshilfe. Die Ergebnisse zeigen, dass diejenigen Analysten die größten Aufstiegs- und Einkommenschancen haben, die sich „strategisch“ verhalten: Sie müssen es vermeiden, völlig unzutreffende Prognosen zu publizieren; gleichzeitig dürfen sie nicht aus den Augen verlieren, dass sie von der Investment-Bank bezahlt werden und daher auch für den Geschäftserfolg dieses Hauses mitverantwortlich sind. Der *Interessenkonflikt* ist offensichtlich: Die Analysten sind einerseits gegenüber den Anlegern/Investoren zu korrekten Prognosen verpflichtet, andererseits erwartet die Investment-Bank „optimistische“ Prognosen als Verkaufshilfe.

In einigen Arbeitsverträgen wird festgelegt, dass die Analysten 3 bis 7 Prozent der Gebühren erhalten, die die Investment-Bank aufgrund der Analysen und der Kundenberatung der Analysten verdient. Die Investment-Bank *Salomon Smith Barney* verkaufte z.B. WorldCom Aktien an Anleger im Wert von 24,7 Milliarden Dollar. Die Gebühren, die Salomon dafür erhielt, betrugen 140,7 Mill. Dollar. Jack Grubman, Chef-Analyst bei Salomon, empfahl die Aktien von Worldcom noch bis zum 22. April 2002 („kaufen“); im Juli 2002 meldete WorldCom Konkurs an. Sein Jahresgehalt betrug ca. 20 Mill. Dollar (Windolf 2003).

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass Analysten eine wichtige „*boundary role*“ für die Finanzmärkte erfüllen. Sie reduzieren die Komplexität zukünftiger Produktions- und Marktprozesse auf eine Zahl, nämlich auf den Erwartungswert der zukünftigen Gewinne. Es zeigt sich, dass der institutionelle Kontext, in dem diese Funktion erfüllt wird, eine günstige Gelegenheitsstruktur für Korruption bietet. Die Analysten werden von Investment-Banken bezahlt, die gleichzeitig ein großes Interesse am Inhalt der von Analysten publizierten Prognosen haben.

VII. Rating-Agenturen

Rating-Agenturen beurteilen die Zahlungsfähigkeit von Unternehmen, die am Finanzmarkt Anleihen aufgenommen haben. Auch sie erfüllen im System eine „*boundary role*“. Sie reduzieren die Komplexität zukünftiger Produktions- und Marktprozesse auf eine binäre Information: zahlungsfähig oder nicht-zahlungsfähig. Rating-Agenturen benutzen eine ausdifferenzierte Skala, um Unternehmen zu beurteilen. Standard & Poor definiert z.B. 10 Hauptstufen, die von AAA bis D reichen. Diese Feingliederung ist jedoch eher irreführend, da sie eine Genauigkeit der Prognose suggeriert, die tatsächlich nicht möglich ist (Strulik 2000: 44).

Anleihen haben – ebenso wie Aktien – einen Kurs, und dieser Kurs ist nichts anderes als ein kapitalisiertes Zahlungsverprechen. Der Erwartungswert, der mit dem Kurs gebildet wird, bezieht sich auf die Fähigkeit des Unternehmens, Zinsen zu zahlen und am Ende der Laufzeit die Anleihe zurückzahlen zu können. Die Beurteilung einer Rating-Agentur hat direkte Auswirkungen auf den Kurs einer Anleihe und auf die Höhe der Zinsen (Risiko-Prämie). Ratings beeinflussen damit direkt die Kapitalkosten eines Unternehmens.

Rating-Agenturen erfüllen auf den Finanzmärkten eine ökonomische, eine ethische und eine normative Funktion. Die ökonomische Rationalität von Rating-Agenturen liegt in den „*economies of information*“. Rating-Agenturen sind Massenproduzenten auf dem Informationsmarkt. Sie produzieren ein standardisiertes Wissen, das auf globalisierten Finanzmärkten ständig für alle Marktteilnehmer verfügbar ist. Investoren, die Aktien oder Anleihen eines Unternehmens kaufen wollen, müssen selbst keine aufwendigen Recherchen betreiben, sondern können auf das von Rating-Agenturen bereitgestellte Wissen zurückgreifen. Die Reduktion der Komplexität zukünftiger Produktionsprozesse wird hier nicht durch einen Aktienkurs oder eine Empfehlung, sondern durch eine Beurteilung (opinion) vollzogen. „Ratings are current opinions regarding creditworthiness and are not verifiable statements of fact.“⁵⁵

Die ethische Funktion von Rating-Agenturen ist darin begründet, dass sie nicht nur Informationen über die ökonomische Effizienz des Unternehmens liefern, sondern auch darüber, ob das Unternehmen sich entsprechend den Standards des „ehrbaren Kaufmanns“ verhalten hat; ob es also seine Schulden zurückzahlt, Bilanzen nicht fälscht und Kunden nicht betrügt. Das Rating ist eine Beurteilung der „*capacity and willingness of the obligor to meet its financial commitment*.“⁵⁶

Weiterhin informieren Rating-Agenturen die Investoren darüber, ob das Management sich an jene Standards hält, die auf den Finanzmärkten als „best practice“ gelten. Dazu gehören z.B. die pünktliche Bereitstellung von Quartalsberichten, die Einhaltung von Bilanzierungsvorschriften (GAAP) und die Transparenz der Geschäftspolitik und der Management-Strategien. Rating-Agenturen spielen also eine wichtige Rolle bei der Überwachung jener Regeln, die DiMaggio und Powell (1983) als „normativen Isomorphismus“ bezeichnen.

In den internationalen Vereinbarungen über die Eigenkapitalbasis der Banken wurde festgelegt, dass das Eigenkapital der Banken dem potenziellen Risiko der Kreditnehmer angepasst werden muss. Wenn eine Bank an ein Unternehmen einen Kredit vergibt, das von einer Rating-Agentur mit AAA eingestuft wurde, dann geht dieser Kredit nur mit einem Risikogewicht von 20 Prozent in die Berechnung der Eigenkapitalquote ein, d.h. für die Berechnung der Eigenkapitalquote (in der Regel 8 Prozent der ausstehenden Kredite) zählen dann nur 20 Prozent der Kreditsumme. Vergibt die Bank den Kredit an ein Unternehmen, das nur mit BB+ eingestuft wurde, erhöht sich das Risikogewicht auf 100 Prozent (Deutsche Bundesbank 2001: 20).

Die internationalen Vereinbarungen zur Eigenkapitalausstattung der Banken (Basel I und II) verstärken den Einfluss der Rating-Agenturen auf die Unternehmen. Der Anteil von Unternehmen, die sich einer Rating-Prozedur unterziehen, wird ansteigen. Unternehmen, die nicht durch eine seriöse Rating-Agentur evaluiert wurden, haben erhebliche Probleme bei der Kreditbeschaffung. Je mehr Kredite auf der Basis von Ratings vergeben werden, umso stärker wirkt der Mechanismus des normativen Isomorphismus, der von den Rating-Agenturen ausgeübt wird.

Das Urteil, das eine Rating-Agentur über ein Unternehmen fällt (z.B. A+), enthält in komprimierter und standardisierter Form drei Typen von Informationen: Informa-

55 Quelle: Standard & Poor's: Ratings Definitions, March 18, 2003.

56 Quelle: Standard & Poor's: Ratings Definitions, March 18, 2003. Hervorh. P.W.

tionen über die ökonomische Effizienz (Rentabilität), über die Einhaltung ethischer Prinzipien (ehrbarer Kaufmann) und über die normativen Standards, die auf den Finanzmärkten als „best practice“ gelten. Der Begriff der „Bonität“, in dem diese drei Urteile zusammengefasst sind, informiert aber nicht nur über die Vergangenheit des Unternehmens, sondern enthält auch eine Prognose über zukünftiges Verhalten. Die Reputation einer Rating-Agentur hängt gerade auch davon ab, dass sie eine verminderte Zahlungsfähigkeit zuverlässig voraussagen kann. Die Herabstufung eines Unternehmens (z.B. von A+ auf BB+) hat für Finanzmärkte Signalwirkung, auf die sie mit Kursabschlägen bei Anleihen und höheren Zinsen bei Krediten reagieren.

Rating-Agenturen sind private Regulations-Institutionen, die über den Mechanismus des normativen Isomorphismus die Unternehmen dazu zwingen, sich den Standards der Finanzmärkte anzupassen. Die Sanktionsgewalt der Rating-Agenturen liegt in einem Reputationsschaden, den sie Unternehmen durch Herabstufung zufügen können und der die Kapitalbeschaffung des Unternehmens erheblich verteuert.

Vergleicht man Rating Agenturen mit Analysten, wird deutlich, dass das Risiko von „*moral hazards*“ bei Rating Agenturen geringer ist, und dies aus wenigstens zwei Gründen: Erstens, der Markt für Ratings ist hoch konzentriert.⁵⁷ Es gibt nur wenige Rating-Agenturen, die auf diesem Markt tätig sind. Daher sind sie relativ erfolgreich bei der privaten Regulierung dieses Marktes. Es gibt einen „*Code of Practices and Procedures*“, an dem sich die Rating Agenturen orientieren und der relativ strikt durchgesetzt wird.

Zweitens, Ratings sind keine Kauf- oder Verkaufsempfehlungen, sondern Bonitätsurteile. Die Rating-Agenturen werden zwar von den Unternehmen, die sie beurteilen, bezahlt. Bei der geringen Zahl von Rating-Agenturen, deren Urteil auf den Finanzmärkten akzeptiert wird, bleibt Korruption durch die Auftraggeber jedoch begrenzt. Wichtig ist vor allem, dass die Rating-Agenturen kein direktes ökonomisches Interesse an den Unternehmen haben, die sie beurteilen. Gerade dies unterscheidet sie von Investment-Banken und Wertpapierhäusern.

Zur Illustration dieser Thesen ein Auszug aus dem „*Code of Practices and Procedures*“ von Standard & Poor (September 2004):

„1.1.2 Ratings do not constitute investment or financial advice. Ratings are not recommendations to purchase, sell, or hold a particular security. Ratings do not comment on the suitability of an investment for a particular investor.

1.1.5 Ratings Services does not act as an investment, financial, or other advisor to, and does not have a fiduciary relationship with, an issuer⁵⁸ or any other person.

1.3.8 Ratings Services shall not accept any qualitative or editorial revisions from issuers that affect the presentation of the rating.

3.1.5 Ratings assigned by Ratings Services shall not be affected by an existing or a potential business relationship between Ratings Services (or any Non-Ratings Business) and the issuer or any other party, or the non-existence of such a relationship.

57 Es gibt weltweit nur drei große Rating-Agenturen: Moody's Investors Service (Marktanteil ca. 40 Prozent), Standard & Poor's (Marktanteil ca. 40 Prozent) und Fitch Ratings (Marktanteil ca. 15 Prozent). S&P beschäftigt inzwischen ca. 1250 Analysten. Quelle: *Positionen* (GDV, Der deutsche Versicherer), Nr. 39, November 2004, S. 5 (Marktanteile beruhen auf Schätzungen).

58 Der „*issuer*“ ist das Unternehmen, das eine Anleihe am Finanzmarkt aufgelegt hat und das von Standard & Poor evaluiert wird. (P.W.)

3.1.6 Analysts shall not engage in any direct marketing or solicitation for any Related Products or any Non-Ratings Products.“

Die Rating-Agenturen sind ein weiteres Beispiel für die Ausdifferenzierung, Spezialisierung und Professionalisierung, die auf den Finanzmärkten stattgefunden hat. In globalisierten Finanzmärkten können Investoren weltweit in jedem Augenblick Aktien oder Anleihen von Unternehmen kaufen, deren Namen sie vorher noch nicht gehört haben. Diesen Chancen steht jedoch das Problem einer extremen Informations-Asymmetrie gegenüber: Es ist einer Fonds-Managerin in Boston nicht möglich, genaue Informationen über ein koreanisches Unternehmen zu sammeln, dessen Anleihen für einen asiatischen „Wachstums-Fonds“ gekauft werden sollen. Die Rating Agenturen sichern zu, dass sie weltweit Informationen über Unternehmen sammeln und nach standardisierten Regeln und Verfahren auswerten. Ein koreanisches Unternehmen, das mit AAA evaluiert wurde, ist – so die Qualitätsgarantie – ebenso kreditwürdig wie ein kanadisches Unternehmen, das ein gleiches Rating erhalten hat. Ohne Institutionen, die standardisiertes Wissen über tausende von Unternehmen in vielen Ländern verfügbar machen, könnten globale Finanztransaktionen nicht durchgeführt werden.

Dieser Prozess der Globalisierung und professionellen Verbreitung von standardisiertem Wissen löst tendenziell die Beziehung zwischen einer Hausbank und einem Unternehmen auf. Die Hausbank besaß „privates“ Wissen über das Unternehmen, und war deshalb konkurrierenden Banken überlegen. Sie hatte „tacit knowledge“ nicht nur über die Unternehmensstrategien, sondern auch über die Integrität des Management. Die Evaluierung der Rating-Agenturen ist öffentlich und für alle zugänglich. In dem bereits zitierten „*Code of Practices and Procedures*“ heißt es: „Ratings Services shall make Rating Actions available to the public without cost. The public shall be able to obtain a current public rating for any issuer or issue without cost.“

Der Markt für Ratings ist ein Anbieter-Markt. Es sind nicht die Rating-Agenturen, die um Unternehmen werben, sondern es sind die Unternehmen, die um Rating-Agenturen mit hohem Prestige werben, um eine möglichst günstige Beurteilung zu erhalten. Durch diesen Prozess werden Unternehmen für global operierende Investoren „durchsichtig“. Das „Wissen“ über Unternehmen wird zu einem quasi öffentlichen Gut, das global verbreitet wird und das Investment-Fonds und Banken kostenlos zur Verfügung steht.

VIII. Feindliche Übernahmen

Feindliche Übernahmen, der Markt für Unternehmenskontrolle und Aktienoptionen sind Transfermechanismen, die die operatorische Logik der Finanzmärkte in die Strategien und internen Kontrollstrukturen der Unternehmen übertragen. Der Strukturwandel, zu dem Unternehmen gezwungen werden, um sich an die Operationen der Finanzmärkte anzupassen, wird als „Finanzialisierung“ bezeichnet.⁵⁹ In diesem Abschnitt wird zunächst die feindliche Übernahme als virtuelle Bedrohung dargestellt, in den bei-

⁵⁹ Jürgens et al. (2000); vgl. dazu auch die weiteren Beiträge in *Economy and Society*, Vol. 29, No. 1, Febr. 2000.

den folgenden Abschnitten werden der Markt für Unternehmenskontrolle und die Aktienoptionen analysiert.

Wenn der Aktienkurs und damit die Börsenkapitalisierung eines Unternehmens erheblich unterhalb des Unternehmens-Wertes⁶⁰ liegen, lohnt es sich für einen Finanzmarkt-Akteur (*raider*), den Aktionären einen höheren Kurs anzubieten und zu versuchen, die Kontrolle über das Unternehmen zu erhalten. Durch Restrukturierung oder durch den Verkauf einzelner Teile des Unternehmens können im Erfolgsfall sehr hohe Renditen erzielt werden.

Feindliche Übernahmen sind eine „radikale“ Innovation des Finanzmarktes und die schärfste Bedrohung der Managerautonomie. In gewisser Weise begann mit der „Erfindung“ der feindlichen Übernahme das Ende der Managerherrschaft. Es ist nicht ohne Ironie, dass eine Voraussetzung der Managerherrschaft – nämlich die breite Streuung der Aktien unter einer großen Zahl von Aktionären – auch eine Voraussetzung der feindlichen Übernahme ist. Unternehmen, die sich im Besitz eines Mehrheitsaktionärs befinden, können nicht Opfer einer feindlichen Übernahme werden. Der „*raider*“ wendet sich mit seinem öffentlichen Angebot an das Publikum, das die Aktien eines Unternehmens hält und versucht, sie mit einem höheren als dem herrschenden Kurs zum Verkauf ihrer Aktien zu veranlassen (Prämie). Häufig entscheiden die Investment-Fonds darüber, ob eine feindliche Übernahme abgewehrt wird oder erfolgreich ist. Daher haben sie ein großes Interesse daran, dem Management alle Strategien zu untersagen, die eine feindliche Übernahme behindern könnten.

Davis und Stout (1992: 606) vertreten die folgende These: „Takeovers came to represent perhaps the dominant form of organizational transformation among large capitalist firms.“ Diese Aussage überrascht zunächst, da es auch in den USA bisher relativ wenige feindliche Übernahmen gegeben hat.⁶¹

Feindliche Übernahmen sind eine *virtuelle* Bedrohung. Sie müssen nicht tatsächlich durchgeführt werden, um ihre disziplinierende Wirkung zu entfalten. Die Manager von Unternehmen, die an der Börse notiert sind und damit dem Einfluss der Finanzmärkte unterliegen, kennen den kausalen Mechanismus: Unternehmen, die dauerhaft gegen die Prinzipien des Finanzmarktes verstoßen und sich den Interventionen der Investment-Fonds widersetzen, müssen damit rechnen, dass sie durch sinkende Kurse abgestraft werden. Sinkende Kurse bedeuten einen potenziellen Anreiz für einen „*raider*“, der eine feindliche Übernahme organisiert und das herrschende Management bei Erfolg entlässt. Dieser Mechanismus illustriert die Hebel-Wirkung einer glaubhaften Drohung und den *potenziellen* Charakter der Macht.⁶²

60 Es gibt viele Faktoren, die den „Wert“ eines Unternehmens bestimmen und die hier nicht analysiert werden können. Im Prinzip kann unterschieden werden zwischen Kapitalisierung und Buchwert. Bei der Kapitalisierung liegt der „Wert“ des Unternehmens in der Summe zukünftiger Erträge (Erwartungswert zukünftiger Erträge, fiktives Kapital). Beim Buchwert werden die Herstellungskosten/Wiederbeschaffungskosten aller Anlagen und Ausrüstungen als Basis der Wertberechnung berücksichtigt (Immobilien, Maschinen, Waren etc.).

61 Vgl. dazu die Darstellung der Übernahme-Firma *Kohlberg Kravis Roberts* (KKR) in Kaufman und Englander (1993).

62 „Ce type de contrôle ... soumet la valeur nette actualisée des entreprises à la critique *permanente* de la communauté financière internationale“ (Aglietta 2001: 7). Hervorh. P.W.

Die Transaktionskosten einer feindlichen Übernahme sind im Einzelfall sehr hoch und die langfristigen Folgen können für das Unternehmen (das „Opfer“) ruinös sein. Da aber nur wenige feindliche Übernahmen tatsächlich stattfinden und ihre stärkste Wirkung in der glaubhaften Drohung liegt, können die meisten Manager durch diesen virtuellen Zwang dazu gebracht werden, sich „freiwillig“ den Forderungen der Finanzmarkt-Akteure zu unterwerfen. *Wenige*, tatsächlich durchgeführte feindliche Übernahmen (mit hohen Transaktionskosten) disziplinieren aufgrund ihrer abschreckenden Wirkung *Tausende* von US-Großunternehmen.

Im einleitenden Abschnitt wurde die These formuliert, dass im Finanzmarkt-Kapitalismus die Unternehmen zunehmend der Kontrolle der Finanzmärkte unterworfen werden. Die virtuelle Bedrohung durch feindliche Übernahmen gehört zu den wichtigsten Kontroll-Instrumenten. Die feindliche Übernahme ist zugleich ein Beispiel für das, was DiMaggio und Powell (1983) als „coercive isomorphism“ bezeichnet haben: Aufgrund einer virtuellen Sanktionsdrohung unterwerfen die Manager sich dem Diktat der Finanzmärkte und ihre Strategien und Strukturen werden einander immer ähnlicher.

Kini et al. (2004) haben für den Zeitraum 1979–1998 insgesamt 279 erfolgreiche Übernahmen von Firmen ermittelt, die an der *New York Stock Exchange* (NYSE) notiert waren. Davon waren 118 (= 42 Prozent) feindliche Übernahmen. An der NYSE waren in diesem Zeitraum im Durchschnitt 1995 Aktiengesellschaften notiert. Insgesamt waren also ca. 7,5 Prozent der notierten Unternehmen „Opfer“ einer erfolgreichen feindlichen Übernahme.⁶³ Die Autoren heben in ihrer Studie zwei Ergebnisse hervor, die für die hier diskutierten Thesen von Bedeutung sind: Erstens, Firmen, die Opfer einer feindlichen Übernahme geworden sind, waren vor der Übernahme an der Börse unterbewertet (niedriger *market to book ratio*). Zweitens, nach einer feindlichen Übernahme werden die Top-Manager (CEOs) sehr viel häufiger ausgetauscht als nach einer freundlichen Übernahme.⁶⁴ Die Studie bestätigt also die disziplinierende Wirkung feindlicher Übernahmen. Eine niedrige Bewertung des Unternehmens an der Börse bietet einen Anreiz für eine feindliche Übernahme; nach einer feindlichen Übernahme werden die Top-Manager in der Regel entlassen.

Die feindliche Übernahme ist aber nicht nur ein technisches Instrument des Finanzmarktes (gewissermaßen ein Folterwerkzeug), sondern sie wird auch im Kontext spezifischer Ideologien verteidigt. Dies soll an zwei Beispielen illustriert werden:

- Die Initiatoren feindlicher Übernahmen haben sich in den 1970er Jahren in den USA als charismatische Revolutionäre präsentiert, die die Managerherrschaft und das Establishment der Großunternehmen angreifen und überholte Privilegien abschaffen. Da mit Hilfe dieses Instruments selbst die größten Unternehmen von einem einzelnen Investor angegriffen werden können, wird dieser Kampf häufig in der Metapher von David und Goliath interpretiert.⁶⁵

63 Quelle: NYSE Fact Book (2004), Historical Data, All NYSE listed stocks, eigene Berechnungen.

64 Quelle: Kini et al. (2004), Table VII, S. 1534f. (CEO turnover); S. 1547f. (market to book ratio).

65 Mike Milken ist ein „David“, der mit feindlichen Übernahmen und „junk bonds“ in die US-Finanzgeschichte eingegangen ist. Vgl. dazu die Biographie M. Milken (<http://www.mikemilken.com/biography.taf>; März 2004).

- Eine weitere Rechtfertigung für feindliche Übernahmen liegt im Eigentumstitel. Die Aktionärin ist Eigentümerin und hat das uneingeschränkte Verfügungsrecht über ihr Eigentum. Sie kann es also an einen „raider“ verkaufen oder auch nicht. Berle und Means (1997: 8) haben argumentiert, dass die Streuung des Eigentums unter Tausenden von Aktionären (und die damit verbundene Entmachtung der Aktionäre) eine Bedrohung der bürgerlichen Eigentumsordnung darstellt. „This dissolution of the atom of property destroys the very foundation on which the economic order of the past three centuries has rested.“ Der „raider“ gibt der Kleinaktionärin das Eigentumsrecht zurück. Sie kann mit dem Verkauf ihrer Aktien nicht nur einen hohen Gewinn verbuchen, sondern kann gleichzeitig auch ein ineffizientes Management abstrafen.

Das Problem dieser Argumentation liegt darin, dass die Kleinaktionäre inzwischen zur Minderheit wurden. An ihre Stelle sind Investment-Fonds getreten, die ihre Zustimmung zu feindlichen Übernahmen geben, um ihre Rendite-Bilanzen aufzubessern.

IX. Der Markt für Unternehmenskontrolle

Auf dem Markt für Unternehmenskontrolle werden Unternehmen als Ganze gekauft und verkauft. Konzerne können auf diesem Markt durch den Kauf oder Verkauf von Tochtergesellschaften umstrukturiert werden, oder sie können sich durch den Kauf kleiner innovativer Firmen Innovations-Infusionen beschaffen. Hier interessieren nur die disziplinierenden Wirkungen, die von diesem Markt auf die Unternehmen ausgehen.

Es wurde bereits darauf hingewiesen, dass Investment-Fonds den Unternehmen, deren Aktien sie halten, Rendite-Ziele vorschreiben (z.B. 15 Prozent Rendite auf das Eigenkapital). Unternehmensteile, die diese Rendite-Vorgaben auch nach einer Schonfrist nicht erreichen, werden auf dem Markt für Unternehmenskontrolle verkauft. Es kann also „feindliche“ Übernahmen geben, selbst wenn ein Betrieb sich zu 100 Prozent im Besitz eines Konzerns befindet. Das Top-Management des Konzerns kann die Tochtergesellschaft auch gegen den Willen des lokalen Management verkaufen.⁶⁶ Die virtuelle Bedrohung, die von einer feindlichen Übernahme ausgeht, kann also ihre disziplinierende Wirkung auch *innerhalb* eines Konzerns entfalten und dafür sorgen, dass die einzelnen Betriebsteile einander immer „ähnlicher“ werden (Isomorphismus).

Mit dem Markt für Unternehmenskontrolle wird ein Mechanismus geschaffen, der tendenziell eine Angleichung der Profitraten in globalisierten Märkten ermöglicht. Die Eigenkapitalrendite ist der Indikator, an dem alle Unternehmen global gemessen werden können (*bench marking*). Unternehmen, die unterhalb einer durchschnittlichen

⁶⁶ Es ist zu vermuten, dass der Verkauf von Herberts (Lackfabrik, Tochtergesellschaft von Hoechst) im März 1999 an DuPont oder der Verkauf von MTU (Triebwerke, Tochtergesellschaft von DaimlerChrysler) im Dezember 2003 an Kohlberg Kravis Roberts (KKR) jeweils *gegen* den Willen des Management der *Tochtergesellschaften* erfolgt ist. Herberts wurde verkauft, weil es die erhöhten Rendite-Anforderungen des umstrukturierten Hoechst Konzerns (lifesience) nicht erfüllte und nicht zum neuen Kerngeschäft passte. MTU wurde ebenfalls wegen zu geringer Rendite verkauft und weil aufgrund der Umstrukturierung der Bundeswehr keine Verbesserung der Rendite im Rüstungsgeschäft von MTU zu erwarten war.

Profitrate liegen, sind das potenzielle Opfer einer feindlichen Übernahme oder werden auf dem Markt für Unternehmenskontrolle zum Verkauf angeboten. 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 ihre individuelle Profitrate); der Kaufpreis von Firmen, die nur wenig Gewinn abwerfen, sinkt (damit steigt ihre individuelle Profitrate).

Marx (1970b: 190) argumentierte, dass eine „höhere Entwicklung der kapitalistischen Produktionsweise“ erforderlich ist, um den Ausgleich der Profitraten zwischen verschiedenen Anlagesphären des Kapitals zu erreichen. Mit dem Markt für Unternehmenskontrolle wurde diese „höhere Entwicklung“ erreicht, so dass der Ausgleich der Profitraten nicht nur zwischen einzelnen Produktionssphären erfolgen kann, sondern auf globaler Ebene.

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass der Markt für Unternehmenskontrolle ein wichtiges Instrument ist, um die normativen Vorgaben der Finanzmarkt-Akteure zu realisieren, nämlich die Konzentration auf das Kerngeschäft (= Restrukturierung des Konzerns) und die Befolgung des „*shareholder-value-Prinzips*“ (Verkauf von Betriebsteilen, die die hohen Rendite-Erwartungen nicht erfüllen). In diesem Sinne ist der Markt für Unternehmenskontrolle ein Transfermechanismus, der dafür sorgt, dass die operative Logik der Finanzmärkte in die interne Kontrollstruktur und die Organisation der Unternehmen eingebaut wird.

X. Aktienoptionen

Aktienoptionen sollen die Interessen der Manager an die Interessen der Aktionäre „binden“. Daher werden sie häufig als „*bonding instrument*“ bezeichnet. Welche Interessen haben Aktionäre bzw. Manager und lassen sich diese Interessen einander angleichen?

Die Beziehung zwischen Managern und Eigentümern ist geprägt durch *Interessenkonflikte* und durch eine *Informationsasymmetrie*. Der Interessenkonflikt lässt sich auf die unterschiedlichen Ressourcen und Marktchancen der Akteure zurückführen: Aktionäre können das Risiko ihrer Investition in einem Portfolio breit streuen. Sie können ihr Kapital zwischen den Finanzzentren transferieren und jederzeit die Option „*exit*“ wählen. Daher ist ihre *Loyalität* zu den Unternehmen, deren Eigentümer sie sind, sehr begrenzt. Im Konfliktfall wählen Investment-Fonds eher die Option „*exit*“.⁶⁷ Weiterhin ist die Informations-Asymmetrie zwischen Managern und Aktionären zu berücksichtigen, die ebenfalls nicht geeignet ist, die Loyalität der Eigentümer zu stärken. Die Investoren wissen, dass die Manager über das Unternehmen mehr wissen als sie und dass sie ein potenzielles Opfer von Opportunismus sind.

Die Interessen der Manager werden durch langfristige Investitionen in Humankapital und durch die Marktchancen der Ware Arbeitskraft bestimmt.⁶⁸ Sie können ihr Risiko nicht streuen, sie können ihr Humankapital nicht jederzeit transferieren und ihre Investitionen in Humankapital sind häufig verloren, wenn sie das Unternehmen verlas-

⁶⁷ Vgl. dazu den durchschnittlichen Anlagehorizont der Investment-Fonds in *Tabelle 1*.

⁶⁸ Vgl. dazu die Analyse der spezifischen Interessenstruktur der Arbeitnehmer in Offe und Wiesenthal (1980).

sen (z.B. betriebsspezifische Qualifikationen). Ihre Interessen decken sich eher mit dem Interesse der Organisation an Bestandserhaltung. „Exit“ ist keine dominante Strategie der Manager. Andererseits haben Manager mehr Informationen über das Unternehmen als die Aktionäre, und sie können dieses Wissen zum eigenen Vorteil nutzen.

Diese Unterschiede schaffen auch eine jeweils unterschiedliche Gelegenheitsstruktur für Opportunismus: Die Informations-Asymmetrie begünstigt den Opportunismus der Manager. Die Möglichkeit, kurzfristig die Option „exit“ zu wählen, begünstigt den Opportunismus der Aktionäre.

Hier wird die These vertreten, dass Aktien-Optionen nicht den Interessenkonflikt zwischen Managern und Eigentümern aufheben, sondern die Loyalität der Manager zur Organisation unterminieren. Die Basis dieser Loyalität ist die *langfristige* Bindung der Manager an das Unternehmen.⁶⁹ Die Bindung wird erzeugt durch Investitionen in soziales Kapital (Vertrauen, interner Arbeitsmarkt) und in betriebsspezifisches Humankapital, das außerhalb des Unternehmens wertlos ist.

Je höher die kurzfristigen Gewinne aus Aktien-Optionen im Vergleich zu den langfristigen Einkommenschancen, die Manager im internen Arbeitsmarkt des Unternehmens erwarten können, umso stärker ist der Anreiz zum Opportunismus.⁷⁰ Der Opportunismus, der in der Informationsasymmetrie zwischen Managern und Aktionären begründet ist (und der es den Managern erlaubt, den Aktienkurs zu ihren Gunsten zu manipulieren), verbindet sich dann mit dem Opportunismus der „exit“-Option.

Zur Illustration das folgende Beispiel: Kenneth Lay, ehemaliger CEO von Enron, hat im Jahr 2000 ca. 141 Mill. Dollar verdient; davon erhielt er 131 Mill. Dollar in Form von (eingelösten) Aktien-Optionen. Ca. 93 Prozent des Einkommens von K. Lay sind also auf die betrügerischen Finanzmanipulationen der Enron-Manager zurückzuführen. Wenn Aktien-Optionen so exorbitante Einkommenschancen bieten, ist Loyalität zum Unternehmen kein starkes Handlungsmotiv mehr; „exit“ ist die dominante Strategie (Windolf 2003).

Im Prozess der funktionalen Ausdifferenzierung wurden die Aufgaben des Eigentümer-Unternehmers auf mehrere Positionen verteilt: Die Aktionäre sind Eigentümer und Investoren, und sie tragen das Risiko. Sie repräsentieren einen Teil der „Umwelt“ der Organisation, nämlich die Finanzmärkte. Die Manager hingegen sind als Unternehmer und Innovatoren für den Erfolg und den Bestand der Organisation verantwortlich. Von ihnen wird Loyalität zur Organisation erwartet.⁷¹ Durch Aktien-Optionen verlagern sich die Interessen der Manager tendenziell auf die Finanzmärkte. Ihre Motivstruktur wird weniger durch die Innenperspektive der Mitgliedschaft, sondern eher durch die Außenperspektive der Finanzmärkte determiniert. Aktien-Optionen stärken nicht die Loyalität der Manager zu den Aktionären (die sie in den meisten Fällen nicht

69 41 Prozent der CEOs in den großen US-Unternehmen waren 15 Jahre oder länger im Unternehmen, bevor sie zum CEO ernannt wurden (Windolf 2002: 139). Diese Zahlen belegen, dass auch in den USA die langfristige Orientierung der Manager noch dominant ist.

70 Im vergangenen Jahrzehnt haben alle Top-Manager der 500 größten US-Firmen Aktien-Optionen erhalten. Der Wert der (eingelösten) Optionen betrug 1992 ca. 25 Prozent ihres Einkommens; bis zum Jahr 1998 ist dieser Anteil auf 40 Prozent gestiegen (Hall and Murphy 2000: 1).

71 Diese Stakeholder-These ist natürlich strittig. Vgl. dazu u.a. Wedderburn (1985).

kennen), sondern schwächen ihre Loyalität zum Unternehmen, und sie verschärfen das Problem des Opportunismus (Manipulation der Aktienkurse).

Aktien-Optionen sind also ein Transfermechanismus, der die operatorische Logik der Aktienmärkte direkt in die Handlungsstrategien der Manager überträgt. Der Aktienkurs wird zum dominanten Handlungsmotiv.

XI. Schlussfolgerungen

a) Der Finanzmarkt-Kapitalismus markiert eine weitere Stufe in der Evolution kapitalistischer Produktionsregime. Er lässt sich durch eine spezifische Konfiguration von Institutionen charakterisieren, die in diesem Aufsatz analysiert wurden.

Durch eine Rekonzentration des Eigentums wurden die Investment-Fonds zu zentralen Akteuren in diesem System. Die „neuen“ Eigentümer können einerseits die Unternehmenspolitik beeinflussen, andererseits sind es instabile Eigentümer, da sie ihre Anteile im Durchschnitt nach 20 Monaten wieder verkaufen. Die Kombination von „exit“ und „voice“ begünstigt eine spezifische Form des Opportunismus, nämlich die Orientierung an kurzfristiger Profitmaximierung.

Die Investment-Fonds stehen in einer globalen Konkurrenz um höchstmögliche Rendite. Sie übertragen diese Konkurrenz in die Unternehmen und zwingen das Management, ihre Strategien am Aktienkurs und an der Rendite zu orientieren (*shareholder value*). Feindliche Übernahmen, der Markt für Unternehmenskontrolle und Aktienoptionen sind Transfermechanismen, die die operatorische Logik der Aktienmärkte in die internen Kontrollstrukturen der Unternehmen übertragen (Finanzialisierung).

Feindliche Übernahmen sind eine radikale Innovation des Finanzmarktes, und sie haben die Autonomie der Manager wirksam begrenzt. Sie entfalten ihre Wirkung vor allem als „glaubhafte Drohung“. Wenige, tatsächlich durchgeführte feindliche Übernahmen haben das Management in hunderten von US-Firmen diszipliniert und sie auf die Prinzipien des „*shareholder value*“ verpflichtet. Die Übernahme von Mannesmann durch Vodafone war in Deutschland ein spektakulärer Fall, dessen Fernwirkung im *Drohpotenzial* liegt, das diese Übernahme für andere Unternehmen hat.

Die Kapitalisierung zukünftiger Zahlungsverprechen ist eine zentrale Funktion des Aktienmarktes. Die Börsenkapitalisierung eines Unternehmens ist jedoch nur „fiktives Kapital“. Daher bieten die Aktienmärkte eine günstige Gelegenheitsstruktur für „*moral hazards*“. Der Börsencrash von 2001 und die Betrugsfälle *Enron* und *Worldcom* sind jedoch keine prinzipiell neuen Ereignisse, sondern sie reihen sich ein in eine lange Kette von Skandalen, die die Börsen seit dem 18. Jahrhundert erschüttert haben.

Die prinzipiell *neue* Konstellation im Finanzmarkt-Kapitalismus ist darin zu sehen, dass die operatorische Logik der Aktienmärkte *unmittelbarer* auf die Strategien und internen Kontrollstrukturen der Unternehmen einwirkt. Die Realökonomie ist durch die Eliminierung von Puffern den Schocks der Finanzmärkte stärker ausgesetzt. Es liegt im Interesse der Investment-Fonds, Puffer zu beseitigen, die die Unternehmen vor dem Einfluss der Finanzmärkte abschirmen könnten. Die Forderung, den „*free cash flow*“ vollständig an die Aktionäre auszuzahlen, hat z.B. negative Auswirkungen auf das Eigenfinanzierungs-Potenzial der Unternehmen. Ein weiteres Beispiel sind Betriebsrenten,

die deutschen Unternehmen als Finanzierungsquelle bisher zur Verfügung standen und die zunehmend ausgegliedert und an (externe) Pensions-Manager übertragen werden.⁷²

Das Regime des Finanzmarkt-Kapitalismus bewirkt eine tendenzielle Erhöhung der Kapitalkosten (hohe Eigenkapital-Rendite). Unternehmen, die zwar profitabel sind, die exorbitanten Rendite-Ziele jedoch nicht erreichen können, müssen verkauft oder geschlossen werden. Diese Maxime der Investment-Fonds wirkt tendenziell nicht wachstumsfördernd, sondern eher wachstumshemmend.

b) Wenn der Finanzmarkt-Kapitalismus eine weitere Stufe in der Evolution kapitalistischer Produktionsregime markiert, stellt sich die Frage, ob mit dieser Evolution auch eine weitere „Rationalisierung“ dieses Systems erreicht wurde (Weber 1964: 735–738). Unter *Rationalisierung* soll hier verstanden werden: die universelle Öffnung von Marktchancen, die Professionalisierung des ökonomischen Systems und die Versachlichung von Herrschaftsbeziehungen.

– Das Prinzip der *universellen Öffnung von Marktchancen* wird im ökonomischen System durch den Markt und die Konkurrenz durchgesetzt. Das funktionelle Zentrum des Finanzmarkt-Kapitalismus sind die globalen Finanzmärkte, auf denen durch den Abbau vieler Verkehrsschranken eine mehr oder weniger vollständige Konkurrenz herrscht. Diese Konkurrenz wurde durch die beschriebenen Transfermechanismen auch auf den Güter- und den Arbeitsmarkt übertragen. In Deutschland und Japan, die für Konkurrenzbeschränkung und „*relational contracting*“ bekannt sind, wurden z.B. Netzwerke und verdeckte Kartelle, die sich an askriptiven Merkmalen und am Prinzip der sozialen Schließung orientieren, während der vergangenen Jahre schrittweise aufgelöst.

Die Folgen einer zunehmenden Öffnung von Marktchancen waren jedoch paradox. Wir beobachten nicht eine Abnahme, sondern eher eine Zunahme sozialer Ungleichheit. Dies gilt vor allem in den USA und in anderen neoliberalen Ländern, in denen der hier beschriebene Institutionenwandel bereits Mitte der siebziger Jahre eingesetzt hat.⁷³ Lindblom (2001: 248) hat dieses Problem auf die einfache Formel gebracht: „market systems produce inequality of income and wealth“. Im Finanzmarkt-Kapitalismus hat sich die Marktkonkurrenz verschärft. Daher ist die Zunahme der sozialen Ungleichheit, die in verschiedenen Studien für diese Länder nachgewiesen wurde, nicht überraschend.

– Ein weiteres Merkmal des Finanzmarkt-Kapitalismus liegt in der Professionalisierung der Eigentümerfunktion. Im Vergleich zu den Kleinaktionären im Regime des Managerkapitalismus sind Investment-Fonds professionelle Eigentümer. Es wurde allerdings gezeigt, dass diese Finanzintermediäre gravierende „*agency*“-Probleme verursachen. In verschiedenen Untersuchungen wurde nachgewiesen, dass die höhere Rendite, die professionelle Investment-Fonds erwirtschaften, nicht ausreicht, um die Transaktionskosten dieser Institutionen zu decken.⁷⁴ Auch für Investment-Fonds gilt:

72 Vgl. dazu den Beitrag von Philip Manow in diesem Band.

73 Vgl. dazu die Beiträge von Stefan Hradil und Cornelia Weins in diesem Band.

74 Vgl. dazu die Untersuchung von Lakonishok et al. (1992). Im *Durchschnitt* erzielen die Investment-Fonds Erträge, die geringer sind als die Erträge, die eine Anlegerin erhalten würde, wenn sie nur in einen Aktien-Index investierte (z.B. S&P oder DAX). Davon müssen noch die Gebühren der Money-Manager abgezogen werden. Die Autoren kommen zu der Schlussfolge-

„Jede Organisation hat ... ein vorrangiges Ziel: das Bestreben, zunächst einmal sich selbst zu erhalten“ (Galbraith 1970: 162).

- Die Kontrolle, die Investment-Fonds über die Unternehmen ausüben, ist abstrakt, anonym und sachlich, d.h. sie erscheint nicht als persönliche Abhängigkeit, sondern sie ist durch anonyme und globale Marktkräfte vermittelt. Aber die Kontrolleure unterliegen dem gleichen Kontrollmechanismus, den sie auf die Manager der großen Aktiengesellschaften anwenden. Auch für Investment-Fonds, die in der Konkurrenz um höchstmögliche Rendite zurückfallen, gilt das Prinzip: „*Fix it, sell or close.*“ Die Kontrolleure reproduzieren in ihren Handlungen ein System, in dem sie als Akteure selbst kontrolliert werden. „Ihre eigne gesellschaftliche Bewegung besitzt für sie die Form einer Bewegung von Sachen, unter deren Kontrolle sie stehen, statt sie zu kontrollieren“ (Marx 1970a: 89).

Anhang

Glossar

Golden parachute: Damit wird eine vertragliche Abmachung in den Arbeitsverträgen des Top-Management bezeichnet, die vorsieht, dass die Top-Manager im Falle einer (feindlichen) Übernahme eine hohe Abfindung erhalten.

Greenmail: Im ersten Schritt erwirbt ein „unfreundliches“ Unternehmen einen relativ hohen Anteil der Aktien eines Zielunternehmens (*target firm*). Der Aktienanteil muss so hoch sein, dass die angedrohte feindliche Übernahme „glaubhaft“ ist. Im zweiten Schritt zwingt das unfreundliche Unternehmen das Management des Zielunternehmens, diese Aktien zu einem deutlich höheren Kurs zurückzukaufen (um einer feindlichen Übernahme zu entgehen). Geschädigt werden die Aktionäre des Zielunternehmens, da die Prämie, die das unfreundliche Unternehmen fordert, den Gewinn und damit die Dividende schmälert.

Investment Stile:

- *Momentum investor:* Diese Investoren folgen dem Markt-Trend. Sie kaufen Aktien, deren Kurs in einer zurückliegenden Periode gestiegen ist. Sie verkaufen Aktien, deren Kurs in einer zurückliegenden Periode gefallen ist. Tendenziell verstärken „*momentum investors*“ einen Markttrend. *Daytrader* betreiben eine extreme Form von Momentum-Investment.
- *Aggressive growth/growth:* Die Fonds-Managerin kauft die Aktien von Unternehmen, die in der Gegenwart wenig/keinen Gewinn melden, und zwar in der Erwartung, dass der Umsatz und damit der Gewinn dieser Unternehmen in der Zukunft schnell wachsen werden. Diese Anlage-Fonds sind mit einem hohen Risiko belastet.
- *Value:* Die Fonds-Managerin kauft überwiegend Aktien von Unternehmen, die in den führenden Indizes notiert sind (z.B. Dax) und die ein relativ niedriges Kurs-Gewinn-Verhältnis (*price-earnings ratio*) haben.
- *Income:* Die Fonds-Managerin kauft Aktien von Unternehmen, die eine hohe Dividenden-Rendite haben. Diese Fonds legen vor allem Wert auf eine kontinuierliche Gewinnausschüttung.

rung: „These results suggest that ... active money management subtracted rather than added value“ (Lakonishok et al. 1992: 349).

- Poison pill*: Damit wird eine Strategie bezeichnet, die das Management nutzt, um feindliche Übernahmen abzuwehren. Den Aktionären wird z.B. die Option eingeräumt, zusätzliche Aktien des Unternehmens zu einem niedrigen Kurs kaufen zu können. Von dieser Option wird der feindliche Übernehmer (*raider*) ausgeschlossen. Auf diese Weise wird die Anzahl der Aktien erhöht, die ein „*raider*“ kaufen muss, um das Unternehmen kontrollieren zu können.
- Short selling*: Der Spekulant „leiht“ sich eine Aktie, die ihm nicht gehört und verkauft sie. Er spekuliert auf fallende Kurse und hofft, die Aktie zu einem späteren Zeitpunkt zu einem niedrigeren Kurs kaufen und dann zurückgeben zu können. „Short selling“ ist also eine Baisse-Spekulation und kann den Kurs einer Aktie nach unten treiben.
- Spread*: Die Differenz zwischen dem Ankaufs- und Verkaufspreis einer Aktie (oder einer Währung) an der Börse.

Literatur

- Aglietta, Michel*, 2001: Systèmes financiers et régimes de croissance. *Revue d'économie financière* 61: 1–34.
- Baker, Tom* (Hg.), 2002: *Embracing Risk: The Changing Culture of Insurance and Responsibility*. Chicago: University of Chicago Press.
- Beck, Thorsten*, und *Ross Levine*, 2002: Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank-based System Matter? *Journal of Financial Economics* 64: 147–180.
- Berle, Adolf*, und *Gardiner Means*, 1997 [1932]: *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan.
- Clement, Michael*, und *Tse Senyo*, 2005: Financial Analyst Characteristics and Herding Behavior in Forecasting. *Journal of Finance* 60: 307–341.
- Cooley, Charles H.*, 1967 [1902]: *The Human Nature and the Social Order*. New York: Schocken.
- Crozier, Michel*, 1963: *Le phénomène bureaucratique*. Paris: Seuil.
- Davis, Gerald*, und *Suzanne Stout*, 1992: Organization Theory and the Market for Corporate Control. *Administrative Science Quarterly* 37: 605–633.
- Deutsche Bundesbank*, 2001: Die neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung (Basel II). Monatsbericht April 2001: 15–44.
- DiMaggio, Paul*, und *Walter Powell*, 1983: The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields. *American Sociological Review* 48: 147–160.
- Fama, Eugene*, 1991: Efficient Capital Markets: II. *Journal of Finance* 46: 1575–1617.
- Froot, Kenneth* et al., 1992: Shareholder Trading Practices and Corporate Investment Horizons. *Journal of Applied Corporate Finance* 6: 42–58.
- Galbraith, John K.*, 1970: *Die moderne Industriegesellschaft*. München: Droemer.
- Gompers, Paul*, und *Andrew Metrick*, 2001: Institutional Investors and Equity Prices. *The Quarterly Journal of Economics* 116: 229–259.
- Hall, Brian*, und *Kevin Murphy*, 2000: Optimal Exercise Prices for Executive Stock Options. Cambridge (Mass.): National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 7548.
- Hall, Peter*, und *David Soskice*, 2001: *Varieties of Capitalism*. Oxford: Oxford University Press.
- Hawley, James*, und *Andrew Williams*, 1996: *Corporate Governance in the United States: The Rise of Fiduciary Capitalism*. Graduate Business School, Saint Mary's College of California. Working Paper.
- Hayek, Friedrich*, 1945: The Use of Knowledge in Society. *The American Economic Review* 35: 519–530.
- Hayek, Friedrich*, 1976: *Individualism and Economic Order*. London: Routledge & Kegan.
- Hellwig, Martin*, 1998: Banks, Markets, and the Allocation of Risks in an Economy. *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 154: 328–345.
- Hickson, David* et al., 1971: A Strategic Contingencies' Theory of Intraorganizational Power. *Administrative Science Quarterly* 16: 216–229.
- Hilferding, Rudolf*, 1955 [1910]: *Das Finanzkapital*. Berlin: Dietz Verlag.

- Hilferding, Rudolf*, 1915: *Arbeitsgemeinschaft der Klassen? Der Kampf* 8: 321–329.
- Hirschman, Albert*, 1970: *Exit, Voice, and Loyalty*. Cambridge: Harvard University Press.
- Hong, Harrison*, und *Jeffrey Kubik*, 2003: Analyzing the Analysts: Career Concerns and Biased Earnings Forecasts. *Journal of Finance* 58: 313–351.
- Hotchkiss, Edith*, und *Deon Strickland*, 2003: Does Shareholder Composition Matter? Evidence from the Market Reaction to Corporate Earnings Announcements. *Journal of Finance* 58: 1469–1498.
- Jürgens, Ulrich* et al., 2000: Shareholder Value in an Adverse Environment: The German Case. *Economy and Society* 29: 54–79.
- Kaneda, Mitsuhiro*, und *Akihiko Matsui*, 2003: Do Profit Maximizers Maximize Profit? School of Foreign Service, Georgetown University. Washington, DC. Working Paper.
- Kaufman, Allen*, und *Ernest Englander*, 1993: Kohlberg Kravis Roberts & Co. and the Restructuring of American Capitalism. *Business History Review* 67: 52–97.
- Keynes, John Maynard*, 1970 [1936]: *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. London: Macmillan.
- Kini, Omesh* et al., 2004: The Nature of Discipline by Corporate Takeovers. *Journal of Finance* 59: 1511–1552.
- Kotz, David*, 1978: *Bank Control of Large Corporations in the United States*. Berkeley: University of California Press.
- Lakonishok, Josef* et al., 1992: The Structure and Performance of the Money Management Industry. *Brookings Papers on Economic Activity (Microeconomics)*: 339–391.
- La Porta, Rafael* et al., 1998: Law and Finance. *Journal of Political Economy* 106: 1113–1155.
- Lindblom, Charles*, 2001: *The Market System*. New Haven: Yale University Press.
- Luhmann, Niklas*, 1977: Interpenetration: Zum Verhältnis personaler und sozialer Systeme. *Zeitschrift für Soziologie* 6: 62–76.
- Luhmann, Niklas*, 1990: *Ökologische Kommunikation*. Opladen: Westdeutscher Verlag.
- Marsh, Paul*, 1991: Market Assessment of Company Performance. S. 66–98 in: *Nicholas Dimsdale und Martha Prevezer* (Hg.), *Capital Markets and Corporate Governance*. Oxford: Clarendon Press.
- Marx, Karl*, 1970a [1867]: *Das Kapital*, Band 1. Berlin: Dietz Verlag (MEW Bd. 23).
- Marx, Karl*, 1970b [1894]: *Das Kapital*, Band 3. Berlin: Dietz Verlag (MEW Bd. 25).
- Miller, Merton*, 1990: Leverage. *Economic Sciences (Nobel Lectures, Sveriges Riksbank)*: 291–300.
- Mintz, Betz*, und *Michael Schwartz*, 1985: *The Power Structure of American Business*. Chicago: The University of Chicago Press.
- Modigliani, Franco*, und *Merton Miller*, 1958: The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review* 48: 261–297.
- Offe, Claus*, und *Helmut Wiewenthal*, 1980: Two Logics of Collective Action. *Political Power and Social Theory* 1: 67–115.
- Olson, Mancur*, 1965: *The Logic of Collective Action*. Cambridge: Harvard University Press.
- Pound, John*, 1992: The Rise of the Political Model of Corporate Governance and Corporate Control. Working Paper. Harvard University.
- Shiller, Robert*, 2000: *Irrational Exuberance*. Princeton: Princeton University Press.
- Simon, Herbert*, 1978: Rational Decision-Making in Business Organizations. *Economic Sciences (Nobel Lectures, Sveriges Riksbank)*: 343–370.
- Smith, Adam*, 1991 [1776]: *The Wealth of Nations*. New York: Knopf.
- Strulik, Torsten*, 2000: Funktionen und Folgen privater Rating-Agenturen im Kontext der Regulierung globaler Finanzmärkte. *Soziale Welt* 51: 443–462.
- Wahal, Sunil*, 1996: Pension Fund Activism and Firm Performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31: 1–23.
- Weber, Max*, 1964: *Wirtschaft und Gesellschaft*. Köln: Kiepenheuer & Witsch.
- Wedderburn, Kenneth*, 1985: The Legal Development of Corporate Responsibility: For Whom Will Corporate Managers Be Trustees? S. 3–54 in: *Klaus Hopt und Gunther Teubner* (Hg.), *Corporate Governance and Directors' Liabilities*. Berlin: de Gruyter.

- Wehler, Hans-Ulrich*, 1974: Der Aufstieg des Organisierten Kapitalismus und Interventionsstaates in Deutschland. S. 36–57 in: *Heinrich August Winkler*, Organisierter Kapitalismus. Göttingen: Vandenhoeck & Ruprecht.
- Wellhöner, Volker*, 1989: Großbanken und Großindustrie im Kaiserreich. Göttingen: Vandenhoeck & Ruprecht.
- Williamson, Oliver*, 1988: Corporate Finance and Corporate Governance. *Journal of Finance* 43: 567–591.
- Windolf, Paul*, 2002: Corporate Networks in Europe and the United States. Oxford: Oxford University Press.
- Windolf, Paul*, 2003: Korruption, Betrug und Corporate Governance in den USA: Anmerkungen zu Enron. *Leviathan* 31: 185–218.
- Wixforth, Harald*, 1995: Banken und Schwerindustrie in der Weimarer Republik. Köln: Böhlau.