

Revidierte Fassung: Juli 2008

# Eigentümer ohne Risiko

## Die Dienstklasse des Finanzmarkt-Kapitalismus

1. Eine neue Dienstklasse
  2. Investment- und Pensionsfonds in den USA
  3. Die Auflösung der Deutschland AG
  4. Trade-off zwischen Rendite und Risiko
  5. Diversifizierung und Portfolio-Bildung
  6. Short-termism
  7. Leverage
  8. Das Prinzipal-Agent Problem und gesetzliche Regulierung
  9. Schlussfolgerungen
- Anhang. Fallstudie (Carlyle)  
Literaturverzeichnis

Prof. Dr. Paul Windolf  
Fachbereich IV/Soziologie  
Universität Trier  
54286 Trier

Windolf@uni-trier.de  
Tel. 0651-2012703

Wörter: 10.800; Zeichen (mit Leerzeichen): 81.200

## **Zusammenfassung**

Auf den globalen Finanzmärkten hat sich eine neue Funktions-Elite ausdifferenziert, die hier als die Dienstklasse des Finanzmarkt-Kapitalismus bezeichnet wird. Zu dieser Dienstklasse gehören Investment-, Pensions- und Hedge-Fonds Manager, Investment-Banker und Analysten. Als Kollektiv kann diese Elite die börsennotierten Unternehmen kontrollieren (Eigentumsrechte). Ihre Erwerbchancen steigen in dem Umfang, wie es ihr gelingt, den materiellen Vermögensbestand einer Gesellschaft in Wertpapiere zu transformieren (securitization). Die Dienstklasse erfüllt eine Reihe von Funktionen: Finanz-Kontrolle der Unternehmen (shareholder value), globale Diversifizierung und Risikostreuung, Diffusion von Informationen (Transparenz der Märkte), Steigerung der Rendite durch "Leverage" (Kredite). Die Fonds-Manager stehen in Konkurrenz gegeneinander um immer höhere Rendite. Höhere Rendite sind aber mit höheren Risiken verbunden. Damit steigt die Volatilität (Risiko) des Gesamtsystems. Finanzmarktkrisen sind keine "exogenen Schocks", sondern sie werden endogen und rezidivierend durch die Finanzdienstklasse selbst produziert.

## 1. Eine neue Dienstklasse

Unterschiedliche Typen des Kapitalismus können sowohl aus einer synchronen als auch aus einer diachronen Perspektive analysiert werden. Im ersten Fall vergleichen wir die Institutionen des Kapitalismus in verschiedenen Ländern zu einem bestimmten Zeitpunkt. Dabei wird deutlich, dass der "capitalism à la française" sich von der Deutschland AG unterscheidet und dass diese "rheinischen" Typen einen Gegenpol zum angelsächsischen Kapitalismus bilden (Albert 1992, 2001). Aus der historischen Perspektive werden Entwicklungsstufen und Prozesse des sozialen Wandels sichtbar. Auf den Familienkapitalismus folgte der Managerkapitalismus und dieser wird abgelöst durch einen neuen Typus, der in den angelsächsischen Ländern als "shareholder value capitalism" und hier als "Finanzmarkt-Kapitalismus" (FMK) bezeichnet wird (Windolf 2005).

Die Analysen, die in den folgenden Abschnitten präsentiert werden, sind auf die diachrone Perspektive bezogen. Es geht um die Frage, ob die ökonomische Funktions-Elite des Managerkapitalismus durch eine neue Elite abgelöst wird, die sich an den Rationalitätskriterien globaler Finanzmärkte orientiert. Damit wird ein Problem des sozialen Wandels und der Transformation der Sozialstruktur thematisiert.

Auf der Stufe des Managerkapitalismus haben Taylorismus und Fordismus zur Ausdifferenzierung einer Manager-Klasse geführt, deren Ethos in der technischen Rationalisierung des Industriebetriebes begründet war. Diese Form der Rationalität fand ihren materiellen Ausdruck in der Zeitmessung, im Fließband und in der technischen Beherrschung des Produktionsprozesses. Galbraith (1967) hat die Manager-Klasse als "*Technostructure*" bezeichnet, deren Legitimation in technischem Expertentum und bürokratischer Positionsmacht begründet war.

Analog dazu wird argumentiert, dass sich auf der Stufe des Finanzmarkt-Kapitalismus ebenfalls eine ökonomische Elite ausdifferenziert - eine neue "Dienstklasse",<sup>1</sup> deren Ethos sich an den Kriterien der *formalen* Rationalität<sup>2</sup> und am *shareholder value* orientiert. Die Manager werden gezwungen, die Strategien und die interne Organisation der Unternehmen an der operatorischen Logik der Finanzmärkte auszurichten (Jürgens et al. 2000). Zur neuen Funktions-Elite gehören Finanzökonom, Analysten, Rating-Experten, Broker, Wechselkurs-Manager, Finanzmarkt-Juristen, Fonds-, Money- und Private-Equity Manager, Investment-Banker - also jene

---

<sup>1</sup> Zum Begriff der "service class" (higher-grade professionals) vgl. Erikson/Goldthorpe (1992: 35-39); Wright (1997: 23-25). Der Begriff "*Dienstklasse*" schließt an die Mobilitätsforschung der 1980er Jahre an und weist darauf hin, dass im Regime des FMK viele Positionen in der (oberen) Dienstklasse geschaffen werden, die Aufstiegsmobilität ermöglichen (Strukturmobilität). Der Begriff "*ökonomische Funktions-Elite*" verweist auf die spezifischen Funktionen, die Fonds-Manager für das Regime des FMK erbringen (z.B. Risikostreuung).

<sup>2</sup> In diesem Kontext verstehen wir unter "formaler Rationalität", dass alle ökonomischen Operationen an zwei Kriterien gemessen werden: Rendite und Risiko. Vgl. dazu Weber (1956: 60f.).

große Gruppe von Fonds-Managern und Professionals, deren Erwerbschancen von Finanztransaktionen auf globalen Finanzmärkten abhängen. Die neue Dienstklasse ist zu einer dominanten Fraktion der ökonomischen Elite geworden.<sup>3</sup>

Eine wichtige *Machtressource* dieser ökonomischen Elite sind Eigentumsrechte an den großen Aktiengesellschaften. Als Kollektiv verfügen die Fonds über die Option "voice": Sie können das Führungspersonal der Unternehmen auswählen und unternehmerische Entscheidungen beeinflussen. Es ist ihnen gelungen, den Unternehmen die Prinzipien der Unternehmensverfassung (corporate governance) zu diktieren, die sich weitgehend an ihren Interessen als Eigentümer ausrichten (shareholder value).

Die Markt- und *Erwerbschancen* der neuen Dienstklasse beruhen darauf, dass sie tendenziell *alle* Vermögensbestände einer Gesellschaft in Wertpapiere transformiert (securitization).<sup>4</sup> Damit wird das materielle Vermögen einer Gesellschaft als fiktives Kapital verdoppelt und zum Objekt globaler Spekulation.<sup>5</sup> Mittelständische Familienunternehmen können von Private Equity ebenso "kapitalisiert" und dem Regime der Finanzmärkte unterworfen werden wie dies für die *zukünftigen* Einnahmen eines Pop-Stars möglich ist. Ein weiteres Beispiel liefert das Kreditgeschäft. Banken bündeln hunderte von Krediten, die sie an ihre Kunden vergeben haben, in sog. *collateralized loan obligations* (CLO) und verkaufen diese synthetischen Produkte auf globalen Finanzmärkten an Hedge- und Pensionsfonds. Damit wird der Kredit quasi "verdoppelt": Als Wertpapier (CLO) ist er jetzt liquide; sein Preis wird täglich festgestellt; er kann jederzeit weiterverkauft werden.

Die Tendenz, die Vermögensbestände einer Gesellschaft in Wertpapiere zu transformieren; eine professionalisierte Informationsbeschaffung, die die Transparenz von Unternehmen, Märkten und Akteuren erhöht; die globale Diversifizierung von Risiken und eine jederzeit messbare globale Profitrate - führen zu einer beschleunigten *formalen Rationalisierung* des gesamten ökonomischen Systems. Alle Operationen der Ökonomie können jetzt an den Standards eines globalen Finanzmarktes gemessen werden, zu denen vor allem zwei Parameter gehören: Risiko und Ertrag.

Das Regime des FMK beschleunigt jedoch nicht nur die formale Rationalisierung des Systems, es produziert auch seine eigenen Rationalitätsschranken in Form von nicht-intendierten Handlungsfolgen. Boudon (1979) hat am Beispiel des französischen Bildungssystems die "perversen Effekte" der Bildungsexpansion analysiert. Die Konkurrenz treibt die Individuen zu immer höheren Bildungsabschlüssen. Die dadurch ausgelöste Bildungsexpansion entwertet jedoch das Bildungskapital. Die kumulierten Effekte individueller Handlungsstrategien führen auf der Makro-Ebene zu

---

<sup>3</sup> Vgl. dazu Bourdieu (1979: 140f.): "fraction dominante de la classe dominante".

<sup>4</sup> Durch "securitization" werden materielle, nicht liquide Vermögenswerte in handelbare, liquide Wertpapiere transformiert (z.B. Aktien, Futures). Vgl. dazu Shiller (2003b: 5ff.).

<sup>5</sup> Zum Begriff des "fiktiven Kapitals" vgl. Marx (1970: 484f.) und Hilferding (1955: Kapitel VII).

Konsequenzen, die die Intentionen der Individuen konterkarieren. In den folgenden Abschnitten wird gezeigt, dass die Konkurrenz auf den Finanzmärkten "perverse Effekte" produziert, die nicht zu einem Gleichgewicht, sondern zu einer erhöhten Volatilität und Krisenanfälligkeit des Finanzsystems führen.

Die Konkurrenz zwingt die Investment- und Hedge-Fonds, ihren Kunden hohe Renditen zu versprechen. Die Fonds-Manager übertragen diesen Konkurrenzdruck auf die Unternehmen und fordern von diesen immer höhere Gewinne (shareholder value). Höhere Erträge können jedoch nur um den Preis höherer Risiken erzielt werden (Abschnitt 4). Auf der Makro-Ebene erhöht sich damit langfristig die Volatilität des Finanzsystems (periodisch wiederkehrende Finanzmarkt-Krisen).

Die Finanzdienstklasse versucht, diese Risiken zu diversifizieren. Aber das *Markt*-risiko kann nur durch *globale* Anlagestrategien reduziert werden (Abschnitt 5). Die Tendenz, Investitionen über viele Länder zu streuen und in globalen Finanzmärkten zu diversifizieren, erhöht jedoch für das Gesamtsystem wieder das Risiko. Ein US-Fonds, der in koreanische, argentinische und russische Firmen investiert, erhöht damit sein Risiko, weil er über diese entfernten Wirtschaftsräume nur unzureichende Informationen besitzt. Weiterhin werden durch globale Investitions-Strategien die großen Finanzzentren miteinander vernetzt (New York, London, Japan). Krisen, die in einer Region ausbrechen, breiten sich über diese Netzwerke sehr schnell global aus.

Finanzmarktkrisen werden nur selten *exogen* durch sog. "Schocks" verursacht (z.B. durch explodierende Ölpreise oder Terroranschläge). In den meisten Fällen werden sie *endogen* durch die Finanzmarkt-Akteure selbst produziert (z.B. Enron, US-Immobilienkrise). Finanzmarkt-Krisen sind Beispiele für perverse Effekte, die durch die konkurrenzgetriebenen Strategien der Finanzdienstklasse erzeugt werden.

Die Finanzdienstklasse verfolgt eine Doppelstrategie: Sie versucht einerseits, die Rentabilität ihrer Investitionen permanent zu steigern; sie versucht andererseits, die damit verbundenen Risiken auf globalen Märkten zu *externalisieren*. Die dynamischen Wirkungen der Konkurrenz und die dadurch ausgelösten nicht-intendierten Handlungsfolgen auf der Makro-Ebene werden in den folgenden Abschnitten genauer analysiert.

## **2. Investments- und Pensionsfonds in den USA**

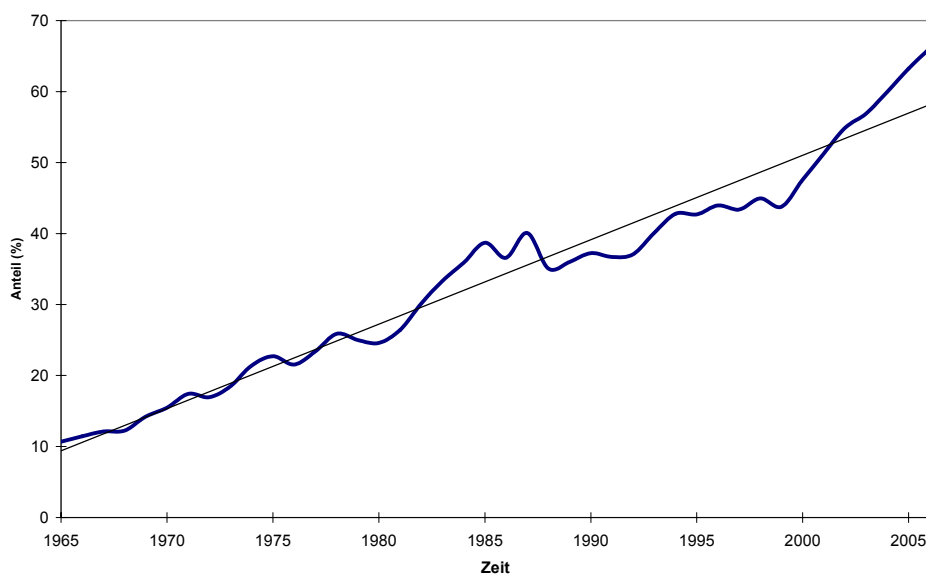
Den Kern der Finanzdienstklasse bildet das Führungspersonal der Investment-, Pensions- und Hedge-Fonds. Sie sind die neuen Eigentümer, die in den USA zwei Drittel des Aktienkapitals besitzen. Damit wird die Trennung zwischen Eigentum und Kontrolle, die ein zentrales Merkmal des Managerkapitalismus war, *tendenziell* aufgehoben. 1965 betrug der Anteil der Aktien im Eigentum der Fonds 10,5%, bis 2005 ist er auf 66,1% gestiegen (Abbildung 1). Im FMK verstärkt sich die Tendenz,

dass Privatanleger ihr Vermögen nicht mehr selbst investieren, sondern auf die Kompetenz der Fonds-Manager vertrauen. Die Entscheidung, welche Wertpapiere gekauft/verkauft werden, wird an intermediäre Finanzinstitutionen delegiert und damit professionalisiert.

Mit dem Eigentumstitel sind uneingeschränkte Verfügungsrechte über das Eigentum verbunden. Die Fonds sind keine Stellvertreter (proxies), und sie verwalten auch keine Depotstimmrechte. Sie verfügen über originäres Eigentum und können alle Rechte geltend machen, die das Aktienrecht den Aktionären einräumt.

Die Fonds halten an einzelnen Aktiengesellschaften nur kleine Anteile (1-3%). Damit bleiben sie liquide und können ihre Anteile jederzeit verkaufen. Man kann jedoch eine Konzentration der Anteile bei den großen Fonds beobachten: Die 20 größten Fonds besitzen im Durchschnitt 40% des Aktienkapitals der 1000 größten US-Aktiengesellschaften. Sie bilden eine "kleine Gruppe", die ihr Verhalten koordinieren kann.<sup>6</sup> Als *Kollektiv* kontrollieren die Fonds die Hauptversammlungen der US-Aktiengesellschaften, und sie können Vetorechte bei der Besetzung von Führungspositionen ausüben.<sup>7</sup>

### Abbildung 1: Anteil der US-Fonds am Aktienvermögen



Das Aktienvermögen, über das die US-Haushalte verfügen, betrug 1965 689,7 Mrd. \$; davon befanden sich 10,7% im Eigentum der Fonds; bis 2006 ist es auf 16382,1 Mrd. \$ gestiegen; davon befanden sich 66,1% im Eigentum der Fonds. Die Abbildung zeigt auch die Trendlinie.  
Quelle: Federal Reserve Board, Statistics and Historical Data, Flow of Funds Accounts of the United States, Z.1, 1965-2006, jeweils p. 109; eigene Berechnungen.

<sup>6</sup> Zu den strategischen Optionen der "kleinen Gruppe" vgl. Olson (1971: chapter I D); zur Konzentration des Fondsbesitzes vgl. Hotchkiss/Strickland (2003: 1474).

<sup>7</sup> Vgl. dazu Berle (1958: 1212): "'Control' may be defined as the capacity to choose directors."

Die Fonds-Manager nutzen ihre Eigentumsrechte, um die Struktur (corporate governance) und die Strategie der Unternehmen zu beeinflussen:

- Die Fonds haben Richtlinien über *corporate governance* vereinbart, die sie für das Management verpflichtend machen. Darin schreiben sie z.B. vor, dass der *Board of Directors* aus externen und unabhängigen Direktoren bestehen soll.<sup>8</sup>
- Die Fonds-Manager greifen in der Regel nicht direkt in das operative Geschäft der Aktiengesellschaften ein, d.h. sie übernehmen *nicht* die unternehmerische Funktion. Aber sie definieren Prinzipien, an denen Manager ihre Entscheidungen orientieren müssen. Dazu gehören z.B. die Konzentration auf das Kerngeschäft und die Forderung, alle unternehmerischen Entscheidungen ausschließlich am "shareholder value" auszurichten.
- Einen starken Einfluss üben Fonds-Manager durch das sog. "*bench marking*" aus: Alle Unternehmen, an denen der Fonds Anteile hält, werden an den Top-Unternehmen des jeweiligen Wirtschaftssektors gemessen. Es wird eine Ertragsrate (return on equity) definiert, die ein Unternehmen erreichen muss und die sich in vielen Wirtschaftssektoren inzwischen der Marke von 15-20% nähert. Jeder Geschäftszweig eines Konzerns muss diese Ertragsrate erreichen. Zweigwerke, die dieses Ziel über mehrere Jahre verfehlen, werden geschlossen oder verkauft. Die Forderung der Fonds-Managerin lautet: "Fix it, sell or close."<sup>9</sup>

Die Fonds-Manager verfügen über Sanktionsinstrumente, um ihre Forderungen durchzusetzen (credible threats). Zunächst gilt die *Golden Wall Street Rule*: Manager, die sich den Richtlinien zur *corporate governance* widersetzen oder die erwartete Profitrate verfehlen, werden durch Aktienverkauf und sinkende Kurse abgestraft (exit). Die Fonds-Manager nutzen aber auch Voice-Strategien. Der größte Pensions-Fonds in den USA (CaLPERS) publiziert in jedem Jahr eine "focus list", in der bis zu zwanzig ineffiziente Manager (underperformer) an den Pranger gestellt werden. Diese negative Publizität führt zu Kursverlusten und wird von Managern gefürchtet.<sup>10</sup>

---

<sup>8</sup> Eine Forderung von CaLPERS lautet z.B.: "Commit to 100% independent directors on the Audit, Compensation and Nominating Committees." Quelle: <http://www.calpers-governance.org/alert/focus/2003/default.asp> (5.5.08) Eine Übersicht über die Forderungen, die die Pensions-Fonds in den USA aufgestellt haben, findet sich in Useem (1996: 54ff.).

<sup>9</sup> Daniela Bergholdt, Vertreterin der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz Quelle: [http://boerse.ard.de/key=dokument\\_79411](http://boerse.ard.de/key=dokument_79411) (Februar 2005). BenQ - eine Tochtergesellschaft von Siemens - ist ein Beispiel für "sell" - und dann "close" (Herbst 2006); das Zweigwerk von Nokia in Bochum ist ein Beispiel für "close" (Sommer 2008).

<sup>10</sup> "The California Public Employees Retirement System (CaLPERS) named 11 companies to its annual list of underperformers, singling them out for their poor stock performance and resistance to changes in their corporate governance practices." Quelle: Corporate Accountability Report, Vol. 5, no. 12, 23.3.2007. Eine Liste mit Unternehmen und detaillierten Forderungen findet sich für 2003 in: <http://www.calpers-governance.org/alert/focus/2002/default.asp> (5.3.08)

Die Fonds-Gesellschaften konkurrieren um das liquide Vermögen des Publikums. In jedem großen Supermarkt in den USA liegen in der Nähe der Kasse Finanz-Ratgeber aus, in denen die Renditen publiziert werden, die die US-Investment-/Pensionsfonds während der vergangenen Jahre erzielt haben (ranking). Verschiedene Untersuchungen zeigen, dass Fonds, die im Ranking aufsteigen, mehr Fonds-Anteile verkaufen können (Lakonishok et al. 1992: 367).

### 3. Die Auflösung der Deutschland AG

In den USA verlief die historische Entwicklung von einem fragmentierten Eigentum bei Kleinaktionären (Streubesitz) hin zu einem relativ konzentrierten Eigentum bei den Fonds (Abbildung 1). In Deutschland verläuft die Entwicklung gegenläufig: Von einem hoch konzentrierten Eigentum in den Händen der Konzerne (Deutschland AG) zu einem relativ dezentralen Eigentum bei den neuen Eigentümern (Fonds).<sup>11</sup>

Tabelle 1 dokumentiert für Deutschland zunächst drei Tendenzen: Das liquide Vermögen, über das die Haushalte verfügen, ist stark angestiegen. Die Formen, in denen dieses Vermögen angelegt wird, haben sich verändert. Im Vergleich zu den USA spielt das Vermögen, das in Aktien/Fonds investiert wird, eine untergeordnete Rolle.

**Tabelle 1: Geldvermögen und Anlageformen 1991-2005 (Deutschland)**

	Vermögen/Anlagen	1991	2000	2002	2005
(1)	Banken (lang) (%)	15,3	8,7	8,2	6,8
(2)	Versicherungen (%)	19,9	24,0	26,1	25,9
(3)	Aktien (%)	6,3	11,9	4,9	6,6
(4)	Fonds (%)	4,2	11,4	11,6	12,1
(5)	Brutto-Vermögen in Mrd € (= 100%)	2014	3603	3672	4260
(6)	Netto/Haushalt (€)	33.700	54.900	54.900	68.500
(7)	In % des verfügbaren Einkommens	117,9	156,6	151,2	180,8

Quelle: Deutsche Bundesbank (2006: 27), eigene Berechnungen. Die Zeilen 1-4 addieren sich spaltenweise nicht zu 100%, weil nur ausgewählte Anlageformen berücksichtigt wurden.

Tabelle 1 (Zeile 5) zeigt das Brutto-Geldvermögen, über das die Bundesbürger insgesamt verfügen. Es stieg von 2014 Mrd. € (1991) auf 4260 Mrd.€ im Jahre 2005. Der obere Teil der Tabelle zeigt die prozentuale Verteilung dieses Vermögens auf ausgewählte Anlageformen. Die langfristigen Anlagen bei Banken (Sparbuch, Termingeld) haben in diesem Zeitraum von 15,3% auf 6,8% abgenommen (Zeile 1); der Anteil, der bei (Lebens)Versicherungen platziert wurde, stieg von 19,9% auf 25,9% (Zeile 2). Anlagen in Aktien stiegen bis 2000 auf 11,9% und gingen nach dem Börsen-Crash von 2001 auf 4,9% zurück. Der Anteil, der (Investment)-Fonds zur Verfügung gestellt

<sup>11</sup> Vgl. dazu Windolf (2002); Höpner (2000).



wurde, stieg von 4,2 auf 12,1%. Die Zeitreihe lässt erkennen, dass der Börsen-Crash den Anteil des Vermögens, der in Fonds eingezahlt wurde, nicht reduziert hat. Zeile 6 zeigt das Netto-Geldvermögen, über das die Haushalte im Durchschnitt verfügen.<sup>12</sup> Es stieg von 33.700 € (1991) auf 68.500 € (2005). In Zeile 7 wird das Netto-Geldvermögen auf das verfügbare Einkommen bezogen: 1991 betrug das Netto-Geldvermögen eines durchschnittlichen Haushalts 117,9% des verfügbaren Einkommens, bis 2005 ist es auf 180,8% gestiegen.<sup>13</sup>

Zeile 7 zeigt das Ansteigen des Geldvermögens in einer immer reicher werdenden Gesellschaft; zwischen 1991 und 2005 ist es jährlich um 3,8% gewachsen. Die älteren (Nachkriegs)Kohorten ziehen sich aus unternehmerischen Funktionen zurück und leben von den Erträgen ihres Vermögens. Viele Erben großer Vermögen üben keine Unternehmer- oder Manager-Funktionen mehr aus, sondern sind zu Rentiers geworden. Sie übergeben ihren in Wertpapiere transformierten Reichtum an die Finanzdienstklasse, die das mit diesem Vermögen verbundene Risiko in (globalen) Fonds diversifiziert.

Verglichen mit den USA wird in Deutschland ein deutlich geringerer Anteil des liquiden Vermögens in Fonds investiert (2005: 12,1%). Dieser Anteil spiegelt allerdings nicht den tatsächlichen Einfluss wider, den Fonds auf deutsche Aktiengesellschaften ausüben. Mit der Auflösung der Kapitalverflechtungen (Deutschland AG) ist ein Machtvakuum entstanden, in das vor allem ausländische Fondsgesellschaften eindringen. Dazu das folgende Fallbeispiel:

Bis Ende der 1990er Jahre befand sich die Deutsche Börse im Besitz der deutschen Privatbanken und Sparkassen; danach haben die deutschen Banken schrittweise diese Beteiligungen verkauft. Seit 2004 befindet sich die Deutsche Börse zu mehr als 90% im Besitz von Investment-/Pensions- und Hedge-Fonds. Im Frühjahr 2005 haben drei ausländische Fonds, die insgesamt 18% des Aktienkapitals der Deutschen Börse halten, ihr Verhalten koordiniert (acting in concert) und das amtierende Management zum Rücktritt gezwungen. Die Deutsche Börse musste ihren Plan, die London Stock Exchange zu übernehmen, aufgeben (vgl. dazu Windolf 2005: 10f.).

Jeder einzelne Investment-Fonds hält nur geringe Anteile an den großen Aktiengesellschaften und überschreitet in der Regel nicht die Schwelle zur Meldepflicht.<sup>14</sup> Daher kann der Anteil, den sie *insgesamt* an deutschen Aktiengesellschaften halten, nur geschätzt werden. Thomson Capital Research hat im Dezember 2007 eine Erhebung unter den 30 DAX Unternehmen durchgeführt. Danach halten deutsche

---

<sup>12</sup> Definition: Brutto-Geldvermögen - Verbindlichkeiten (z.B. Kredite) = Netto-Geldvermögen.

<sup>13</sup> Das Netto-Geldvermögen wird auf das verfügbare Einkommen bezogen und ist daher (annähernd) inflationsbereinigt.

<sup>14</sup> Die Schwellen zur Meldepflicht liegen bei 3%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50%, 75%. Vgl. § 21 WpHG.

Fonds-Gesellschaften 21% des Aktienkapitals der 30 DAX Unternehmen, ausländische Fonds halten 54%, davon sind 18% im Besitz von US-Fonds.<sup>15</sup> Die *großen* deutschen Aktiengesellschaften (DAX) werden also inzwischen überwiegend von ausländischen Fonds kontrolliert.<sup>16</sup>

In den folgenden Abschnitten werden die Konsequenzen, die sich aus der neuen Eigentümerstruktur ergeben, an drei Beispielen erläutert. In Abschnitt 4 wird der trade-off zwischen Risiko und Ertrag analysiert; in Abschnitt 5 werden die Diversifizierung des Risikos und die Globalisierung der Anlagestrategien erläutert; in Abschnitt 7 wird gezeigt, wie die Rentabilität mit Hilfe von "leverage" (Kredithebel) erhöht werden kann.

#### **4. Trade-off zwischen Rendite und Risiko**

Die Pensions- und Investment-Fonds stehen in einer harten Konkurrenz gegeneinander um die Einlagen der Kunden. Je höher die Rendite, die sie mit einem Fonds erzielen, umso mehr Geld können sie beim vermögenden Teil der Gesellschaft einsammeln. Die institutionellen Investoren übertragen diesen Konkurrenzdruck auf die Unternehmen. Sie versuchen, jene Strategien in den Unternehmen durchzusetzen, die eine Maximierung der kurzfristigen Rendite erwarten lassen.

Es gilt jedoch das "first fundamental law of finance" (Ghysels et al. 2005: 510). Es besagt, dass eine höhere Rendite nur um den Preis eines höheren Risikos zu haben ist. Der Zusammenhang wird in Abb. 2 mit Hilfe der Capital Market Line (CML) illustriert. Auf der X-Achse wird das Risiko (= Varianz der Erträge, Volatilität) abgetragen, auf der Y-Achse die Erträge. Die Gerade schneidet die Y-Achse bei 5%. Dieser Punkt ist der Zinssatz, den man für eine risikofreie Anlage erhält (z.B. Bundesschatzbriefe). Jede weitere Steigerung der Rendite ist mit einem höheren Risiko verbunden.<sup>17</sup>

Die zentrale These, die hier vertreten wird, lautet: Die institutionellen Anleger treiben die Unternehmen entlang der Y-Achse zu immer höheren Renditen (Pfeil entlang der Y-Achse). Die Capital Market Line impliziert, dass damit das Gesamtsystem zu einem höheren Risiko und zu höherer Volatilität getrieben wird (Pfeil entlang der X-Achse).<sup>18</sup> Dieser Zusammenhang muss noch präzisiert werden.

---

<sup>15</sup> FTD 2. Jan. 2008 (Hedge-Fonds stärken Position im Dax):

<http://www.ftd.de/unternehmen/finanzdienstleister/:Hedge%20Fonds%20Position%20Dax/298197.html>; [http://boerse.ard.de/content.jsp?key=dokument\\_271472](http://boerse.ard.de/content.jsp?key=dokument_271472) (14.3.08).

<sup>16</sup> In Frankreich gibt es eine vergleichbare Entwicklung. Nach der Privatisierung und dem Rückzug des Staates aus den französischen Großunternehmen haben US-Fonds als Eigentümer die Kontrolle über viele französische Unternehmen übernommen (Morin 2000).

<sup>17</sup> Erläuterungen zur Capital Market Line finden sich in jedem Lehrbuch der Finanzwissenschaft. Vgl. z.B. Sharpe et al. (1995: 266).

<sup>18</sup> Vgl. dazu Campbell et al (2001); Kearny/Pot (2006); Deutsche Bundesbank (2005).

Man kann den *Trade-off* zwischen Ertrag und Risiko durch zwei verschiedene Theorien erklären. Die erste Theorie beruht auf Annahmen über das Verhalten der Investoren, die zweite Theorie auf Annahmen über Innovationen in der Realökonomie.

(1) Die zentralen Verhaltensannahmen lauten, dass Anleger risikoavers sind und versuchen, die Rendite ihrer Anlagen zu maximieren. Wenn zwei Wertpapiere die gleiche Rendite abwerfen, dann werden Investoren das Wertpapier mit dem geringsten Risiko bevorzugen (Merton 1980). Anders formuliert: Wenn eine Aktie mit hohem Risiko (Volatilität) nicht *mehr* Ertrag bringen würde als eine (fast) risikolose Bundesanleihe, dann würden alle Anleger nur noch Bundesanleihen kaufen. Je steiler die Kurve A verläuft, um so höher ist der Preis des Risikos, d.h. um so mehr Rendite verlangen die Anleger pro Einheit Risiko. Die "Grenzforderung" pro Einheit Risiko nimmt also zu.<sup>19</sup>

In der Finanzwissenschaft ist das Risiko (X-Achse) die *unabhängige* Variable, die Rendite ist die *abhängige* Variable (Y-Achse). Je risikoscheuer das Publikum, umso höher die Rendite, die man anbieten muss, um riskante Wertpapiere verkaufen zu können. Wenn man sich auf der Kurve A von links nach rechts bewegt, steigt der Preis des Risikos. Dies ist eine *verhaltenstheoretische* Annahme. Auf dieser Annahme beruht die Erklärung der Finanzwissenschaft für die Aktienkurse (capital asset pricing model) und darauf bezieht sich das "first fundamental law of finance".

(2) Man kann jedoch auch versuchen, den *Trade-off* zwischen Risiko und Ertrag mit Hilfe von Schumpeter zu erklären: Überdurchschnittliche Erträge (Extra-Profite) kann der Unternehmer nur erzielen, wenn er Innovationen einführt. Innovationen sind jedoch riskant. Sie können scheitern und der Verlust kann höher sein als der erwartete Ertrag. Je höher die Renditeforderungen der Finanzinvestoren, umso riskanter werden die Innovationen, auf die sich das Unternehmen einlassen muss und umso höher ist die Wahrscheinlichkeit des Scheiterns. Die Renditeforderungen der externen Investoren können nur erfüllt werden, wenn das Unternehmen Strategien verfolgt, die ein ansteigendes Risiko zur Folge haben.

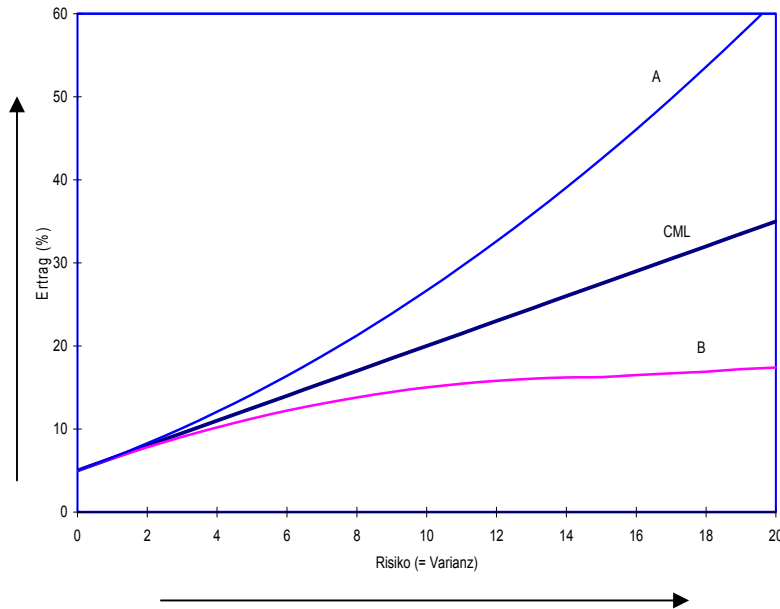
Die Kausalbeziehung wird hier also umgedreht: Die Rendite ist die *unabhängige* Variable (Extraprofite durch Innovationen, Y-Achse), das Risiko ist die *abhängige* Variable (X-Achse). Die Beziehung (trade-off) zwischen Risiko und Ertrag ist nicht linear, sondern es wirkt das "Gesetz" der abnehmenden Grenzerträge: Je höher das bereits erreichte Niveau der Rendite, umso riskanter werden die Innovationen, mit deren Hilfe eine noch höhere Rendite erzielt werden soll. Dieser Zusammenhang wird in Abb. 2 durch die Kurve B verdeutlicht. Sie zeigt im rechten Bereich, dass eine

---

<sup>19</sup> Die Funktion, die die Linie A beschreibt, bezeichnen wir mit  $f_A(s^2)$ . Es gilt:  $f'_A(s^2) > 0$  und  $f''_A(s^2) > 0$ . Wenn das Risiko zunimmt, verlangt der risikoaverse Investor einen immer höheren Preis für das Risiko (zunehmende Grenzzinsen).

zusätzliche Rendite-Einheit durch ein immer höheres Risiko erkaufte werden muss.<sup>20</sup> Der Pfeil in Richtung der X-Achse verdeutlicht das ansteigende Risiko der "kreativen Zerstörung".

**Abbildung 2: Trade-off zwischen Risiko und Ertrag**



CML: Capital market line.

Obere Linie A: zunehmende Grenzkosten ("Grenzforderungen" - risikoaverse Kunden)

Untere Linie B: abnehmende Grenzkosten (Unternehmen, Realökonomie)

Die Steigung der Capital Market Line ( $\beta$ ) wird als "Preis des Risikos" bezeichnet:

$$\text{Preis des Risikos} = \beta = \frac{(R_A - r_f)}{s^2}$$

$R_A$  = Ertrag einer riskanten Anlage (z.B. Aktien);  $r_f$  = Ertrag einer risikolosen Anlage (risk free asset, z.B. Bundesschatzbrief). In Abb. 2 beträgt  $r_f = 5\%$  (Schnittpunkt der CML mit der Y-Achse).  $(R_A - r_f)$  = excess return: zusätzlicher Ertrag, den eine Aktie abwirft.  $s^2$  = Volatilität (Risiko) der Aktie. Die historische Volatilität wird berechnet als Varianz der Erträge über einen Zeitraum in der Vergangenheit.  $s^2$  wird in Abb. 2 auf der X-Achse abgetragen.  $\beta$  gibt damit den Ertrag pro Risikoeinheit an und wird auch als *Sharpe Ratio* bezeichnet. Der Sharpe Ratio, d.h. der Preis des Risikos, gibt an, wie viel (Überschuss)Rendite man einer Investorin zahlen muss, damit sie eine Einheit Risiko akzeptiert.

An diesem Punkt wird deutlich, dass die Dynamik des Systems nicht zu einem Gleichgewicht, sondern zu einem sich selbst verstärkenden Regelkreis führt: Die Finanzinvestoren treiben die Unternehmen in einen Bereich, in dem eine zusätzliche Einheit Ertrag nur mit immer stärker anwachsendem Risiko erzielt werden kann. Die risikoaversen Anleger verlangen aber bei hohem Risiko gerade immer höhere Erträge, um eine zusätzliche Einheit Risiko noch zu akzeptieren. Die obere Linie bezeichnet die Präferenzen der Investoren: Die Renditeforderungen steigen steil an und können am Markt nicht realisiert werden (Linie A). Die untere Linie B zeigt die

<sup>20</sup> Die Funktion, die die Linie B beschreibt, bezeichnen wir mit  $f_B(s^2)$ . Es gilt:  $f_B'(s^2) > 0$  und  $f_B''(s^2) < 0$ . Bei steigendem Risiko verringert sich die Rendite pro Risiko-Einheit (abnehmende Grenzkosten).

reale Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals (Keynes). Die beiden Linien A und B schneiden sich nicht, sondern driften auseinander. Die periodisch wiederkehrenden Finanzmarkt-Krisen nähern die Linien A und B einander wieder an. Während der Krise werden die Erwartungen der Investoren "realistisch". Die Kurse (Kapitalisierung) der Unternehmen sinken, damit steigt ihre Rendite.

Die *Capital Market Line* bezeichnet jene Kombinationen von Risiko und Ertrag, die auf Finanzmärkten realisiert werden können. Die CML fällt weder mit der Präferenzkurve der Investoren (Risikoneigung) noch mit den realen Ertragsraten der Unternehmen (Innovationen) zusammen. Sie bezeichnet vielmehr jene Kombinationen von Risiko und Ertrag, die die Finanzdienstklasse in synthetischen Finanzmarktprodukten kombinieren und ihren Kunden anbieten kann (Sharpe et al. 1995: 266). Wenn es der Finanzdienstklasse gelingt, die CML nach oben zu verschieben, d.h. den Präferenzen der Kunden anzunähern, wird sie mehr Fondsanteile verkaufen können.

Es gibt eine Reihe von Techniken, die Finanzinvestoren anwenden, um die CML möglichst nahe an die Kundenpräferenzen heranzubringen. Sie können - bei konstantem Ertrag - versuchen, das Risiko durch Diversifizierung und/oder durch Verkürzung des Anlagehorizonts zu reduzieren (Abschnitte 5 und 6). Sie können - bei konstantem Risiko - versuchen, durch *Leverage* die Rendite zu erhöhen (Abschnitt 7).

## **5. Diversifizierung und Portfolio-Bildung**

Die Finanzdienstklasse kann nur dann auf steigende Umsätze hoffen, wenn es ihr gelingt, das Risiko für ein risikoaverses Publikum zu reduzieren. Um diese Strategien zu verstehen, muss der Unterschied zwischen Markt-Risiko (systematisches Risiko) und idiosynkratischem Risiko (unique risk) erläutert werden (Sharpe et al. 1995: 212). Der DAX ist ein Aktienindex, in dem 30 große deutsche Aktiengesellschaften zusammengefasst sind. Die Deutsche Börse berechnet für jeden Handelstag den Wert dieses Index. Wir können die historische Volatilität des DAX über einen Zeitraum von einem Jahr berechnen: Es ist die Varianz des DAX-Index, berechnet über die ca. 250 Handelstage während eines Jahres. Wir bezeichnen diese Volatilität (Varianz) als das *Marktrisiko*.

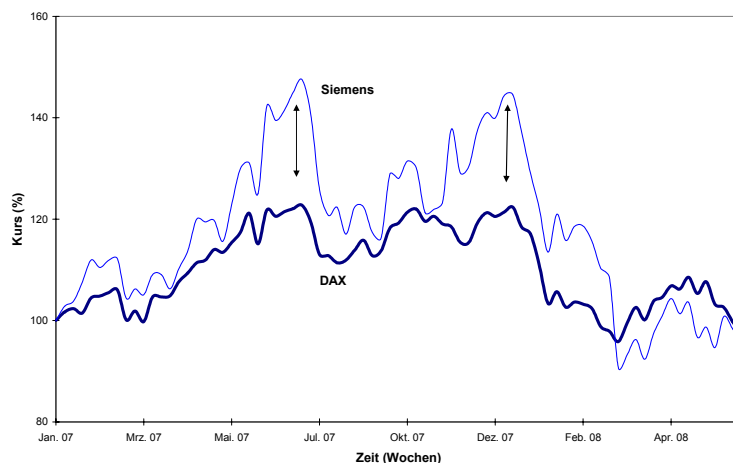
Die Deutsche Börse publiziert an jedem Handelstag auch den Kurs der einzelnen Unternehmen, die im DAX enthalten sind (N=30). Wir können diese Kurswerte poolen und die Varianz des gepoolten Samples über ca. 250 Handelstage berechnen (30x250 = 750 Einzelwerte). Wir bezeichnen diese Varianz als Gesamt-Volatilität. Damit haben wir eine Maßzahl für das Gesamt-Risiko, dem die 30 DAX-Werte im vergangenen Jahr ausgesetzt waren.

Definition: *Gesamt-Risiko - Marktrisiko = idiosynkratisches Risiko (unique risk)*

Diese Definition zeigt, dass die Varianz eines einzelnen DAX-Unternehmens als zusammengesetzte Größe interpretiert werden kann: Sie besteht aus dem Marktrisiko, dem alle Unternehmen ausgesetzt sind (Schwankungen des DAX) und einem idiosynkratischen Risiko. Das idiosynkratische Risiko wird durch zufällige Ereignisse produziert, die nur einzelne Unternehmen treffen (der Erfolg eines Medikaments, der Tod des Vorstandsvorsitzenden, die Korruptionsaffäre eines Betriebsrates, etc.).<sup>21</sup> In Abb. 3 wird der Aktienkurs von Siemens im Vergleich zum Index DAX gezeigt. Die Differenz zwischen diesen beiden Kurven (Pfeile) bezeichnen wir als das idiosynkratische Risiko der Firma Siemens.

Das idiosynkratische Risiko lässt sich durch Diversifizierung eliminieren. Wenn ein Investment-Fonds die Einlagen der Kunden auf alle 30 DAX-Unternehmen verteilt (unter Beachtung der unterschiedlichen Gewichte der einzelnen Unternehmen im Index), dann ist damit für den Kunden das idiosynkratische Risiko "verschwunden". Es bleibt nur das Marktrisiko des DAX.

**Abbildung 3: Idiosynkratisches Risiko<sup>22</sup>**



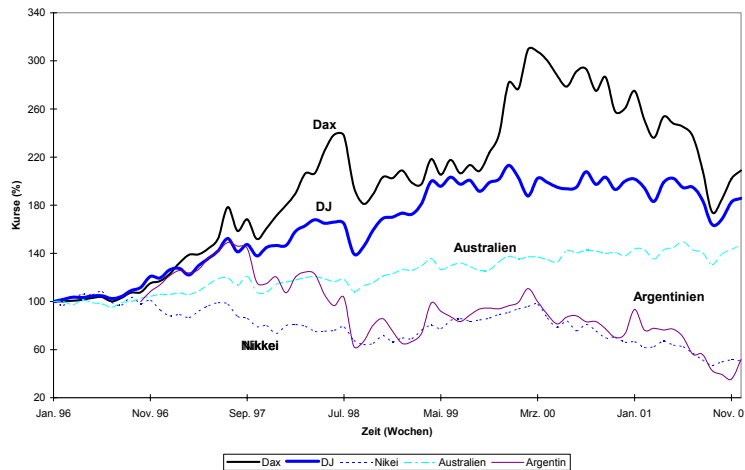
Wie kann die Fonds-Managerin das Marktrisiko eliminieren? – Das Marktrisiko lässt sich nur eliminieren, wenn es gelingt, Wirtschaftsräume in einem Portfolio zu bündeln, die gegenläufige Wirtschaftszyklen durchlaufen. Abb. 4 zeigt die Werte für einige Aktien-Indizes in verschiedenen Ländern: Deutschland (DAX), USA (Dow Jones, DJ), Japan (Nikkei), etc. Die Werte wurden standardisiert (1996 = 100%). Die Kurven zeigen die Entwicklung bis zum Dezember 2001. Der DAX und Dow Jones sind stark gestiegen, die Aktien-Indizes in Japan (Nikkei) und in Argentinien haben

<sup>21</sup> In der Terminologie einer Regressionsanalyse entspricht das idiosynkratische Risiko den Residuen der Regression. Die Index-Werte des DAX bilden die Regressionskurve. Die Regressionskurve ist in diesem Fall eine Zeitreihe, die durch den Mittelwert der gewichteten Kurse der DAX-Unternehmen definiert wird.

<sup>22</sup> Die Zeitreihen für den DAX und für Siemens wurden standardisiert (1. Januar-Woche 1996 = 100%). Damit sind die Varianzen (Volatilität) vergleichbar. DAX ( $s^2$ ) = 63,3 Siemens ( $s^2$ ) = 222,1

sich gegenläufig entwickelt. Ein Fonds, der diese Indizes enthält, hätte während dieses Zeitraums eine annähernd durchschnittliche Proftrate erwirtschaftet (geringe Volatilität).

**Abbildung 4: Entwicklung ausgewählter Aktien-Indizes**



DJ: Dow Jones; Zeitreihe: Januar 1996 – Dezember 2001, wöchentliche Daten, 1. Woche Januar 1996 = 100%

Entscheidend für die Volatilität des Portfolios ist die Korrelation zwischen den verschiedenen Indizes, die im Portfolio gebündelt werden. Je kleiner diese Korrelation ( $r < 1$ ), umso geringer ist die Varianz des Portfolios.<sup>23</sup> Die Korrelationen werden für ausgewählte Indizes für zwei Zeiträume in Tabelle 2 gezeigt. Die obere rechte Hälfte der Matrix zeigt die Korrelations-Koeffizienten für den Zeitraum Januar 1996 - Dezember 2001. Die untere linke Hälfte der Matrix zeigt die Koeffizienten für den Zeitraum Januar 2002 – Juni 2008.

Es fällt auf, dass es im ersten Zeitraum verschiedene Indizes einen negativen Korrelations-Koeffizienten haben, d.h. diese Wirtschaftsräume haben gegenläufige Zyklen durchlaufen. Globale Investitions-Strategien können unter diesen Bedingungen das Risiko (Volatilität) einer Anlage verringern. Die CML nähert sich damit den Präferenzen der Investoren.

<sup>23</sup> Die Varianz eines Portfolios, das sich aus zwei Aktien-Indizes zusammensetzt, kann nach einer Formel berechnet werden, die auch für die Varianz einer zusammengesetzten Stichprobe gilt:  $\sigma_p^2 = (x_1^2 \sigma_1^2 + x_2^2 \sigma_2^2 + 2x_1 x_2 \rho_{12} \sigma_1 \sigma_2)$  Erläuterung:  $\sigma_p^2$ : Varianz des Portfolios;  $\sigma_1^2$ : Varianz des 1. Index (z.B. DAX);  $\sigma_2^2$ : Varianz des 2. Index (z.B. Nikkei);  $\rho_{12}$ : Korrelation zwischen den beiden Aktienindizes (während eines Jahres);  $x_1$ : Anteil des 1. Index am Portfolio;  $x_2$ : Anteil des 2. Index am Portfolio. Wenn gilt:  $x_1 = x_2$  und  $\sigma_1^2 = \sigma_2^2$  und  $\rho_{12} = -1$ , dann gilt:  $\sigma_p^2 = 0$ . Korrelationen zwischen verschiedenen Aktien-Indizes werden analysiert in Karolyi/Stulz (1996: 980); Hesten/Rouwenhorst (1994); Campa/Fernandes (2006).

Im zweiten Zeitraum (unten links) gibt es keinen negativen Korrelations-Koeffizienten mehr. Die Wirtschaftsräume durchlaufen im Gleichschritt die Finanzmarkt-Krise, die durch das Platzen der Internet-Blase 2001 ausgelöst wurde.

**Tabelle 2: Korrelationen (r) zwischen ausgewählten Aktien-Indizes**

	DAX	DJ	Nikei	China	Austral	Argentin	Korea
DAX	*	0,92	<b>-0,45</b>	0,18	0,87	<b>-0,38</b>	0,38
DJ	0,96	*	<b>-0,54</b>	0,39	0,93	<b>-0,50</b>	0,64
Nikei	0,89	0,87	*	<b>-0,11</b>	<b>-0,64</b>	0,79	0,54
China	0,79	0,78	0,54	*	0,40	0,14	<b>-0,47</b>
Austral	0,96	0,95	0,91	0,77	*	<b>-0,60</b>	0,43
Argentin	0,86	0,91	0,86	0,64	0,95	*	0,10
Korea	0,96	0,93	0,86	0,80	0,97	0,92	*

DJ: Dow Jones; Korrelationen (r) oben rechts: Jan. 1996 – Dez. 2001; Korrelationen unten links (schraffiert): Jan. 2002 – Juni 2008. Fettdruck: Negative Korrelationen.

Tabelle 2 verdeutlicht eine weitere Dynamik des Finanzmarkt-Kapitalismus: *Markt-*risiko kann nur dann reduziert werden, wenn Firmen aus entfernten Wirtschaftsräumen – die jeweils gegenläufige Wirtschaftszyklen durchlaufen - in einem Portfolio gebündelt werden. Die Anlagestrategien müssen also *global* werden. Sie können nur global werden, wenn Analysten und Rating-Agenturen in den zentralen Wirtschaftsräumen alle potentiellen Anlageobjekte analysieren und bewerten. Ohne eine permanente professionalisierte Produktion von Unternehmensdaten auf globaler Ebene können risikoreduzierende Portfolio-Strategien nicht realisiert werden. Analysten und Rating-Agenturen erfüllen also eine zentrale Funktion im System des Finanzmarkt-Kapitalismus. Sie machen Wirtschaftsräume im Sinne der formalen Rationalität transparent und vergleichbar.

Aus diesen Überlegungen können die folgenden Schlussfolgerungen gezogen werden:

- Die Finanzmanager können durch Diversifizierung das idiosynkratische Risiko für die Kunden vollständig eliminieren und durch globale Portfoliobildung (von Unternehmen mit negativer Korrelation) das Marktrisiko reduzieren. Sie erhöhen damit die Liquidität der Finanzmärkte.
- Portfolios, die Marktrisiko reduzieren, müssen in der Regel global diversifiziert sein. Die Tendenz, global zu investieren, wird damit verstärkt. Globale Portfolio-Bildung führt zur globalen Integration der Finanzmärkte (globale Profitrate).
- Ein Portfolio, in dem Wertpapiere aus entfernten Wirtschaftsräumen enthalten sind, über die weniger Informationen vorliegen, erhöht aber wieder das potentielle Risiko. Darin werden die Rationalitätsschranken dieses Systems sichtbar. Die Konkurrenz treibt zur Diversifizierung, um (im Sinne formaler Operationen) das Risiko zu verringern. Tatsächlich - und in Krisen immer wieder sichtbar - erhöht sich damit jedoch das Risiko. In einer globalen Vermögensanlage sind jetzt nicht nur die Risiken von 30



Dax-Unternehmen enthalten, sondern auch die Risiken von russischen, chinesischen und brasilianischen Firmen.

Diversifizierung ist eine Operation der Finanzmärkte, die keine parallele Operation in der Realökonomie korrespondiert. Diversifizierung und Portfoliobildung lassen das Risiko, dem die Unternehmen ausgesetzt sind, nur für die Kunden der Investment-Fonds "verschwinden". In der Realökonomie verschwindet das Risiko nicht.<sup>24</sup> Im Gegenteil, das Risiko des Gesamtsystems erhöht sich, und dies aus Gründen, die in Abb. 2 verdeutlicht wurden. Das Problem hat eine gewisse Ähnlichkeit mit dem Zuckerwürfel im Wasserglas: Nach kurzer Zeit sieht man ihn nicht mehr, aber der Zucker ist deshalb nicht "verschwunden".<sup>25</sup>

Die Portfolio-Manager können Unternehmen antreiben, hohe Renditen abzuliefern (und implizit damit hohe Risiken zu akzeptieren). Die Unternehmen bewegen sich also auf der unteren Kurve B in Abb. 2 von links nach rechts. Wenn Portfolio-Manager durch Diversifizierung und globale Portfoliobildung diese Risiken reduzieren, sind sie für die Kunden nicht mehr sichtbar. Die Capital Market Line in Abb. 2 verschiebt sich nach oben: Eine hohe Rendite ist jetzt mit einem geringeren Risiko für den Kunden verbunden. Das Risiko der Realökonomie (Kurve B) verändert sich durch Portfolio-Bildung jedoch nicht. Die Bündelung von zwei Aktien, deren Korrelationskoeffizient negativ ist, reduziert die Volatilität des Portfolios, sie reduziert damit aber nicht das Risiko, unter dem die Realökonomie operiert.

Das diesem System immanente Risiko wird während einer (Finanz)Krise wieder sichtbar: In dieser Situation gehen die Vorteile der Diversifizierung verloren, weil sich die Korrelationskoeffizienten der Aktien-Indizes und der Unternehmen, die in diesen Indizes enthalten sind, dem Wert 1 nähern: *Alle* Kurse kennen nur noch eine Richtung, nämlich hohe Verluste (vgl. linke untere Hälfte von Tab. 2).

Die Finanzwissenschaft vergleicht Diversifizierung mit einer Versicherung (Cuthbertson/Nitzsche 2004: 121f.). Eine Versicherung kann eine große Zahl von Kunden gegen Schadensfälle versichern, *wenn die individuellen Schadensfälle im statistischen Sinne voneinander unabhängig sind*. Wenn diese Unabhängigkeit ( $r = 0$ ) nicht gegeben ist, kann es auf einem freien Versicherungsmarkt z.B. keine Versicherung

---

<sup>24</sup> Shiller (2003a: 3) bemerkt zur Diversifizierung: "... the risk does not disappear, but its effects virtually disappear as the risks to the individual business are blended into large international portfolios..." - Dass die "effects" des Risikos gerade *nicht* "verschwinden", hat die Finanzkrise im Kontext der international diversifizierten Hypothekenkredite im Sommer 2007 gezeigt.

<sup>25</sup> Es geht um das Problem der Entwicklung kognitiver Schemata, in denen die Wahrnehmung verarbeitet und interpretiert wird. Viele Investoren perzipieren Risiko (das man nicht mehr "sieht") in ähnlicher Weise wie Kinder, die den Zuckerwürfel im Wasserglas nicht mehr sehen. Vgl. dazu Piaget/Inhelder (1975: 123-27). Dies ist ein Beispiel für Zusammenhänge, die im Forschungsgebiet "behavioral finance" untersucht werden. Vgl. dazu Shiller (2003a).

gegen Hochwasserschäden an Gebäuden geben, die an einem Flussufer gebaut wurden.<sup>26</sup> Die Zeitreihen der Risiken, denen diese Gebäude ausgesetzt sind, weisen eine hohe Korrelation auf ( $r \approx 1$ ). Während des Börsen-Crash wird deutlich, dass sich die Risiken, unter denen die Unternehmen operieren, wechselseitig verstärken. Viele Firmen werden gleichzeitig vom Hochwasser überschwemmt. Wer trägt dieses Risiko?

Die Fonds-Manager sind die Eigentümer der Unternehmen. Der Finanzmarkt-Kapitalismus (FMK) hat eine Rekonzentration des Eigentums bei diesen Eigentümern bewirkt. Sie tragen aber nicht das Risiko. Das Risiko tragen die Kunden, die ihr Vermögen in Pensions-/Investment-Fonds einzahlen. Sie sind die *ultimate risk bearers*. Wir können es auf eine kurze Formel bringen: Die Eigentümer haben die Eigentumsrechte, tragen aber kein Risiko; die Kunden tragen das Risiko, haben aber keine Eigentumsrechte. Darin ist eine Innovation des FMK begründet: das Eigentum wird konzentriert, das Risiko bleibt weiterhin breit gestreut. Periodisch wiederkehrend wird während des Börsen-Crash deutlich, dass Diversifizierung und globale Portfolio-Bildung das Risiko für die Fonds-Kunden nur *scheinbar* reduzieren. Die Eigentümer, d.h. die Investment- und Pensions-Fonds sind Eigentümer ohne Risiko. Der Manager-Kapitalismus wird durch die Trennung von Eigentum und Kontrolle charakterisiert; der FMK beruht auf der *Trennung von Eigentum und Risiko*.

Risikoträger sind weiterhin die Belegschaften der Unternehmen, deren Eigentümer die Investment- und Pensions-Fonds sind. Kurve B in Abb. 2 zeigt, dass der zunehmende *Return on Equity* in der Realökonomie mit einem zunehmenden Risiko erkaufte werden muss. Dieses Risiko wird durch verschiedene Instrumente auf die Belegschaften umverteilt: durch ertragsabhängige Entlohnung, durch flexible Arbeitszeiten und durch Arbeitsverträge, deren Laufzeit den Konjunkturzyklen angepasst wird.

## 6. Short-termism

Eine wichtige Technik, die zu einer Reduzierung des Risikos führt, ist die Verkürzung des Zeithorizonts. Je länger die Laufzeit einer Investition, umso größer wird die Anzahl der nicht vorhersehbaren Ereignisse, die die wirtschaftliche Aktivität positiv oder negativ beeinflussen können. Bei einem Zeithorizont von mehreren Jahren sinkt die Prognosefähigkeit praktisch auf Null. Die Investoren operieren dann nicht mehr mit Risiko (quantifizierbare Eintrittswahrscheinlichkeit eines Ereignisses), sondern mit Unsicherheit (LeRoy/Singell 1987).

Die Investoren sind mit einem "*veil of ignorance*" konfrontiert (Rawls 1972). Bei Investitionen mit einem Anlagehorizont von einem Jahr ist die zukünftige Entwicklung

---

<sup>26</sup> Wir unterstellen, dass es für diese Versicherungen keinen (gesetzlichen) Kontraktionszwang gibt.

hinter diesem Schleier zumindest in Umrissen noch erkennbar.<sup>27</sup> Aber je länger der Anlagehorizont ist, umso undurchsichtiger wird dieser Schleier und umso riskanter erscheinen zukünftige Investitionen. Verschiedene Untersuchungen haben gezeigt, dass Investoren dazu tendieren, Gewinne, die erst in einer entfernten Zukunft erwarten werden, mit einer hohen Rate zu diskontieren (Cuthbertson et al. 1997). Der Gegenwartswert zukünftiger Gewinne tendiert damit gegen Null. Die Tendenz zum *short-termism*, die in vielen Publikationen kritisiert wird, kann also als eine rationale Reaktion auf die ansteigende Volatilität (Risiko) an den Finanzmärkten interpretiert werden.<sup>28</sup>

Der Trend zum *short-termism* lässt sich besonders gut an der ansteigenden Turnover-Rate an der New York Stock Exchange beobachten. Parallel zum wachsenden Anteil, den die Investment-Fonds an den US-Aktiengesellschaften halten (vgl. Abb. 1), stieg die Turnover-Rate von 12% im Jahre 1960 auf 103% im Jahr 2005. Dies bedeutet, dass 1960 ein Anleger die Aktien im Durchschnitt 8,3 Jahre gehalten hat, während ein Investment-Fonds seine Anteile im Jahre 2005 im Durchschnitt weniger als ein Jahr hält.<sup>29</sup>

Die Kollektivgutproblematik (perverse Effekte) liefert eine weitere Erklärung für den *short-termism*. Wir können den Aktienmarkt mit einem großen Obstgarten vergleichen, zu dem alle institutionellen Anleger Zutritt haben (Allmende). Jeder Anleger weiß, dass es klug wäre, bis zum Herbst zu warten, um dann reife Früchte zu ernten. Jeder Anleger weiß aber auch, dass es im Herbst wahrscheinlich nichts mehr zu ernten gibt, weil die anderen Anleger bereits geerntet haben. "The tragedy of the commons" (Hardin 1968) entfaltet sich hier in der zeitlichen Dimension und führt tendenziell zu einem kurzen Anlagehorizont. Die kollektive Rationalität (warten, bis langfristige Forschungs- und Entwicklungsausgaben hohe Erträge abwerfen) wird durch Konkurrenz und individuelle Rationalität konterkariert.

Aus dieser Perspektive sehen wir den Aktienmarkt nicht als einen Markt, auf dem der Erwartungswert zukünftiger Erträge gehandelt wird, sondern als einen Markt, auf dem Eigentumsrechte gehandelt werden, d.h. Kontrollchancen, mit deren Hilfe Anleger die Höhe und den Zeitpunkt von Auszahlungen beeinflussen können. Investment-Fonds veranlassen das Management z.B., die Aktien des Unternehmens zu-

---

<sup>27</sup> Der Prognosezeitraum der Aktienanalysten beträgt in der Regel ein Jahr, d.h. Analysten versuchen, die *earnings per share* des Folgejahres zu schätzen.

<sup>28</sup> Vgl. dazu den Report über *short-termism* des Business Roundtable Institute for Corporate Ethic (2006).

<sup>29</sup> Bei einer Turnover-Rate von 100% wird die gesamte Börsenkapitalisierung der NYSE einmal im Jahr umgesetzt. *Im Durchschnitt* (!) hat jedes an der NYSE notierte Unternehmen im nächsten Jahr andere Eigentümer als in diesem Jahr. Die Turnover-Rate wird auch als "churn rate" bezeichnet. Erläuterung zur Berechnung:  $12\%/100 = 8,3$  Jahre;  $103/100 = 0,97$  Jahre. Quelle: NYSE: Factbook, Historical Data. [http://www.nyxdata.com/nysedata/asp/factbook/viewer\\_edition.asp?mode=table&key=268&category=14](http://www.nyxdata.com/nysedata/asp/factbook/viewer_edition.asp?mode=table&key=268&category=14)

rückzukaufen, um Kurssteigerungen auszulösen. Die Auszahlung von Sonderdividenden ist eine weitere Methode, den *free cash flow* möglichst weitgehend abzuschöpfen.

## 7. Leverage

Wir zeigen in diesem Abschnitt, dass Finanzmarkt-Akteure sich nicht damit zufrieden geben, immer höhere Erträge zu fordern. Sie setzen "Hebel"-Techniken (leverage) ein, um eine Umverteilung des Gewinns zu ihren Gunsten zu erreichen. Diese Technik soll am Beispiel der kreditfinanzierten Unternehmenskäufe von Private Equity Fonds verdeutlicht werden.

Kohlberg Kravis Roberts (KKR) gehört zu den aktivsten Private Equity Fonds im deutschen Markt. KKR hat die Linde Tochter Kion für 4 Mrd. Euro erworben, Autoteile Unger für 1,4 Mrd. Euro und Demag für 1,69 Mrd. Euro. Die Finanzierung dieser Übernahmen folgt einer einfachen Regel: ca. 70% bis maximal 95% des Kaufpreises werden über Kredite finanziert, 5% bis maximal 30% werden vom Fonds als Eigenkapital eingebracht. Die gekauften Unternehmen werden zwischen 2 bis maximal 5 Jahre gehalten und dann wieder verkauft (exit). Das Unternehmen kann an einen anderen Private Equity Fonds verkauft werden (es bildet sich dann ein Zyklus von Kauf und Verkauf mit spekulativen Preisspiralen) oder das Unternehmen wird an die Börse gebracht. Die durchschnittliche branchenübliche Rendite beträgt zwischen 20-25% pro Jahr.<sup>30</sup> Wie ist es möglich, eine so hohe Verzinsung des Eigenkapitals in so kurzer Zeit zu erreichen? Die Antwort lässt sich aus Abbildung 5 ablesen. Die Kurve soll zunächst durch ein einfaches Beispiel erläutert werden:

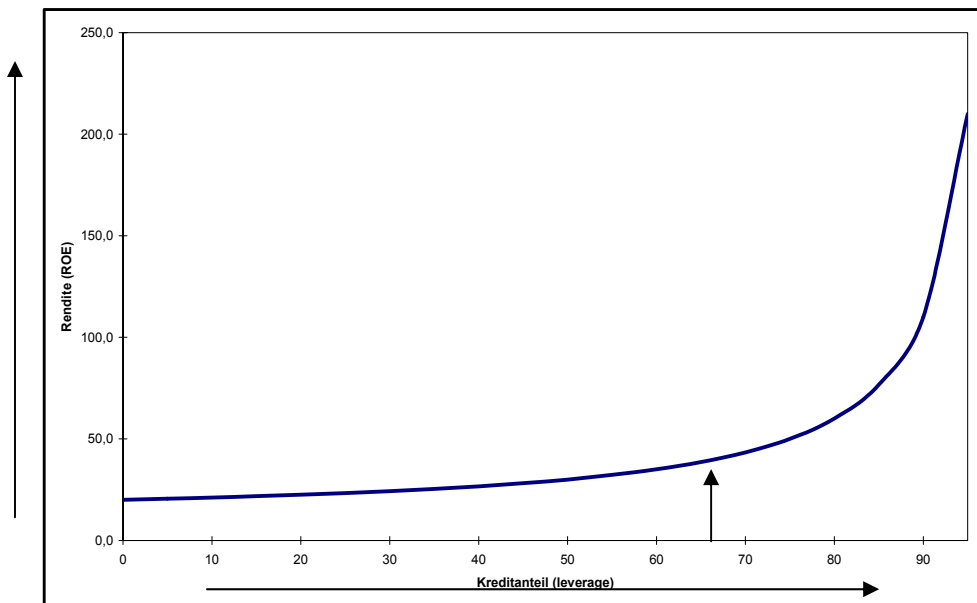
Wenn ein Fonds ein Unternehmen für 100 Euro erwirbt und nach einem Jahr für 120 Euro wieder verkauft, beträgt die Rendite auf das *Gesamtkapital* 20%. Wenn der Fonds 80 Euro an Krediten aufgenommen hat, die mit jährlich 10% verzinst werden müssen, sieht die Rechnung wie folgt aus:

$[(20 \text{ Euro Gewinn} - 8 \text{ Euro Zinsen}) / 20 \text{ Euro Eigenkapital}] * 100 = 60\%$  Return on Equity (ROE). Dies ist ein Beispiel für den *leverage*-Effekt: Je geringer das Eigenkapital *und* je größer die Differenz zwischen Profit und Kreditzinssatz, umso stärker steigt die Eigenkapital-Rendite. In Abbildung 5 wurde der Anteil der Kreditfinanzierung auf der X-Achse abgetragen (von 0 - 95%), die Y-Achse zeigt die Rendite (ROE) unter der Annahme, dass die Profitrate auf das *Gesamtkapital* 20% beträgt und die Kreditzinsen 10%. Der Kreditanteil, mit dem die Unternehmenskäufe von Private Equity finanziert werden, steigt seit Jahren kontinuierlich an. Im Jahre 2006 betrug er im Durchschnitt 67% (senkrechter Pfeil in Abb. 5).<sup>31</sup>

<sup>30</sup> Vgl. dazu Burg/Rasmussen (2007); European Commission (2006, 2006a); Deutsche Bundesbank (2007).

<sup>31</sup> Der durchschnittliche Verschuldungsgrad stieg von 61% (2002) auf 67% (2006). Quelle: FAZ 6.1.2006, S. 19. Vgl. dazu auch Deutsche Bundesbank (2007: 20).

**Abbildung 5: Leverage**



Die Kurve steigt jenseits von 70% Kreditfinanzierung steil an und erreicht bei 95% eine maximale Rendite von 210%. Die Kurve zeigt also den Anreiz für Private Equity Fonds, einen immer höheren Anteil der Kaufsumme über Kredite zu finanzieren (vorausgesetzt, die Kreditzinsen sind deutlich niedriger als die Rendite, die mit dem Wiederverkauf des Unternehmens erzielt werden können). Die Kredite werden dem Unternehmen als Schulden aufgebürdet, das nach der Übernahme für die Zinsen und die Rückzahlung aufkommen muss. Der Pfeil entlang der Y-Achse illustriert die Dynamik der Konkurrenz: Private Equity Fonds stehen in Konkurrenz untereinander um hohe Rendite, die sie ihren Kunden versprechen. Der Pfeil entlang der X-Achse zeigt, dass den Unternehmen damit eine tendenziell anwachsende Verschuldung aufgebürdet wird.

Aus welchen Quellen stammt das Eigenkapital der Private Equity Fonds? Die Statistik des Bundesverbands Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (German Private Equity) zeigt, dass 37,4% der neuen Fondsmittel von Pensionsfonds stammen, 8,1% von Versicherungen und 14,4% von anderen Fonds (Zahlen für 2005).<sup>32</sup> Pensionsfonds und Versicherungen legen also einen Teil ihrer liquiden Mittel nicht in Aktien an, um eine relativ hohe (aber bereits riskante) Verzinsung zu erreichen. Der Konkurrenzkampf der institutionellen Anleger treibt sie dazu, noch höhere Renditen zu erreichen, indem sie *leverage*-Techniken anwenden lassen.

Leverage, d.h. die Ersetzung von Eigenkapital durch Kredite, ist keine genuine Form von Wertschöpfung, sondern bedeutet nur Umverteilung der Profitmasse: Die Kredit-

<sup>32</sup> Quelle: <http://vorab.bvk-ev.de/media/file/78.143.pdf>. "Andere Fonds" sind überwiegend Dachfonds.

geber erhalten einen geringeren Profit - partizipieren aber am Risiko des Projektes. Private Equity Fonds können hohe Gewinne erzielen und gleichzeitig ihr Risiko begrenzen. Es findet also eine zweifache Umverteilung statt: Gewinne werden zugunsten der Fonds-Manger transferiert, Risiko wird von den Fonds-Managern an die Kreditgeber transferiert.

Die Kredite werden in der Regel über *collateralized loan obligations* (CLO) refinanziert. Auf diese Weise wird das Risiko, das mit der hohen Kreditverschuldung der Unternehmen verbunden ist, breit diversifiziert. In einem CLO-Fonds, der von einem eigens dafür gegründeten Unternehmen verwaltet wird, sind die einzelnen Transaktionen, die hinter diesem Instrument stehen, für den Käufer jedoch kaum noch sichtbar (und deren Risiken sind kaum nachprüfbar). Während der Finanzkrise im Sommer 2007 ist der Markt für CLOs praktisch zusammengebrochen: Banken, die Kredite vergeben oder Zusagen für Kredite gemacht hatten, blieben auf diesen Krediten "sitzen", weil sie diese nicht weiterverkaufen konnten.<sup>33</sup>

Die Analyse konzentriert sich hier nicht auf die technischen Details der Finanzierung. Es soll gezeigt werden, dass mit diesen Transaktionen viele Finanz-Experten beschäftigt werden, die die Transaktionskosten in die Höhe treiben. Das französische Unternehmen *Gerflor* wurde im Oktober 2006 von Axa Private Equity für 310 Mill. Euro erworben. Axa war bereits der fünfte Käufer in Folge. Bei jedem Kauf/Verkauf entstehen hohe Transaktions-Kosten, die vom Unternehmen zu bezahlen sind. Der Fall wurde hier eingefügt, weil Axa die Banken/Beratungsfirmen, die an der Transaktion beteiligt waren, detailliert aufgelistet hat. Die folgende Übersicht konkretisiert also den Begriff der *Dienstklasse des FMK* und zeigt, welche Professionen beteiligt sind. Sie sind die Gewinner des Finanzmarkt-Kapitalismus.

Mit der Einführung der Massenproduktion, des Fließbands und des Großunternehmens wurden enorme Produktivitätsfortschritte erzielt. Ein Teil der höheren Produktivität wurde jedoch von der Manager-Bürokratie absorbiert, die sich im Laufe der Jahre ausdifferenzierte und vergrößerte. Die kontinuierliche Vermehrung von Manager-Positionen hat die Mobilitätschancen im ökonomischen System erhöht. Die Mobilitätsstudien der 1970er Jahre haben diese Mobilität als "Strukturmobilität" identifiziert (Erikson/Goldthorpe 1992: 58). Mit der Einführung neuer Produktionskonzepte seit den 1980er Jahren (z.B. lean production) wurden flache Hierarchien und der Abbau der Managerpositionen gepredigt. Die durch den Managerkapitalismus induzierte Aufstiegsmobilität wurde damit stark eingeschränkt.

---

<sup>33</sup> Die Deutsche Bank hatte im September 2007 Übernahme-Kredite in Höhe von 32 Mrd. Euro in ihrer Bilanz stehen, die (vorübergehend) unverkäuflich waren und deren Wert sie nach unten korrigieren musste. Darunter war ein Kredit, den sie KKR für die Übernahme der britischen Handelskette Alliance Boots zugesagt hatte. Quelle: FAZ 14. Sept. 2007, S. 13.

**Tabelle 3: Gerflor-Transaktion: beteiligte Finanzmarkt-Akteure<sup>34</sup>**

**Auf der Käuferseite:**

*AXA Private Equity*: Dominique Gaillard, Eric Neuplanche, Thibault Basquin.  
Berater von AXA Private Equity: *M&A Calyon*: François Vigne, Christine Marchal, Fabien Brunet.  
Rechtsberater: *Linklaters Gesellschaft*: Michel Friehe, Fabrice de la Morandière, David Swinburne, Marine Delaitre, Michael Piccioloni.  
Finanzierung: Nathalie Hobbs, Adrien Paturaud.  
Steuerliche Strukturierung: Edouard Chapellier, Bérengère Giaccardo.  
Wettbewerbs- und Kartellrecht: Anne Wachsmann, Jean-Nicolas Maillard, Alette Carré.  
Financial Due-Diligence: *PwC Transaction Services*: Hervé Mader, Alain Calmé, Philip Dykstra.  
Environmental Due-Diligence: *ERM*: Julien Famy, Julien Dulieu.

**Co-Investoren:**

*Natexis Industrie*: Caroline Joubin, Sébastien Frédéric Ferrand.  
*Barclays Private Equity*: Gonzague de Blignières, Laurent Chauvois.  
*ICG*: François de Mitry, Hadj Djemaï.

**Auf der Verkäuferseite:**

*PAI Partners*: Olivier de Vrégille.  
*Natexis Industrie*: Caroline Joubin.  
*CDC Entreprises*: Olivier Boyadjian.  
*ICG*: François de Mitry, Hadj Djemaï.  
Berater der Verkäufer: *M&A Rothschild & Cie*: Laurent Baril, Ludovic Tron.  
Rechtsberater: *Weil Gotshal & Manges*: David Aknin, Andras Haragovitch, Yannick Olivier.  
Market Due-Diligence: *Bain & Cie*: Stéphane Baleston.  
Financial Due-Diligence: *E&Y Transaction Services*: Daniel Benquis, Lionnel Gerard.  
Tax Due-Diligence: *Ernst & Young Société d'Avocats*: Lionel Nentille.  
Environmental Due-Diligence: *URS*: Bertrand Latrobe.

**Senior- und Mezzanine-Finanzierung:**

*BNP Paribas*: Boguslaw Matusiak, Pascal Borello, Pierre-Emmanuel Weil.  
*ICG*: François de Mitry, Hadj Djemaï, Mattéo Perale, Mathieu Pinson.  
Rechtsberater von BNP Paribas und ICG: *White & Case*: Henri-Joseph Tremolet de Villers, Gilles Peigney.

**Berater des Managements:**

Finanzen: *Callisto*: Hervé Couffin, Sébastien Blot.  
Rechtsberatung: *Sarrau Thomas Couderc*: Hervé-Antoine Couderc, Jean-Bernard Thomas.

Quelle: <http://www.axaprivateequity.com/de/index.cfm?pagepath=Communiqués/gerflor191006> (23. Febr. 2007).

Tabelle 3 zeigt, dass durch den Finanzmarkt-Kapitalismus eine "neue" Dienstklasse geschaffen wird. Die Expansion des Finanzsektors – insbesondere in den großen Finanzzentren New York, London, Frankfurt und Tokyo – hat eine kontinuierliche Vermehrung von Positionen im oberen Segment der Dienstklasse induziert und damit neue Chancen für Aufstiegsmobilität geschaffen.

<sup>34</sup> Gerflor hat ca. 1900 Beschäftigte mit Produktions-Standorten in Frankreich, Irland, Deutschland (Troisdorf) und China. Wichtigstes Produkt: Berufskleidung.

Eine Studie über die Finanzdienstleister kommt zu dem Ergebnis, dass in Großbritannien ca. 1,1 Mill. Jobs in den *Financial Services* geschaffen wurden, davon der größte Teil in der City of London. Zu dieser Kategorie gehören jene qualifizierten Berufe, die im einleitenden Abschnitt aufgelistet wurden: Fonds-Manager, Analysten, Investment-Banker, Finanzmarkt-Juristen, etc. Seit 1995 ist dieser Sektor jährlich um 5% gewachsen. Das Durchschnittsgehalt des qualifizierten Finanz-Personals beträgt in London ca. 51.000 £ p.a. (~ 66.000 Euro).<sup>35</sup> Während sich die Zahl der Beschäftigten im Industriesektor (manufacturing) seit 1980 halbiert hat (von 6 Mill. auf 3 Mill.), ist die Beschäftigung im Sektor "business and financial services" von 2,8 Mill. auf 5,5 Mill. gestiegen. Diese Zahlen illustrieren die hier vertretene These, dass während der vergangenen zwei Jahrzehnte der Industriesektor zur Abstiegsmobilität beigetragen hat, während im Finanzsektor neue Positionen für Aufwärtsmobilität geschaffen wurde (Strukturmobilität).

Auf den Finanzmärkten werden (synthetische) Produkte angeboten, die hinsichtlich der drei zentralen Dimensionen - nämlich Zeithorizont (maturity), Risiko und Rendite - praktisch jeden Kundenwunsch erfüllen. Mit diesen Instrumenten versucht die Dienstklasse des FMK, die anwachsende Liquidität auf den globalen Finanzmärkten abzuschöpfen und in die von ihnen vorbereiteten Kanäle (Finanzmarkt-Instrumente) umzuleiten. Die Verwissenschaftlichung der Finanzmarkt-Produkte<sup>36</sup>; die Nutzung von *economies of scales* bei der Produktion von Finanz-Informationen, die global diffundiert werden und die dadurch erreichte Transparenz der Märkte; die kontinuierliche Kontroll-Funktion, die durch Rating-Agenturen über Unternehmen ausgeübt werden – haben insgesamt die formale Rationalität der Finanzmärkte erhöht. Die Dienstklasse des FMK schöpft einen Teil der Produktivitätsgewinne jedoch wieder ab (Transaktionskosten). Der Gewinn an formaler Rationalität wird zudem durch die *moral hazards* dieses Systems und neue *principal-agent* Probleme wieder in Frage gestellt.

## 8. Das Prinzipal-Agent Problem und gesetzliche Regulierung

Im Manager-Kapitalismus ist das Prinzipal-Agent Problem in der Beziehung zwischen Managern und Aktionären lokalisiert. Die Manager sind die *agents*, die gegenüber den Aktionären über einen Informationsvorsprung verfügen. Sie sind Professionals, während die Kleinaktionäre in der Regel Dilettanten sind; zudem sind die Manager eine kleine organisierte Gruppe, die durch eine amorphe Masse von Kleinaktionären

---

<sup>35</sup> Darin sind erfolgsabhängige Komponenten nicht enthalten. Zum Vergleich: ein Senior Lecturer an der London School of Economics verdient ca. 50.000 £ p.a. Quellen: Ernst & Young: ITEM Club Special Report: Financial and business services - the driving force behind the UK's economic success (May 2007):

[http://www.ey.com/Global/download.nsf/UK/ITEM\\_FBS\\_Report\\_-\\_May\\_2007/\\$file/ITEM\\_FBS\\_Report\\_May07.pdf](http://www.ey.com/Global/download.nsf/UK/ITEM_FBS_Report_-_May_2007/$file/ITEM_FBS_Report_May07.pdf)

Durchschnittseinkommen City of London:

<http://www.personneltoday.com/articles/2007/06/15/41098/morgan-mckinley-finds-city-of-london-employment-market-has-increased-by-21-since-2006.html>

<sup>36</sup> F. Black und M. Scholes haben z.B. für ihr *options pricing model* den Nobel-Preis für Ökonomie erhalten.



nicht kontrolliert werden kann. In dieser Konstellation können die Manager ihre Interessen auf Kosten der Aktionäre durchsetzen.

Im Finanzmarkt-Kapitalismus (FMK) verändert sich das Prinzipal-Agent Problem. Die Investment-Fonds sind zugleich *agents* und *principals*: Gegenüber den Managern sind sie Eigentümer (*principals*), gegenüber den Fonds-Kunden sind sie *agents*. In dieser Konstellation sind es nicht die Manager, die die Eigentümer schädigen, sondern es sind die Eigentümer (Fonds), die häufig die Unternehmen schädigen (*perverse Effekte*). Sie können dies tun, weil sie Eigentümer ohne Risiko sind und die Optionen *voice* und *exit* kombinieren können.

Die Fonds realisieren die Option *voice*, wenn sie ihr Verhalten koordinieren und das Management zwingen, ihren Anweisungen zu folgen.<sup>37</sup> Sie verfügen über die Option *exit* als glaubhafte Drohung, weil ihre Anteile relativ klein sind und jederzeit verkauft werden können. Die Fonds können heute kaufen und ihre Anteile wenige Monate später weiterverkaufen (vgl. dazu Abschnitt 6).

Die Tatsache, dass Fonds-Manager Eigentümer ohne Risiko sind, ist in der Doppelbeziehung begründet, in der sie stehen: Sie sind Eigentümer gegenüber den Unternehmen, und sie sind *agents* gegenüber den Fonds-Kunden. Die Fonds-Kunden tragen am Ende dieser Beziehungskette das Risiko: sie sind die *ultimate risk bearers*.

Diese Doppelbeziehung schafft eine spezifische Gelegenheitsstruktur für Opportunismus: Die Fonds-Manager können ein Unternehmen durch kurzfristige Manöver schädigen (*short-termism*), und dann die Option *exit* wählen. Das Prinzipal-Agent-Problem verlagert sich im FMK in die Beziehung zwischen Fonds-Managern und Fonds-Kunden. Die Fonds-Manager sind eine professionalisierte Funktions-Elite, denen gegenüber die Fonds-Kunden Dilettanten sind. Sie können hohe Risiken eingehen, weil sie zwar Eigentümer, aber nicht die *ultimate risk bearers* sind.

In Frankreich hat sich nach dem Skandal bei der Société Générale (SG) für dieses Verhalten der Ausdruck "Kervielisation" eingebürgert.<sup>38</sup> Finanzmarkt-Akteure, die nicht

---

<sup>37</sup> Unter dem Titel "*Do this! We own you*" berichtete BBC-Business über die Schließung eines Produktionsstandortes von Cadbury in Keynsham (Bristol) und die Verlagerung der Schokoladenproduktion nach Polen. Der Hedge Fund *Triam Investment* hält einen Anteil von 3,5% an Cadbury-Schweppes (Mutterkonzern); er hat sich mit anderen Aktionären verbündet (*acting in concert*), unter anderem mit dem *Sovereign Wealth Fund* aus Qatar (1%). Mit dem Befehl "*Do this! We own you*" soll Nelson Peltz, der Manager von *Triam Investment*, den Wünschen der Anteilseigner gegenüber dem Management von Cadbury Nachdruck verliehen haben. Quelle: [http://www.bbc.co.uk/worldservice/programmes/business\\_daily.shtml](http://www.bbc.co.uk/worldservice/programmes/business_daily.shtml) (21.3.08).

<sup>38</sup> Jérôme Kerviel war *Trader* bei der SG. Seine Finanzmarkt-Spekulationen haben bei dieser Bank einen Verlust von ca. 4 Mrd. Euro verursacht. Wenige Monate später hatte J.

die *ultimate risk bearers* sind, aber die volle Verfügungsgewalt über Fonds-Einlagen haben, gehen Risiken ein, die sie nicht eingehen würden, wenn sie dieses Risiko selbst tragen müssten. Der Ausdruck "Kervielisation" deutet also an, dass die Trennung von Eigentum und Risiko eine erhöhte Risikobereitschaft der Finanzmarkt-Akteure zur Folge hat.

Coffee (1991) hat dieses Problem unter den Begriffen "liquidity and control" diskutiert und die Frage gestellt, in welchem Umfang die Finanzmärkte – und insbesondere die Investment-Fonds - durch staatliche Gesetze reguliert werden sollten. Liquidität definiert Coffee als die Möglichkeit, Aktienanteile jederzeit verkaufen zu können (*exit*). Der Begriff "Kontrolle" wird verstanden als die Fähigkeit, die unternehmerischen Entscheidungen bestimmen zu können (*voice*). Das zentrale Argument von Coffee lautet, dass ein Akteur nicht *gleichzeitig* die Handlungsoptionen *voice* und *exit* haben sollte. Wer Kontrolle (*voice*) ausübt, sollte auch das Risiko und die Verantwortung für das Unternehmen übernehmen. Wer die Option *exit* (*liquidity*) haben möchte, sollte nicht gleichzeitig das Unternehmen kontrollieren können.

In der Verbindung von *voice* und *exit* – d.h. in der Möglichkeit, dass ein Akteur heute die unternehmerischen Entscheidungen beeinflusst und morgen seine Anteile verkaufen kann – sieht Coffee einen zentralen *moral hazard* des Finanzmarkt-Kapitalismus begründet. : "Potentially, American institutional investors have the capacity to unite liquidity and control" (S. 208). Diese Gelegenheitsstruktur für Opportunismus sollte durch staatliche Regulierung ausgeschlossen werden. Coffee stellt daher die Frage: "Do we want the institutional [investor] to have the same ability to exit the firm costlessly as does the individual shareholder?" (S. 209). In Bezug auf die USA lautet seine Antwort auf diese Frage: "... liquidity and control are antithetical. American law has said clearly and consistently since at least the 1930s that those who exercise control should not enjoy liquidity and vice versa (S. 211).

Für Coffee sind nicht die Unternehmens-Manager, sondern die neuen Eigentümer (Investment-Fonds) ein zentrales Problem. Er weist darauf hin, dass sich das Prinzipal-Agent Problem verschoben hat und stellt deshalb die Frage: " .... who holds institutional money mangers accountable. The problem of who will guard the guardian is a timeless one, but it is particularly complicated when the proposed guardian is the institutional investor" (S. 207).

Die Regierungen, die für die Regulierung der Finanzmärkte verantwortlich sind, stehen allerdings vor einem Dilemma:<sup>39</sup> Einerseits gibt es eine Konkurrenz zwischen

---

Kerviel wieder eine Position als Berater in einem IT-Unternehmen. Vgl. Ragot (2008); Le Monde 26.4.08, pp. 1 und 12.

<sup>39</sup> Zum parteipolitischen Paradox im Hinblick auf die Finanzmarkt-Regulierung der rot-grünen Bundesregierung vgl. Höpner (2000) und Cioffi/Höpner (2006).

den Staaten um das global vagabundierende Kapital, das heute in New York und morgen in Tokio investiert werden kann. Es gibt nicht nur einen Steuerwettbewerb um möglichst niedrige Steuern, sondern auch einen Regulierungswettbewerb um möglichst wenig Regulierung. Die Investment-Fonds werden dort investieren, wo sie die für sie günstigste Regulierung vorfinden, und das ist in der Regel eine nur minimale Regulierung.

Andererseits werden die sozialen Folgen des neuen Regimes zunehmend sichtbar und spürbar. Es ist Belegschaften kaum noch zu vermitteln, wenn ihr Betrieb geschlossen wird, obwohl er profitabel ist (Nokia in Bochum im Sommer 2008). Wenn ein Betrieb an einen ausländischen Investor verkauft wird, der diesen Betrieb ausplündert und dann schließt, bringt eine solche Transaktion die Marktwirtschaft an die Grenze ihrer Legitimation (Siemens-Tochter BenQ im Herbst 2006). Belegschaften, die diese Erfahrungen gemacht haben, sind auch Wähler, die ihre Forderung nach verschärfter Regulierung bei den nächsten Wahlen zum Ausdruck bringen.

## **9. Schlussfolgerungen**

Die Dienstklasse des FMK ist das Produkt eines sozio-ökonomischen Differenzierungsprozesses. Einerseits wird die ökonomische Elite der Realökonomie (Manager) dezimiert - ein Restrukturierungsprozess, der durch die Begriffe flache Hierarchien, Entbürokratisierung und *lean production* beschrieben wird. Andererseits formiert sich auf globalen Finanzmärkten eine neue Elite, deren Selbstbeschreibung sich am Prinzip der formalen Rationalität orientiert. Der *shareholder value*, die Transparenz der Finanzmärkte, die Massenproduktion von Wirtschaftsdaten, die Beherrschung des Risikos (Diversifizierung) und die Professionalisierung der Eigentümerrolle sind die wichtigsten Funktionen, die die neue Dienstklasse erfüllt. Sie versteht sich als Disziplinierungs-Agent im Hinblick auf die Akteure der Realökonomie.

Die Machtbasis der neuen Dienstklasse beruht auf Eigentumsübertragung. In zunehmend reicher werdenden Gesellschaften, in denen sich vor allem die älteren Kohorten aus unternehmerischen Funktionen zurückziehen, wächst die Masse des anlage-suchenden Kapitals stark an. Diese vagabundierende Liquidität wird von professionalisierten Vermögensverwaltern aufgesogen und in Eigentumsrechte an Unternehmen transformiert. Der *shareholder value* beschreibt die Koalition zwischen zunehmend an "Rentabilität" orientierten Privatanlegern einerseits und unter hartem Konkurrenzdruck stehenden Vermögenanlegern andererseits. Die Macht der neuen Dienstklasse findet ihre Grenze an der Bereitschaft des Publikums, Vermögen und die damit verbundenen Eigentumsrechte an Investment-, Pensions-, Hedge- und Private Equity Fonds zu transferieren.

Die Mitglieder der neuen Dienstklasse sind keine Unternehmer der Realökonomie, sondern Spezialisten für Finanzmarkt-Transaktionen. Schumpeter (1928) hat die

Tugenden des Unternehmertums detailliert beschrieben. Dazu gehören die Identifikation mit dem Eigentum und Verantwortung für das Eigentum; weiterhin die Bereitschaft, Risiko zu übernehmen; und schließlich ein Zeithorizont für unternehmerische Strategien, der häufig die nachfolgende Generation einschließt. Gemessen daran ist der Private-Equity Manager das Gegenteil eines Schumpeter'schen Unternehmers. Sein Zeithorizont ist kurz; Risiko wird diversifiziert und externalisiert; Eigentum wird auf ein Minimum reduziert (vgl. Abb. 5).

Die Investment-Fonds evaluieren die Unternehmens-Manager an einer Rendite, die in vielen Wirtschaftssektoren inzwischen bei 15-20% liegt (benchmark). Es ist jedoch ausgeschlossen, dass eine Volkswirtschaft insgesamt so hohe Ertragsraten erzielen kann. Diese Ertragsraten können nur durch spezifische Techniken der Finanzdienstklasse erreicht werden, von denen viele auf spekulative Null-Summen-Spiele hinauslaufen. Zu diesen Techniken gehören spezifische Formen von Leverage (vgl. Anhang), spekulative Arbitrage-Operationen und globale Anlagestrategien (z.B. weltweiter Verkauf von Immobilienkrediten).

Diese Operationen erhöhen jedoch insgesamt die Volatilität und das Risiko der Finanzmärkte. Die Globalisierung und die Finanz-Netzwerke schaffen die Bedingungen für die schnelle Ausbreitung von Finanzmarktkrisen. Lokale Krisen, die zunächst nur ein Land betreffen, diffundieren über die Netzwerke sofort weltweit. Daher beobachten wir, dass Finanzmarkt-Krisen in immer kürzeren Zeitabständen aufeinander folgen: Asienkrise 1998; Platzen der Internet-Blase 2001; Immobilien-Krise 2007/8. Diese Krisen sind nicht nur "systemische" Ereignisse, die auf Finanzmärkte beschränkt bleiben, sondern sie haben direkte Auswirkungen auf die Realökonomie. Im Kontext dieser Krisen werden die Wachstumsprognosen für die Realökonomie regelmäßig nach unten korrigiert.

## **Anhang**

### *Fallstudie: Leverage (Carlyle Capital Corporation)*

Im März 2008 stand der Hypotheken-Fonds Carlyle Capital Corporation kurz vor dem Zusammenbruch. Die Fonds-Manager verfügten über 670 Mill. \$, die sie beim Publikum eingesammelt hatten. Damit haben sie Hypotheken-Kredite in Höhe von 22 Mrd. \$ gekauft. Dies ist nur möglich, wenn man einen Kredithebel mehrfach anwendet (Leverage).<sup>40</sup> Das technische Problem soll am Beispiel eines Aktienfonds, der einen 5fachen Hebel anwendet, erläutert werden.

Eine Fonds-Managerin verfügt über 100.000 \$ (= Einlagen des Publikums). Für diese Summe kauft sie Aktien. Diese Aktien hinterlegt sie bei der Bank B als Sicherheit und erhält dafür einen Kredit in Höhe von 80.000 \$. Für diese Summe kauft sie wiederum Aktien, hinterlegt diese als Sicherheit bei der Bank C und erhält dafür  $0.8 \times 80.000 = 64.000$  \$ als Kredit. etc. etc. Die Banken beleihen also jeweils 80% des aktuellen Kurswertes der Aktien. Die folgende Übersicht basiert auf einem 5fachen Hebel:

---

<sup>40</sup> Quelle: FAZ 14.3.08, S. 23 und 29 (Artikel von B. Fehr und S. Ruhkamp).

100.000 \$ Einlagen => Aktienkauf (Bank A)  
80.000 \$ Kredit von Bank B => Aktienkauf (Leverage 1)  
64.000 \$ Kredit von Bank C => Aktienkauf (Leverage 2)  
51.200 \$ Kredit von Bank D => Aktienkauf (Leverage 3)  
40.960 \$ Kredit von Bank E => Aktienkauf (Leverage 4)  
32.768 \$ Kredit von Bank F => Aktienkauf (Leverage 5)  
368.928 \$ *Gesamtsumme an Aktien.*

Die Managerin hat in ihrem Fonds jetzt Aktien zum aktuellen Kurswert von 368.928 \$ liegen. Weiterhin hat dieser Fonds 268.928 \$ Schulden (= 72,9%; Bankkredite).

Für das *Szenario 1* nehmen wir an:

- Die Aktienkurse steigen in einem Jahr im Durchschnitt um 20%.
- Kreditzinsen, Transaktionskosten und Gebühren der Managerin betragen 10% der Gesamtsumme. Damit beträgt der Reingewinn nach Verkauf aller Aktien 20% - 10% = 10% von 368.928 \$ = 36.892 \$. Bezogen auf die Fonds-Einlagen von 100.000 \$ beträgt der Wertzuwachs 36,9%. Die *Managerin hat den Aktienindex geschlagen*, denn dieser hätte nur eine Wertsteigerung von 20% erwarten lassen. Sie selbst hat glänzend verdient. Ihr Fonds wird im "Ranking" aufsteigen.

Für *Szenario 2* nehmen wir an, dass die Kurse am Ende des Jahres um 20% gefallen sind. Jetzt sieht die Rechnung wie folgt aus. Die Banken verlangen zusätzliche Sicherheiten, die die Managerin nicht leisten kann, weil sie über keine Liquidität mehr verfügt. Sie muss also den gesamten Aktienbestand verkaufen, um die Forderungen der Banken zu erfüllen. Die Aktien, die sie am Anfang des Jahres für 368.928 \$ gekauft hat, sind jetzt noch 295.142 \$ wert.

295.142 \$ Erlös aus Aktienverkauf  
- 268.928 \$ abzüglich Rückzahlung Kredite  
- 21.514 \$ abzüglich Kreditzinsen, Transaktionskosten (8%)  
4.700 \$ *Rest (Rückzahlung an die Fondskunden)*

Szenario 2 zeigt, dass unter den getroffenen Annahmen (5facher Hebel, Kursrückgang 20%) die Fonds-Kunden praktisch einen Totalverlust ihrer Einlagen hinnehmen müssen. Die Berechnungen zeigen auch, dass "Leverage" nicht mit einem (betrügerischen) Ponzi-Schema verwechselt werden sollte. Alle Transaktionen sind legal; die Banken haben die Sicherheiten geprüft; die Fonds-Kunden kennen die Risiken eines Hedge-Fonds (oder sollten sie doch zumindest kennen).

Bei einem 32fachen Hebel (den Carlyle Capital Corporation angewandt haben soll) reicht der Erlös aus den Wertpapieren bei einem Kursrückgang nicht mehr aus, um die Bankschulden zurückzuzahlen. Die Banken müssen in diesem Fall ihre Kredite zum Teil abschreiben. Sie sind gezwungen, die ihnen als Sicherheit überlassenen Wertpapiere zu einem niedrigen Kurs zu übernehmen (Wertberichtigung).

Das Fallbeispiel zeigt, dass "Leverage" in der Krise wie ein Brandbeschleuniger wirkt. Der "Hebel" vervielfacht die Verluste, die sich über die globalen Finanznetzwerke verbreiten und eine globale Bankenkrise auslösen. Finanzmarktkrisen werden in der Finanzwissenschaft häufig als "exogene Schocks" bezeichnet. Hier wird argumentiert, dass Finanzmarktkrisen keine exogenen Schocks sind, sondern dass sie endogen und rezidivierend durch die Finanzdienstklasse produziert werden.

## Literaturverzeichnis

- Albert, M., 1992: Kapitalismus contra Kapitalismus. Frankfurt: Campus.
- Albert, M., 2001: Kapitalismus contra Kapitalismus: Zehn Jahre danach. Blätter für deutsche und internationale Politik 12: 1451-62.
- Berle, A., 1958: 'Control' in Corporate Law. Columbia Law Review 58: 1212-1225.
- Boudon, R., 1979 : Effets pervers et ordre social. Paris : PUF.
- Bourdieu, P., 1979: La Distinction. Paris: Minuit.
- Burg, I./Rasmussen, P., 2007: Capital Funds: A Critical Analysis. Strasbourg: European Parliament, PES Econ-Group, draft report.
- Business Roundtable Institute for Corporate Ethic, 2006: Breaking the Short-term Cycle. [http://www.darden.virginia.edu/corporate-ethics/pdf/Short-termism\\_Report.pdf](http://www.darden.virginia.edu/corporate-ethics/pdf/Short-termism_Report.pdf).
- Campa, J./Fernandes, N., 2006: Sources of Gains From International Portfolio Diversification. Journal of Empirical Finance 13: 417-443.
- Campbell, J. et al., 2001: Have Individual Stocks Become More Volatile? An Empirical Exploration of Idiosyncratic Risk. Journal of Finance 56: 1-44.
- Cioffi, J./Höpner, M., 2006: Das parteipolitische Paradox des Finanzmarktkapitalismus. Aktionärsorientierte Reformen in Deutschland, Frankreich, Italien und den USA. Politische Vierteljahresschrift 47: 419-440.
- Coffee, J., 1991: Liquidity versus Control. The Institutional Investor as Corporate Monitor. Columbia Law Journal 91: 1277-1368.
- Cuthbertson, K. et al., 1997: The Behaviour of UK Stock Prices and Returns: Is the Market Efficient? Economic Journal 107: 986-1008.
- Cuthbertson, K./Nitzsche, D., 2004: Quantitative Financial Economics. Chichester: John Wiley.
- Deutsche Bundesbank, 2005: Zur Rolle von Volatilitätsmustern an den Finanzmärkten. Monatsbericht September: 61-75.
- Deutsche Bundesbank, 2006: Vermögensbildung und Finanzierung im Jahr 2005. Monatsbericht Juni: 15-28.
- Deutsche Bundesbank, 2007: Leveraged-Buyout-Transaktionen: die Rolle von Finanzintermediären und Aspekte der Finanzstabilität. Monatsbericht April: 15-28.
- Erikson, R./Goldthorpe, J., 1992: The Constant Flux. A Study of Class Mobility in Industrial Societies. Oxford: Clarendon Press.
- European Commission, 2006: Report of the Alternative Investment Expert Group: Managing, Servicing and Marketing Hedge Funds in Europe. Brussels: Internal Market and Services DG.
- European Commission, 2006a: Report of the Alternative Investment Expert Group: Developing European Private Equity. Brussels: Internal Market and Services DG.

- Galbraith, J., 1967: *The New Industrial State*. Boston: Houghton Mifflin.
- Ghysels, E. et al., 2005: There Is a Risk-Return Trade-Off After All. *Journal of Financial Economics* 76: 509-548.
- Hardin, G., 1968: The Tragedy of the Commons. *Science* 162: 1243-48.
- Hesten, S./Rouwenhorst, G., 1994: Does Industrial Structure Explain the Benefits of International Diversification? *Journal of Financial Economics* 36: 3-27.
- Hilferding, Rudolf, 1955 [1910]: *Das Finanzkapital*. Berlin: Dietz.
- Höpner, M., 2000: Unternehmensverflechtung im Zwielficht. Hans Eichels Plan zur Auflösung der Deutschland AG. *WSI-Mitteilungen* 53: 655-663.
- Hotchkiss, E./Strickland, D., 2003: Does Shareholder Composition Matter? *Journal of Finance* 58: 1469-1498.
- Jürgens, U. et al., 2000: Shareholder Value in an Adverse Environment: The German Case. *Economy and Society* 29: 54-79.
- Karolyi, A./Stulz, R., 1996: Why Do Markets Move Together? Investigation of U.S.-Japan Stock Return Comovements. *Journal of Finance* 51: 951-986.
- Kearney, C./Poti, V., 2006: Have European Stocks Become More Volatile? Trinity College Dublin, IIS Discussion Paper No. 132, SSRN-Network.
- Lakonishok, J. et al., 1992: The Structure and Performance of the Money Management Industry. *Brookings Papers on Economic Activity (Microeconomics)*: 339-391.
- LeRoy, S./Singell, L., 1987: Knight on Risk and Uncertainty. *Journal of Political Economy* 95: 394-406.
- Marx, K., 1970 [1894]. *Das Kapital*, Bd. III. Berlin: Dietz, Bd. 25.
- Merton, R., 1980: On Estimating the Expected Return on the Market. *Journal of Financial Economics* 8: 323-361.
- Morin, F., 2000: A Transformation in the French Model of Shareholding and Management. *Economy and Society* 29: 36-53.
- Olson, M., 1971: *The Logic of Collectiv Action*. Cambridge: Harvard University Press.
- Piaget, J./Inhelder, B., 1975: *Die Entwicklung der physikalischen Mengenbegriffe beim Kinde*. Stuttgart: Klett, Ges. Werke Bd. 4.
- Ragot, X., 2008: Financialization and the French State Capitalism. Paper presented at the Conference on "Short-Termism in the Long Run". Glasshouse Forum: Stockholm.
- Rawls, J., 1972: *A Theory of Justice*. Oxford: Clarendon Press.
- Schumpeter, J., 1928: Unternehmer. *Handwörterbuch der Staatswissenschaft*, 4. Aufl., Bd. 8, S. 476-484.
- Sharpe, W. et al., 1995: *Investments*. Englewood Cliffs: Prentice Hall.

Shiller, R., 2003a: From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance. *Journal of Economic Perspectives* 17: 83-104.

Shiller, R., 2003b: *The New Financial Order: Risk in the 21st Century*. Princeton: Princeton University Press.

Useem, M., 1996: *Investor Capitalism: How Money Managers Are Changing the Face of Corporate America*. New York: Basic Books.

Weber, M., 1956: *Wirtschaft und Gesellschaft*, Bd. I. Tübingen: Mohr.

Windolf, P., 2002: *Corporate Networks in Europe and the United States*. Oxford: Oxford University Press.

Windolf, P., Hg., 2005: *Finanzmarkt-Kapitalismus: Analysen zum Wandel von Produktionsregimen*. Wiesbaden: VS-Verlag, Sonderheft der KZfSS 45.

Wright, E., 1997: *Class Counts: Comparative Studies in Class Analysis*. Cambridge: Cambridge University Press.