
Andreas Nölke

Nichtkonventionelle Nichtmarktstrukturen bei der Unternehmensfinanzierung: Kapitalismustypen und die Auswirkungen der Globalisierung am Beispiel der institutionellen Investoren

1. Das Argument in Kürze

Der Ausgangspunkt des hier vorgetragenen Arguments ist die Annahme, daß Marktstrukturen immer in soziale Strukturen („Nichtmarktstrukturen“) eingebettet sind. Nichtmarktstrukturen können sowohl nichtökonomischer (z.B. Staat, Religion) als auch ökonomischer Natur (gewerkschaftliche Organisation, personelle Verflechtungen zwischen Unternehmen etc.) sein.¹ Diese sozialen Strukturen können der Funktionsweise von Marktmechanismen förderlich oder hinderlich sein. Als hinderlich haben sich z.B. solche Strukturen erwiesen, die von Marginalität gekennzeichnet sind.² Es gibt allerdings weniger ein eindeutiges Optimum von förderlichen Strukturen, als vielmehr eine Reihe verschiedener Markt-/Nichtmarktombinationen, die jeweils spezifische Leistungen hervorbringen. Diese Kombinationen lassen sich am besten als verschiedene Kapitalismustypen fassen.

Diese Kapitalismustypen sind keine ahistorischen Phänomene, sondern entwickeln sich permanent weiter. Trotzdem differieren sie in ihrer aktuellen Form ausreichend signifikant, um eine idealtypische Gegenüberstellung zu ermöglichen. Zu den besonders markanten Typen gehört neben dem japanischen insbesondere der atlantische und der rheinische Kapitalismus. Jede dieser Kapitalismusformen weist typische Nichtmarktstrukturen auf. Zu den charakteristischen Begleitumständen des rheinischen Kapitalismus gehört z.B. der Sozialstaat, ein bestimmtes (relativ gleichgewichtiges und konsensbetontes) Verhältnis zwischen Kapital und Arbeit sowie die zentrale Rolle der Hausbanken bei der Unternehmensaufsicht. Auf der Seite des atlantischen Kapitalismus stehen diesen Strukturen eine sehr begrenzte Rolle des Staates, eine geringe Rolle gewerkschaftlicher

1 Vgl. zu letzterem bereits die „economic fallacy“ der Gleichsetzung von Markt und Ökonomie, die bereits Polanyi kritisiert hatte, hier zitiert nach R. Swedberg, *Markets as Social Structures*, in: *The Handbook of Economic Sociology*, hrsg. von N. Smelser/Swedberg, Princeton 1994, S. 266.

2 Vgl. H. Elsenhans u.a., *Das Internationale System zwischen Zivilgesellschaft und Rente: Nichtkonventionelle Nichtmarktstrukturen auf transnationaler Ebene unter hohem Anpassungszwang*, unveröff. Manuskript, Kapitel 1.

Organisation und eine Unternehmensfinanzierung, die zunehmend in der Hand einzelner institutioneller Investoren liegt, gegenüber.

Durch die aktuellen ökonomischen Globalisierungsprozesse ergeben sich in bestimmten Bereichen starke Anpassungszwänge zwischen den Kapitalismustypen, z.B. hinsichtlich der Staatsquote, der Verhandlungsposition des Faktors Arbeit oder den Kosten der Mobilisierung von Kapital für die Unternehmensfinanzierung. Hier stellt sich nun jedoch neben der gängigen Frage, ob diese Globalisierungsprozesse zu einer Nivellierung der Unterschiede zwischen den Kapitalismustypen führen, auch die weit- aus seltener gestellte Frage, ob diese Prozesse zu Inkompatibilitäten durch eine selektive Übernahme von nichtkonventionellen (d.h. aus anderen Kapitalismustypen stammenden) Nichtmarktstrukturen führen.

Empirisch untersucht werden soll letztere Frage im folgenden anhand der Organisation der Unternehmensfinanzierung. Diese Auswahl läßt sich folgendermaßen begründen: Zunächst ist die Globalisierung im Finanzsektor stärker ausgeprägt als in den meisten anderen Bereichen der ökonomischen Aktivitäten: „... the most international, the most transnationalized and the most constraining structure in the international political economy is international finance.“³ Diese Form der Globalisierung wurde zwar bereits vielfach untersucht, zumeist jedoch nur in Bezug auf den zunehmenden Verlust makroökonomischer Steuerungsmöglichkeiten.⁴ Die Auswirkungen der finanziellen Transnationalisierung auf die Unternehmensfinanzierung wurden in sozialwissenschaftlichen Untersuchungen dagegen bisher vernachlässigt.

Wesentliche Ursache für diese einseitige Schwerpunktsetzung ist die relativ staatszentrische Ausrichtung der bei der Analyse von Globalisierungsprozessen dominanten „International Political Economy/IPE“. Der Großteil dieser Studien beschäftigt sich mit Fragen der Makroökonomie bzw. der Wirtschaftspolitik und bleibt damit dem staatszentrischen Paradigma von Neorealismus und Neoliberalismus verhaftet. Im Finanzsektor stehen daher Themen wie feste/freie Währungssysteme, Staatsverschuldung oder die internationale Politikkoordination im Vordergrund, während Fragen der Unternehmensfinanzierung weitgehend ausgeklammert wer-

3 P. Czerny, *The Political Economy of International Finance*, in: *Finance and World Politics: Markets, Regimes and States in the Post-hegemonic Era*, hrsg. von Czerny, Aldershot 1993, S. 10.

4 Vgl. als aktuelle Übersichten z.B. S. Lütz, *Bringing the State Back In? Stock Exchange Regulation in an Era of Internationalized Financial Markets*, Paper to be presented at ECPR Joint Sessions of Workshops, Bern, 27th February-4th March 1997; G. Underhill, *Transnationalising the State in Global Financial Markets: Co-operative Regulatory Regimes, Domestic Political Authority, and Conceptual Models of the State*, Paper presented to the Annual Workshops of the European Consortium for Political Research, Bern, Switzerland, 27th February-4th March 1997.

den.⁵ Unter der Annahme, daß auf Grund der aktuellen Globalisierungsprozesse in Zukunft mit einer Reduktion staatlicher Regulierungsmöglichkeiten der Finanzmärkte und einem entsprechendem Bedeutungsgewinn von (Finanz-) Unternehmen zu rechnen ist, sollte die IPE daher mit Fragestellungen einer eher mikroökonomisch ausgerichteten globalen Wirtschaftssoziologie ergänzt werden.

Die Auswahl der Unternehmensfinanzierung als konkreter Ansatzpunkt für eine entsprechend angelegte Forschung ergibt sich weiterhin aus der zentralen Rolle der Unternehmensfinanzierung für die Funktionsweise der genannten Kapitalismustypen (s.u.) sowie schließlich aus einer aktuellen Entwicklung, bei der möglicherweise zentrale Elemente des angelsächsischen Modells dieser Finanzierung auf das rheinische Modell, insbesondere Deutschland, übertragen werden. Diese Entwicklung besteht aus der zunehmenden Relevanz institutioneller Investoren (z.B. Investmentbanken, Pensionsfonds, Versicherungsgesellschaften) für die Unternehmensfinanzierung im rheinischen Kapitalismus. Führt diese Entwicklung zu einer Inkompatibilität mit der konventionellen Form der „corporate governance“ – dem System der „Hausbanken“ – in der Bundesrepublik? Zumindest einer der Pioniere bei der Erforschung von Kapitalismustypen sieht hier eine ausgesprochen brisante Entwicklung voraus:

„Until the Rhenish model crosses the English channel, too, its future will no doubt be largely determined by the development of financial structures and particularly shareholding... This phenomenon took on a symbolic character in 1993, when the Daimler-Benz group decided to radically alter its global strategy and to be quoted on the stock exchange in New York. Since then, German finance has rapidly moved closer to the Anglo-Saxon model and is propagating a new „equity culture“ in companies...”

In the Rhenish model, the bank prevails over the stock exchange, and in the Anglo-Saxon model, the opposite is true; at present, in Frankfurt, Zurich and Amsterdam alike, the stock exchange is relentlessly gaining ground on the bank.“⁶

Untersucht werden soll im folgenden, ob diese relativ spezielle Entwicklung im Bereich der Unternehmensfinanzierung möglicherweise zu gravierenden Konsequenzen für die rheinische Kombination von Markt- und Nichtmarktstrukturen führt. Bevor jedoch das Phänomen und seine Conse-

5 Vgl. als repräsentative Standardwerke z.B. R. Gilpin, *The Political Economy of International Relations*, Princeton 1987; S. Gill/D. Law, *The Global Political Economy*, New York/London, 1988; C. Murphy/R. Toose, Roger (Hrsg.), *The New International Political Economy*, Boulder, Col. 1991.

6 M. Albert, *The Future of Continental Socio-economic Models*, MPIFG Working Paper 97/6, in: http://www.mpi-fg-koeln.mpg.de/publikation/working_papers/wp97-6_e.html, S. 8f.

quenzen im Detail beschrieben wird, soll zunächst der gewählte theoretische Rahmen präzisiert werden. Ausgangspunkt ist dabei die Wirtschaftssoziologie und das für sie zentrale Konzept der „Einbettung“.

2. Die Wirtschaftssoziologie und die Einbettung von Märkten in soziale Nichtmarktstrukturen: Das Forschungsprogramm der „Capitalist Diversity“

Eine intensive Beschäftigung mit dem Verhältnis zwischen Markt und Nichtmarktstrukturen findet sich in der Tradition der Wirtschaftssoziologie, wie sie neben Marx und Weber etwa von Karl Polanyi und Joseph Schumpeter sowie – in ihrer Nachfolge- u.a. von Mark Granovetter, Neil Smelser und Richard Swedberg vertreten wird.⁷ Besonders anschaulich ist hier das Bild der „Einbettung“ der Markt- in Nichtmarktstrukturen. Das ursprüngliche Konzept der „embeddedness“ stammt von Polanyi:

„The human economy ... is embedded and enmeshed in institutions, economic and noneconomic. The inclusion of the noneconomic is vital. For religion or government may be as important to the structure and functioning of the economy as monetary institutions or the availability of tools and machines themselves that lighten the toil of labor.“⁸

Popularisiert (und modifiziert) wurde Polanyis Konzept der Einbettung dann v.a. von Mark Granovetter.⁹ Dieser hebt die Bedeutung von sozialen Strukturen, insbesondere interpersonellen Netzwerken, für die Prägung von Märkten hervor und wendet sich damit gegen die rein marktorientierte Analyseperspektive der neoklassischen Ökonomie. Zentral für die Funktionsweise von Austauschprozessen in und zwischen Unternehmen sind für ihn Institutionen, die für Vertrauen und die Begrenzung von exzessiven Forderungen auf Grund von nicht-ökonomischen Beziehungen (z.B. Nepotismus) sorgen, was er u.a. am Beispiel des ökonomischen Erfolges der chinesischen Diaspora in Südostasien demonstriert. Dieses Mikrophänomen findet sein Makroäquivalent auf der Ebene ganzer Volkswirtschaften, wie z.B. in den koreanischen Chaebol oder den japanischen Zaibatsu, aber auch westliche Volkswirtschaften sind weniger durch die atomisierte Interaktion von einzelnen Unternehmen nach Marktmechanismen als durch vielfältige soziale Verflechtungen gekennzeichnet.¹⁰

7 Eine systematische Charakterisierung dieser Forschungsrichtung findet sich bei N. Smelser/R. Swedberg, *The Sociological Perspective on the Economy*, in: *The Handbook of Economic Sociology*, hrsg. von Smelser/Swedberg, Princeton 1994, S. 3-26.

8 Polanyi zitiert nach Smelser/Swedberg, *The Sociological Perspective* (Anm. 5), S. 15.

9 M. Granovetter, *Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness*, in: *American Journal of Sociology*, 91 (1985), S. 481-510.

10 Ders., *Economic Institutions as Social Constructions: A Framework for Analysis*, in: *Acta Sociologica*, 35 (1992), S. 3-11.

Interpersonelle Netzwerke sowie deren Institutionalisierung sind bei weitem nur ein Teil dieser Einbettung, wie von einer Reihe von Autoren demonstriert wurde. Andere Formen schließen u.a. die kognitive, kulturelle und politische Einbettung des ökonomischen Handelns ein.¹¹ Trotzdem bildet die besondere Relevanz informeller Sozialstrukturen immer wieder den gemeinsamen Nenner wirtschaftssoziologischer Studien.¹² Bereits bei Granovetter nimmt bei der Analyse dieser Sozialstrukturen die Unternehmensfinanzierung und -kontrolle eine zentrale Rolle als Bindeglied zwischen Markt- und Nichtmarktstrukturen ein. Die von ihm untersuchten Unternehmensgruppen, die durch soziale Netzwerke zusammengehalten werden, gruppieren sich häufig um eine Bank, die als ihr Kern angesehen wird:

„The groups vary in size, structure and legal organization, and have originated in a number of different ways... But whatever the origin and structure, it is common for them to span a number of firms and industries, and to coordinate their investment and production decisions, often through a bank that is formed through and closely identified with the group. Such groups have a strong and sometimes dominating role in the economies and politics of their countries.“¹³

Vielversprechender für eine Untersuchung von sozialen Einbettungsprozessen erscheint jedoch weniger der Nachweis, daß alle großen Volkswirtschaften von solchen Unternehmensnetzwerken geprägt werden, als vielmehr ein Vergleich der Sozialstrukturen von Marktprozessen zu verschiedenen Zeitpunkten und in verschiedenen Gesellschaften. Am weitesten fortgeschritten ist hier die Differenzierung verschiedener Kapitalismustypen, die zeigt, wie verschiedene Formen von Markt- und Nichtmarktstrukturen ineinander eingebettet sind. Dem in den USA und Großbritannien dominierenden Kapitalismustyp wird in der populären wirtschaftspolitischen Diskussion – angestoßen von Michel Albert¹⁴ – in der Regel ein rheinischer Kapitalismus gegenübergestellt, für den insbesondere das Wirtschaftsmodell der Bundesrepublik Pate gestanden hat. Wesentliche Merkmale des rheinischen Kapitalismus sind u.a. ein solides System der sozialen Sicherung, das durch ein relativ großzügiges Steuer- und Abgabewesen finanziert wird; das Bemühen um Konsens zwischen den „Sozialpartnern“; die Mitbestimmung der Arbeitnehmer im Unternehmen;

11 S. Zukin/P. DiMaggio, Introduction, in: Structures of Capital: The Social Organization of the Economy, hrsg. von Zukin/DiMaggio, Cambridge 1990, S. 1-36.

12 Ebenda, S.20.

13 M. Granovetter, Economic Institutions (Anm. 8), S. 8.

14 M. Albert, Kapitalismus contra Kapitalismus, Frankfurt a. M./New York 1991. Vor Albert hatte Andrew Shonfield (Modern Capitalism, Oxford 1964) bereits die Variabilität von Kapitalismen in Zeit und Raum herausgearbeitet.

und die relativ enge Verflechtung zwischen Industrie und Banken, insbesondere durch die starke, stabilisierende Rolle von Hausbanken.

In den letzten Jahren hat sich das wirtschaftspolitische Interesse am Vergleich verschiedener Kapitalismustypen intensiviert, zumal nach dem Niedergang des konkurrierenden Wirtschaftsmodells in Ostentopa. Bei diesen Vergleichen steht insbesondere die Bewertung der verschiedenen Typen nach ihrer kurz- und langfristigen ökonomischen Leistungsfähigkeit im Vordergrund. Während in den letzten Jahren das rheinische Modell dabei in der Defensive gesehen wird, nimmt in der (deutsehen) publizistischen Diskussion zuletzt auch die Kritik am angelsächsischen Kapitalismus zu, etwa hinsichtlich der Einkommensverteilung in den USA oder den gesellschaftlichen Folgeerscheinungen in Großbritannien.

Die wirtschaftspolitische Diskussion kann sich in zunehmendem Maße auf relativ differenzierte Portraits nationaler Kapitalismustypen stützen, bei denen neben dem rheinischen (deutschen/französischen), atlantischen (britischen/amerikanischen) und japanischen u.a. auch die schwedischen, österreichischen und (nord-)italienischen Varianten untersucht wurden.¹⁵ Im Kern steht allerdings auch hier im Regelfall die Gegenüberstellung der vergleichsweise deregulierten US-amerikanischen und (zumindest seit Thatcher) britischen mit den stärker regulierten kontinentaleuropäischen Modellen und dem japanischen Kapitalismustyp.¹⁶ Kernergebnis der bisherigen Forschung zur „Capitalist Diversity“ ist die Beobachtung, daß es kein Optimalmodell von Markt- und Nichtmarktstrukturen gibt, sondern eine Reihe von Kombinationen, die durch unterschiedliche institutionelle Arrangements zu vergleichbaren Wohlstandsgewinnen kommen.¹⁷

Obwohl das Studium von Kapitalismustypen in jüngster Zeit erheblich an Substanz gewonnen hat, lassen sich nach wie vor eine Reihe von Defiziten feststellen. Trotz der oben gezeigten Schlüsselposition der Unternehmensfinanzierung sowohl für die Einbettung von Markt in Nichtmarktstrukturen als auch für die Differenzierung von Kapitalismustypen wurde sie in bisherigen Studien vernachlässigt.¹⁸ Ein besonderes Gewicht sollte auf Grund der aktuellen Globalisierungsprozesse den transnationalen Ein-

15 Vgl. z.B. C. Crouch/W. Streeck (Hrsg.), *Political Economy of Modern Capitalism: Mapping Convergence and Diversity*, London 1997; J. Hollingsworth/R. Boyer, *Comparing Capitalist Economies: The Embeddedness of Institutions*, New York 1997.

16 Für Besonderheiten einzelner kontinentaleuropäischer Kapitalismustypen gegenüber dem – in erster Linie von Deutschland abgeleiteten – rheinischen Modell vgl. z.B. den Fall von Schweden bei J. Pontusson, *Between Neo-Liberalism and the German Model: Swedish Capitalism in Perspective*, in: *Political Economy of Modern Capitalism*, hrsg. von Crouch/Streeck (Anm. 15), S. 55-70.

17 Für eine entsprechende Synthese vgl. C. Crouch/W. Streeck, *Introduction: The Future of Capitalist Diversity*, in: ebenda, S. 1-32.

18 Beim Studium der „Capitalist Diversity“ steht bisher eindeutig die Variation der Produktionsapparate im Vordergrund, vgl. z.B. die Beiträge ebenda.

flüssen zwischen den verschiedenen Kapitalismustypen zugemessen werden, ein Aspekt, der in der größtenteils binnenstaatlich bzw. komparativistisch ausgerichteten Wirtschaftssoziologie häufig vernachlässigt wurde.¹⁹ Gleichzeitig würde eine solche Perspektive die Analyse von Entwicklungsprozessen innerhalb von Markt-/Nichtmarktkombinationen erlauben, die die herkömmliche statische Gegenüberstellung von verschiedenen Kapitalismustypen tendenziell vernachlässigt. Ausgewählt werden für eine hier weiterführende Analyse der deutsche und der US-amerikanische Typ, da die genannten Gegensätze in der Unternehmensfinanzierung dort am deutlichsten zutage treten.

3. (Nichtmarktstrukturen bei der) Unternehmensfinanzierung im US-amerikanischen Kapitalismus

Ironischerweise ist die Nichtmarktstruktur, in die das Marktgeschehen im atlantischen Kapitalismus in Bezug auf die langfristige Unternehmensfinanzierung eingebettet ist, auf den ersten Blick ebenfalls eine Marktstruktur. Im Gegensatz zum rheinischen Kapitalismus finanzieren sich englische und amerikanische Unternehmen weniger durch Bankkredite, als vielmehr auf dem Kapitalmarkt; Bankkredite sind nur für die kurzfristige Finanzierung wichtig. Allerdings führt auch diese Form der Einbettung zu ökonomischen Verhaltensweisen, die sich nicht allein durch eine Analyse von Marktprozessen erschließen lassen. Besonders relevant ist in dieser Hinsicht die Frage nach der Kontrolle über Unternehmensaktivitäten.²⁰ Wirtschaftssoziologische Studien lassen sich hier in zwei Schulen einteilen, von denen eine die interne Kontrolle durch die Manager dieser Unternehmen in den Vordergrund stellt, während ein konkurrierender Ansatz auf die externe Kontrolle durch finanzielle Institutionen abstellt. Historische Analysen weisen daraufhin, daß die Relevanz der konkurrierenden Behauptungen von Knappheitsverhältnissen auf den Kapitalmärkten abhängt.²¹ Diese Knappheitsverhältnisse begünstigten um die Jahrhundert-

19 Für Ausnahmen vgl. L. Zündorf, *Weltwirtschaftliche Vergesellschaftungen: Perspektiven für eine globale Wirtschaftssoziologie*, in: *Der Wandel der Wirtschaft: Soziologische Perspektiven*, hrsg. von E. Lange, Berlin 1994, S. 143-174; S. Berger/R. Dore (Hrsg.), *National Diversity and Global Capitalism*, Ithaca/London 1996 sowie den Beitrag von Crouch/Streeck in: *Political Economy of Modern Capitalism*, hrsg. von Crouch/Streeck (Anm. 15). Die übrigen Beiträge im letztgenannten Sammelband zeigen deutlich die Trennung zwischen Komparativisten und den Vertretern einer „International Political Economy“, am explizitesten im Beitrag von S. Strange, *The Future of Global Capitalism; Or, Will Divergence Persist Forever?*, S. 182-191.

20 Vgl. L. Stearns, *Capital Market Effects on External Control of Corporations*, in: *Structures of Capital: The Social Organization of the Economy*, hrsg. von Zukin/DiMaggio, Cambridge 1990, S. 175-201.

21 Neben diesen Knappheiten wurde die entsprechende Einbettung auch durch die amerikanische Anti-Trust-Gesetzgebung in den Jahren 1914 und 1933 massiv beeinflusst; beide Regulierungen reduzierten massiv die Möglichkeiten externer Kontrolle durch Finan-

wende die externe Kontrolle, während von den dreißiger bis sechziger Jahren eine vergleichsweise hohe Autonomie der Manager gegeben war. Seit Mitte der siebziger Jahre nimmt jedoch die externe Kontrolle durch Finanzinstitutionen deutlich zu, besonders in Form der Aktivitäten institutioneller Investoren.

Als institutionelle Investoren oder institutionelle Anleger bezeichnet man in erster Linie Investmentbanken, Investment-Gesellschaften, Versicherungsgesellschaften, Pensionsfonds und Vermögensverwaltungen. Die Bedeutung dieser Investoren (gegenüber individuellen Investoren) hat in den letzten Dekaden rapide zugenommen. In den USA hielten institutionelle Investoren 1995 ein Kapital von etwa zwölf Billionen US\$ gegenüber sieben Billionen im Jahr 1990, weltweit etwa 23 Billionen DM gegenüber 14 Billionen in 1990.²² Der Anteil der institutionellen Investoren am US-Gesamtvermögen lag 1950 bei 8,4 Prozent, 1970 bei 12,3 Prozent und 1990 bei 20,5 Prozent.²³ Während sich 1965 84 Prozent der US-Industrieaktien in der Hand individueller Investoren befanden (und 16 Prozent bei institutionellen Investoren), verfügen die institutionellen Investoren 1990 über 46 Prozent des US-Aktienbesitzes und individuelle Investoren nur noch über 54 Prozent.²⁴ Besonders dynamisch ist diese Entwicklung bei den Pensionsfonds. Während Pensionsfonds im Jahr 1960 nur einen Anteil von vier Prozent am Aktienbesitz der 500 größten Unternehmen der Rangliste von Standard & Poor's hielten, stieg dieser Anteil auf 9,4 Prozent im Jahr 1970 und 23 Prozent in 1988.²⁵

Durch diese Akkumulation von Anlagevermögen ergibt sich eine erhebliche Machtkonzentration in der Hand institutioneller Investoren, sowohl gegenüber anderen (insbesondere produzierenden) Unternehmen als auch gegenüber dem Staat.²⁶ Diese Machtposition wird noch intensiviert durch

zinstitutionen, vgl. R. Hollingsworth, *The Institutional Embeddedness of American Capitalism*, in: *Political Economy of Modern Capitalism* hrsg. von Crouch/Streeck (Anm. 15), S. 138.

22 Quelle: OECD, *Institutional Investors Statistical Yearbook 1997*, Paris 1997, S. 20.

23 A. Harms, *Privatizing Hegemony: Institutional Investors and the Reproduction of Neoliberalism*, Paper prepared for Presentation at the 38th Annual Meeting of the International Studies Association, Toronto, 18-22 March, 1997, S. 15.

24 Harms, *Privatizing Hegemony* (Anm. 11), S. 21.

25 M. Mizruchi/L. Stearns, *Money, Banking and Financial Markets*, in: *The Handbook of Economic Sociology*, hrsg. von Smelser/Swedberg, Princeton 1994, S. 327.

26 Begrenzt ist allerdings ihre Machtposition gegenüber den individuellen Investoren, die die Fonds finanzieren. Auf Grund des boomenden Anlagemarktes hat sich in den USA in den letzten Jahren ein zunehmender Wettbewerb zwischen Investmentfonds entwickelt, der schließlich den „Verbrauchern“ zugute kommt. Besonders eindrucksvoll beschrieben ist diese Entwicklung in: *All Capitalists Now: A Survey of Fund Management*, in: *The Economist*, October 25th, 1997. Dieser Wettbewerb ändert jedoch nichts an den beschriebenen Konzentrationsprozessen und der Machtstellung gegenüber Unternehmen und Staat.

eine relativ starke Akkumulation von Vermögen in der Hand einiger weniger großer Fonds. Weiterhin zeichnen sich institutionelle Investoren durch ein hohes Maß an kollektivem („Herden“) Verhalten aus, sei es durch gemeinsame Bewertungskriterien von Unternehmensaktivitäten, der Orientierung am Handeln anderer, insbesondere renommierter Investoren („noise trading“) oder durch automatisierte Kauf-/Verkauf-Systeme, die sich an Preissignalen anderer Marktteilnehmer ausrichten.²⁷

Verschiedene Indikatoren weisen darauf hin, daß sich dieser Konzentrationsprozeß weiter fortsetzt, insbesondere durch die aktuellen Übernahmen bzw. Fusionen im Finanzsektor. In jüngster Zeit gerieten die Aktivitäten institutioneller Investoren schließlich auch in die Schlagzeilen der politischen Berichterstattung, indem z.B. aus der öffentlich deklarierten Aversion von George Soros gegenüber der Aufnahme Burmas in die ASEAN auf eine führende Rolle des von Soros geleiteten Quantum-Fonds bei der Destabilisierung der Währungen einiger ASEAN-Staaten geschlossen wurde.²⁸

Im Vordergrund sollen hier jedoch nicht die Rolle institutioneller Investoren auf den Geldmärkten, sondern jene bei der Unternehmensfinanzierung stehen. Hier hat sich seit den achtziger Jahren insbesondere in den USA eine qualitative Veränderung ergeben. Seit diesem Zeitpunkt beschränken sich institutionelle Investoren bei Unzufriedenheit mit der Wertentwicklung eines Unternehmens nicht mehr auf eine „Abstimmung mit den Füßen“ und verkaufen dessen Aktien, sondern nehmen direkt Einfluß auf die Unternehmensführung.²⁹ Notwendig wird dieses Verhalten nicht zuletzt durch die zunehmende Vermögenskonzentration bei den institutionellen Investoren – die Exit-Option wird nunmehr zu riskant, weil beim Verkauf von Aktien in großem Rahmen ein erheblicher Preisverfall droht. Dadurch entstehen direkte Auswirkungen des oben dargestellten Konzentrationsprozesses auf den Produktionssektor, in erster Linie durch eine verstärkte Betonung des kurzfristigen „shareholder values“:

27 Eine detaillierte Analyse der Mechanismen und des Ausmaßes dieses Konzentrationsprozesses findet sich bei Harms: *Privatizing Hegemony* (Anm. 9). Das Abweichen der Investitionsentscheidungen von Fondsmanagern von der Annahme einer effizienten Marktstruktur schildert sehr anschaulich C. Pratten, *The Stock Market*, Cambridge 1993.

28 Zunehmende Konzentrationsprozesse im Finanzsektor und der damit einhergehende Machtzuwachs von Investmentbankern führte bereits zu Beginn des Jahrhunderts zu einer Reihe von Studien mit weitreichenden politischen Implikationen, z.B. von Brandeis, Hilferding und Lenin, vgl. L. Stearns, *Capital Market Effects* (Anm. 20), S. 176.

29 Bereits die klassische Form der Beeinflussung durch individuelles Kauf-/Verkaufverhalten führte bereits zu einem erheblichen Einfluß dieser Investoren auf Unternehmensentscheidungen, z.B. in Bezug auf die Höhe der Dividendenausschüttung oder die Option von Unternehmensankäufen bzw. -fusionen. Dabei handelte es sich jedoch eher um eine indirekte, „strukturelle“ Einflußnahme, vgl. B. Mintz/M. Schwartz, *Capital Flows and the Process of Financial Hegemony*, in: *Structures of Capital: The Social Organization of the Economy*, hrsg. von Zukin/DiMaggio, Cambridge 1990, S. 209-212.

„Since American management during the past half century has been evaluated more and more by the current selling price of the stocks and bonds of the company it manages, the American corporate structure has increasingly become embedded in an institutional arrangement placing strong incentives on short-term considerations... Thus, American management is preoccupied with boosting stock prices.“³⁰

Bisher liegen allerdings nur wenige Untersuchungen über die konkrete Art und Weise der Einflußnahme institutioneller Investoren auf die Unternehmensführung vor.³¹ Unumstritten ist jedoch, daß die zunehmende Prominenz institutioneller Investoren hier zu gravierenden Konsequenzen führt. Neben dem „vorausiehenden Gehorsam“ der Manager mit Blick auf die Aktienkurse treten hier zunehmend direkte Interventionen. Institutionelle Investoren nehmen – insbesondere im Vergleich zu individuellen Aktienbesitzern – vermehrt Einfluß auf Themen wie den Erwerb von Unternehmensbeteiligungen, die Entlohnung des Managements oder das Volumen der Ausgaben für Forschung und Entwicklung. Gleichzeitig zwingen sie das Management dieser Firmen zu gravierenden Umstrukturierungen, mit dem Ziel einer renditeorientierten Effizienzsteigerung aller Unternehmenssteile.³²

Bisher allerdings ergeben sich keine Anzeichen, daß die zunehmende Rolle institutioneller Investoren bei der Unternehmensfinanzierung nicht kompatibel wäre mit der Funktionsweise der Marktprozesse im atlantischen Kapitalismusmodell. Statt dessen scheint sich hier eine Nichtmarktstruktur herausgebildet zu haben, die geradezu in idealtypischer Form jene sozialen Strukturen verkörpert, in denen dieses Marktmodell traditionell eingebettet ist, während die Sozialstruktur der Nachkriegszeit sich eher als eine temporäre Ausnahmeerscheinung darstellt. Gerade der aktuelle Konzentrationsprozeß im amerikanischen Investmentbereich macht jedoch den Mechanismus, bei dem die Finanzmärkte als Nichtmarktstrukturen wirken, zunehmend deutlich:

„The mechanisms that produce financial unity and the structural position of capital suppliers in an economy, fueled by the availability of investment funds, place financial institutions outside of the traditional market model studied by economists.“³³

30 R. Hollingsworth, *Institutional Embeddedness* (Anm. 2f), S. 138.

31 Als aktuelle Zusammenfassung vgl. C. Brancato, *Institutional Investors and Corporate Governance: Best Practices for Increasing Corporate Value*, Chicago/London/Singapore 1997.

32 Für einen zusammenfassenden Überblick über diese Entwicklungen vgl. Mizruchi/ Stearns, *Money Banking, and Financial Markets* (Anm. 25), S. 327-329.

33 Mintz/Schwartz, *Capital Flows* (Anm. 29) S. 222.

4. (Nichtmarktstrukturen bei der) Uaternnehmensfinanzierung im deutschen Kapitalismus

Auch beim deutschen Kapitalismusmodell sind die Märkte hinsichtlich der Unternehmensfinanzierung in eine Nichtmarktstruktur eingebettet, eine Nichtmarktstruktur, die sich allerdings radikal von jener des US-Kapitalismus unterscheidet.³⁴ Deutsche Unternehmen sind in noch stärkerem Maße als amerikanische soziale Institutionen, nicht nur ihren Eigentümern, sondern auch ihren Arbeitnehmern, ihren Zulieferern und Kunden, dem Staat und der Öffentlichkeit (den „Stakeholders“) verpflichtet, so daß das Argument der Einbettung ausgesprochen plausibel erscheint. Ähnliches gilt auch für ihre Finanzierung, die einem sehr speziellen Muster folgt:

Entscheidend für die Unternehmensfinanzierung im deutschen Kapitalismus ist die Institution der „Hausbank“. Unternehmen finanzieren sich im Regelfall nicht über die Ausgabe von Aktien an der Börse, sondern durch Eigenkapital oder Bankkredite bei ihrer Hausbank sowie anderen Banken. Hausbanken stellen nicht nur einen relativ hohen Anteil der kurz- und langfristigen Unternehmensfinanzierung bereit, sondern halten – im Falle einer Aktiengesellschaft – häufig auch einen nicht geringen Anteil an den Aktien der entsprechenden Unternehmen. Ein dritter Pfeiler der dominanten Position der Banken bei der Unternehmensfinanzierung (von Aktiengesellschaften) in diesem Kapitalismusmodell besteht in ihrer Wahrnehmung von Depotstimmrechten auf Unternehmensversammlungen. Verstärkt wird die personelle und finanzielle Verflechtung zwischen deutschen Banken und Unternehmen durch die Beteiligung der Industriekonzerne an den Banken, auch wenn diese etwas geringer proportioniert sind.

Diese Form der Einbettung von Marktstrukturen hat gravierende Konsequenzen für die Entscheidungsfindung in deutschen Unternehmen, die an der Börse notiert sind. Manager müssen sich nach diesem Modell mit gut organisierten Vertretern von Arbeit und (hier im Mittelpunkt stehend:) Kapital arrangieren, die häufig direkt in der Entscheidungsfindung partizipieren. Der Entscheidungsprozeß mag dadurch länger dauern, dafür fällt die Implementation der gemeinsam getroffenen Entscheidungen umso leichter. Außerdem führt diese Form der Unternehmensfinanzierung zu einer vergleichsweise langfristigen Perspektive hinsichtlich des Wohlergehens des Unternehmens, ausschlaggebend sind weniger kurzfristige Kursbewegun-

³⁴ Dieses Kapitel stützt sich auf W. Streeck, *German Capitalism: Does It Exist? Can It Survive?*, in: *Political Economy of Modern Capitalism*, hrsg. von Crouch/Streeck (Anm. 15), S. 33-54. Eine ähnliche Beschreibung findet sich bei M. Albert, *Kapitalismus contra Kapitalismus* (Anm. 14), Kapitel 5.

gen an den Aktienmärkten als die langfristige Bonität der von den Hausbanken getätigten Ausleihungen.³⁵

In den letzten Jahren ist die Stabilität dieser Nichtmarktstruktur des deutschen Kapitalismusmodells allerdings erheblich erschüttert worden, vor allem durch den deutschen Einigungsprozeß sowie die Globalisierung der Finanz- und Produktmärkte. Insbesondere die finanzielle Globalisierung führt zu einer Lockerung der engen Bindung zwischen Unternehmen und ihren Hausbanken und damit zu einer Veränderung der für das deutsche Modell typischen Form der Unternehmensfinanzierung. Deutsche Unternehmen nutzen die globalisierungsbedingte Ausweitung des Angebotes potentieller Finanzierungsquellen, um sich aus der Beaufsichtigung der Hausbanken zu lösen und um die für die Globalisierung ihrer Produktion benötigten Finanzmittel zu möglichst günstigen Konditionen zu beschaffen. Gleichzeitig versuchen deutsche Banken, sich auf globalisierten Finanzmärkten zusätzliche Verdienstmöglichkeiten, zum Beispiel im Investmentbanking, zu beschaffen. Diese Entwicklung hin zu einer veränderten Nichtmarktstruktur bei der Unternehmensfinanzierung im deutschen Kapitalismus läßt sich an verschiedenen Indikatoren zeigen, ganz besonders deutlich jedoch an der steigenden Rolle der für das amerikanische Modell in letzter Zeit so charakteristischen institutionellen Investoren.

5. Aktuelle Transferprozesse im Bereich der Unternehmensfinanzierung

In jüngster Zeit nimmt die Relevanz institutioneller Investoren auch in der Bundesrepublik rapide zu, insbesondere in der Form von Investmentfonds. Noch ist der Anteil aller Investmentfonds am Aktienkapital deutscher börsennotierter Unternehmen mit acht Prozent relativ gering,³⁶ bei einzelnen Unternehmen halten jedoch allein internationale institutionelle Investoren bereits Anteile von 20 Prozent und mehr (z.B. Veba 13 Prozent, Siemens 18 Prozent, RWE 19 Prozent, BASF 27 Prozent, Hoechst 51 Prozent).³⁷ Eine weitere Erhöhung der Anteile ist zu erwarten, wenn man das dynamische Wachstum berücksichtigt (Siemens vor vier Jahren nur 15 Prozent, RWE nur 16 Prozent; BASF vor sieben Jahren nur 23 Prozent; Veba vor

35 Diese Diskussion der Unternehmensfinanzierung hat sich auf Aktiengesellschaften (gemeint sind in erster Linie die großen, börsennotierten Publikumsgesellschaften) beschränkt, eine Eigenschaft, die nur für eine Minderheit deutscher Unternehmen zutrifft. Diese Eingrenzung läßt sich jedoch rechtfertigen, da bei den übrigen Unternehmen – zumindest im Vergleich zu Unternehmen im atlantischen Kapitalismusmodell – eine dem Hausbanken-Typ ähnlich ausgerichtete Governance-Struktur (gut organisierte Kapitaleigner mit langfristiger Orientierung am Unternehmenserfolg) vorliegt.

36 Restliche Aktienverteilung: Unternehmen 42 Prozent, Banken 10 Prozent, Versicherungen 12 Prozent, Privat 15 Prozent, Stand Ende 1995, Quelle: FAZ.

37 Quelle: A. Balzer/A.Nölting, Großanleger greifen an: Internationale Fonds gegen deutsche Manager, in: manager magazin 27 (1997) 8, S. 72-89.

elf Jahren nur ein Prozent, Hoechst nur 35 Prozent)³⁸ Auch das Vermögen der von deutschen Investment-Gesellschaften geführten Aktienfonds hat sich in den letzten fünf Jahren mehr als verfünffacht, es betrug Ende 1996 65,2 Mrd. DM, wobei gut die Hälfte davon in deutschen Aktien angelegt wurde.³⁹ Ein weiteres dynamisches Wachstum wird vermutet, weil die Erosion des Systems der gesetzlichen Altersversorgung eine wachsende Nachfrage nach Aktienfonds erwarten läßt. Ausgehend von der verstärkten Relevanz institutioneller Investoren im rheinischen Kapitalismussystem stellt sich nun die Frage nach den Konsequenzen dieser transnationalen Aktivitäten für die Zukunft der rheinischen Marktwirtschaft sowie ihrer Bewertung. Dabei beschäftige ich mich zunächst mit den direkt betroffenen Teilaspekten des rheinischen Modells (Bankwesen, Unternehmensfinanzierung), um anschließend einige Auswirkungen auf das Gesamtsystem zu thematisieren und zu bewerten.

Die aktuellen Veränderungen im deutschen Finanzsektor sind unübersehbar. In den letzten Jahren wurden bei den meisten deutschen Banken Reformen durchgeführt, insbesondere in Form des Aufbaus des Investmentbankings (besonders spektakulär: Deutsche Bank/Morgan Grenfell, Dresdner Bank/Kleinwort Benson), des Ausbaus von Research-Abteilungen und der jüngsten Welle von Fusionen/Übernahmen (v.a. Vereinsbank/Hypo-Bank, Bankges. Berlin/Nord LB). Es stellt sich daher die Frage, ob diese Reformen auf die Aktivitäten der institutionellen Investoren kausal zurückgeführt werden können und ob sie den grundlegenden Charakter des deutschen Bankwesens verändern. Auch wenn diese Entwicklungen relativ neu sind und systematische Analysen dazu noch nicht vorliegen, bestehen doch Anhaltspunkte dafür, daß diese Fragen positiv beantwortet werden müssen. Ersten Berichten zufolge führt das vermehrte Engagement deutscher Banken im Investment-Bereich zu einer Veränderung ihrer Unternehmenskultur, z.B. durch eine größere Selbständigkeit und höhere Gehälter von Investmentbankern gegenüber ihren Kollegen in den Kreditabteilungen. Auch die deutschen Investmentfonds, die in erster Linie von deutschen Banken verwaltet werden, verändern ihre traditionell zurückhaltende Verhaltensweise und nehmen auf den Hauptversammlungen der von ihnen finanzierten Unternehmen zunehmend kritisch Stellung.⁴⁰

Gleichzeitig sind die Veränderungen im Bereich der Finanzierung deutscher Unternehmen unübersehbar. Immer mehr Unternehmen gehen zur Finanzierung ihrer Investitionen an die Börse, anstatt ihren Finanzbedarf nur über Bankkredite zu erfüllen. Bereits an der deutschen Börse notierte

38 Quelle: ebenda.

39 BVI/Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften, Investment 97: Daten, Fakten, Entwicklungen, Frankfurt a. M. 1997, S. 10.

40 Vgl. Balzer/Nölting, Großanleger greifen an (Anm. 37), S. 80.

Unternehmen lassen sich nun auch an ausländischen Börsen, insbesondere an einer US-amerikanischen Börse, listen.⁴¹ Dabei müssen nicht nur Rechnungslegungsstandards modifiziert werden. Auch die Anreizstrukturen für Industriemanager ändern sich, indem sie über die Einräumung von Aktienoptionen – ebenfalls ein Import aus dem US-Modell – zunehmend mit dem Börsenkurs ihrer Unternehmen verknüpft werden. Bereits diese Entwicklungen bei der Unternehmensfinanzierung können zu gravierenden Veränderungen bei Grundmerkmalen des rheinischen Kapitalismusmodells führen, z.B. durch eine zunehmende Bewertung von Unternehmen am Aktienkurs anstatt der Zufriedenheit der verschiedenen „Stakeholder“. Sollten dann z.B. Aktienoptionsplänen auch noch relativ kurzfristig ausgelegt werden, ergeben sich besonders problematische Entwicklungen für das deutsche Modell:

„Es entsteht der Eindruck, Aktienoptionen würden in Deutschland bisher nicht als langfristiges Anreizinstrument im Sinne des Shareholder-Value-Ansatzes verwendet, sondern eher als kurzfristiges Instrument zur Gehaltsaufbesserung von Vorstandsmitgliedern. Dabei ergibt sich das zusätzliche Problem, daß Entlassungen und Betriebs-schließungen am Kapitalmarkt möglicherweise zu kurzfristigen Börsenkurssteigerungen führen, die dann von den Vorständen der betreffenden Unternehmen durch Optionsausübung zur Einkommenssteigerung genutzt werden können.“⁴²

Noch interessanter sind in diesem Zusammenhang jedoch die direkten Konsequenzen der zunehmenden Prominenz institutioneller Investoren für einzelne deutsche Industrieunternehmen.⁴³ Amerikanische institutionelle Investoren und das von ihnen getragene „International Corporate Governance Network“ kritisieren vehement die Praxis der Unternehmensaufsicht und die unzureichende Berücksichtigung des „Shareholder Values“ in deutschen Unternehmen. Sie verleihen ihren Anliegen auf verschiedenen Wegen Nachdruck, sei es durch die Aufstellung von Empfehlungen für die Gestaltung der Unternehmenskontrolle (z.B. Abschaffung von Mehrfach- oder Höchststimmrechten, die die traditionellen Eigentümer bevorzugen) oder durch die Forderung nach transparenten und international vergleichbaren Bilanzierungsstandards.

41 Zu den möglichen Gründen für ein Listing an einer ausländischen Börse vgl. K. Auer, International harmonisierte Rechnungslegungsstandards aus der Sicht der Aktionäre: Vergleich von EG-Richtlinien, US-GAAP und IAS, Wiesbaden 1997, S. 51-55.

42 W. Bernhardt/P. Witt, Aktienoptionen für Manager: Mehr Effizienz und Anreizverträglichkeit nötig, in: WZB-Mitteilungen 79, März 1998, S. 14.

43 Die nachfolgende Darstellung stützt sich in erster Linie auf den Beitrag von Balzer/Nölting, Großanleger greifen an, im manager magazin (Anm. 37); systematische wissenschaftliche Untersuchungen liegen dazu noch nicht vor.

Besonders deutlich wird die spezifische Vorgehensweise institutioneller Investoren und ihre Konsequenzen für Grundmerkmale des rheinischen Kapitalismusmodells bei den Methoden, die aggressive Investoren wie der kalifornische Pensionsfonds Calpers (California Public Employees Retirement System) bei den von ihnen gehaltenen Unternehmen anwenden:

1. Rasterfärdung nach Underperformern; wer schwach abschneidet, kommt auf eine Beobachtungsliste.
2. Anschreiben an Vorstandsvorsitzende (mit Mängelliste und Fristvorgabe für die Antwort).
3. Sanktionen gegen das Management, falls die Reaktion unbefriedigend ausfällt.⁴⁴

Selbst zurückhaltender agierende Investmentfonds bestellen jedoch regelmäßig deutsche Vorstände zu „One on Ones“, bei denen sie mit kritischen Fragen zu Details der Geschäftsentwicklung konfrontiert werden. Während ausländische institutionelle Investoren vor einigen Jahren bei ihren Interventionen auf den Hauptversammlungen deutscher Aktiengesellschaften zumeist scheiterten und Vorstände ihnen Gesprächstermine verweigerten, wird ihnen in jüngster Zeit seitens des Managements dieser Unternehmen ein deutlich zunehmendes Gewicht eingeräumt, so daß z.B. auf ihre Empfehlung hin Beteiligungen verkauft oder Unternehmensteile restrukturiert werden.

Auch diese Entwicklungen sind allerdings zu neu, um feststellen zu können, ob es sich dabei um isolierte Fälle oder um Massenentwicklungen handelt. Umstritten ist auch noch die Bewertung dieser Entwicklung. Als Vorteile werden z.B. niedrigere Kosten der Kapitalbeschaffung, die Bereitstellung von mehr Risikokapital, eine genauere Kontrolle der Unternehmensleitungen und die geringere Vermischung von Gläubiger- und Aktionärsinteressen genannt, zumal die starke Position der deutschen Banken im deutschen Kapitalismusmodell nicht unumstritten ist.⁴⁵ Kritiker dieser aktuellen Entwicklung heben hingegen die durch höhere Renditeerwartungen institutioneller Investoren entstehenden Hürden für Sachinvestitionen und die Fortsetzung von einzelnen Produktionsprozessen, oder die Gefahr zunehmender Konflikte zwischen Unternehmensführung und Arbeitnehmervertretung hervor.

44 Balzer/Nörling, Großanleger greifen an (Anm. 37), S. 74.

45 Kritik wird dabei traditionell auf Grund von Befürchtungen einer zu großen Machtkonzentration bei den deutschen Großbanken laut; für einen aktuellen Überblick über diese Diskussion vgl. G. Engenhardt, Die Macht der Banken: Politische Positionen zur Neuregelung der gesetzlichen Grundlagen, Wiesbaden 1995. Zudem wird der Effizienzvorteil des Hausbanken-Modells und seine Governance-Effekte bezweifelt, insbesondere durch J. Edwards/K. Fischer, Banks, Finance and Investment in Germany, Cambridge 1994.

6. Konsequenzen der Übertragung von Nichtmarktstrukturen

Wesentlich gravierender als diese technischen und wirtschaftspolitischen Einzelfragen ist allerdings die Möglichkeit einer grundlegenden Transformation, die durch die Übertragung dieser nichtkonventionellen Struktur der Unternehmensfinanzierung im rheinischen Kapitalismusmodell ausgelöst werden kann. Einige der hier identifizierten Indizien weisen auf eine grundsätzliche Unverträglichkeit einer prominenteren Rolle institutioneller Investoren mit diesem Kapitalismusmodell hin (z.B. Kurzfristigkeit von Investitionen, vermehrte innerbetriebliche Konflikte).

Ob eine solche Unverträglichkeit existiert, kann bisher noch nicht klar entschieden werden, zumal es auch vom weiteren Willensbildungsprozeß bei Unternehmen, Gewerkschaften und staatlichen Instanzen abhängt. Auch wenn eine ausgeprägte Börsenfinanzierung von Unternehmen und eine dabei zentrale Rolle institutioneller Investoren dem deutschen Kapitalismusmodell zunächst fremd sind, kann nicht ausgeschlossen werden, daß sie doch kompatibel gestaltet werden. Allerdings wären dazu einige Modifikationen des in den USA dominanten Modelles notwendig. So müssen sich Investmentfonds (und ihre Kunden) ja nicht zwangsläufig an der kurzfristigen Kursentwicklung von Aktien orientieren, denkbar sind auch alternative Bewertungskriterien: Ökologie-orientierte Fonds existieren in der Bundesrepublik bereits, manche US-Pensionsfonds investieren zudem nicht in die Rüstungs- oder Tabakindustrie.⁴⁶

Besonders interessant für das deutsche Kapitalismusmodell wäre eine Orientierung am langfristigen Erhalt und der Entwicklung von Humankapital (statt kurzfristigem „downsizing“, das von den Aktienkursen zumeist mehr honoriert wird), wie z.B. vom „Working Ventures Canadian Fund“ (kanadischer gewerkschaftsorientierter Pensionsfonds) bereits praktiziert.⁴⁷ Eine entsprechende Orientierung liegt insofern nahe, als im Zuge des Aufbaus eines privaten Systems der Altersversorgung in der Bundesrepublik ebenfalls im großen Maßstab Pensionsfonds entstehen könnten, deren Finanziers – in erster Linie die Arbeitnehmer – dann nicht unbedingt an einer Anlagepolitik Interesse haben, die ihre Arbeitsplätze und -bedingungen gefährdet, auch wenn sie dafür ggf. Abstriche an der Altersversorgung hinnehmen müßten.⁴⁸ Darüber hinaus kann die vermehrte Börsennotierung

46 Für einen Überblick über entsprechende Aktivitäten in den USA vgl. P. Kinder/S. Lydenberg/A. Domini, *Investing for Good: Making Money While Being Socially Responsible*, New York 1993.

47 Für eine differenzierte Analyse der gewerkschaftlichen Möglichkeiten zur Ausübung einer arbeitnehmerfreundlichen Anlagepolitik durch Pensionsfonds in den USA vgl. T. Ghilarducci, *Labor's Capital: The Economics and Politics of Private Pensions*, Cambridge/London 1992, Kap.6.

48 Auf einen solchen Mechanismus weist z.B. François Chesnais hin: „In den Vereinigten Staaten und in Großbritannien ist es dem Finanzkapital gelungen, das Rentenniveau der

deutscher Unternehmen auch für betriebliche Beteiligungsmodelle genutzt werden, bei denen Belegschaftsaktien eine alternative Grundlage für das deutsche Mitbestimmungsmodell abgeben. Unterstützt werden könnten solche Mechanismen durch gesetzliche Regelungen, wie z.B. bei der aktuellen Gesetzgebung im Vermögensbildungsbereich, aber auch hinsichtlich der Besteuerung von Spekulationsgewinnen.

Ironischerweise ist schließlich bei einer Fortsetzung des Konzentrationsprozesses bei institutionellen Investoren auch eine Annäherung der Verhaltensweisen der Kapitalvertreter zwischen dem rheinischen und atlantischen Modell denkbar, sollten den institutionellen Investoren durch die bei dem Verkauf von Aktien drohenden Kursverluste die „Exit“-Option versperrt werden, so daß sie – darin den Hausbanken vergleichbar – ein vermehrtes Interesse in die langfristige Entwicklung der von ihnen finanzierten Unternehmen nehmen werden.

Welche Gefahren allerdings bei einer selektiven Übertragung von Nichtmarktstrukturen auf andere Kapitalismusmodelle drohen, wird z.B. beim schwedischen Modell der aktiven Arbeitsmarktpolitik deutlich. Hier hat in der Vergangenheit die enge Zusammenarbeit von Staat, Gewerkschaften und Unternehmern zur hohen Mobilität der schwedischen Arbeitnehmer beigetragen, einer wichtigen Quelle komparativer Vorteile. Die Einbeziehung der Gewerkschaften in das Management einer aktiven Arbeitsmarktpolitik führte dazu, daß die Arbeitnehmer ein hohes Vertrauen in die Erreichung des gemeinsamen Zieles der Vollbeschäftigung setzten und daher bereit waren, Arbeitsplatzwechsel zu akzeptieren. Heute wird diese dreiseitige Zusammenarbeit im Namen des Liberalismus herausgefordert, und die Interessenvertretungen von Arbeitgebern und Arbeitnehmern nähert sich immer mehr dem amerikanischen Lobbying-Modell an, was im Endeffekt zu einem Verlust eines wichtigen Vorzuges der schwedischen Ökonomie führen kann.⁴⁹

Auch wenn es nicht zu den hier angedeuteten Inkompatibilitäten, sondern „nur“ zu einer globalisierungsbedingten Anpassung des rheinischen Modells an ein künftiges (US-amerikanisches) Standardmodell kommt, besteht schließlich die Möglichkeit, daß diese Probleme nicht nur für die „stakeholders“ des rheinischen Kapitalismus zu Wohlstandsverlusten führen, sondern auch für einen globalen Verlust an ökonomischer Leistungsfähigkeit sorgen werden:

ehemaligen Arbeitnehmer von der Unerbittlichkeit abhängig zu machen, mit der ihre im Erwerbsleben stehenden Genossen ausgebeutet werden.“, in: Die Renteneinkommen von morgen werden an der Börse gehandelt, *Le Monde Diplomatique*, April 1997.

49 C. Crouch/W. Streeck, Introduction, in: *Political Economy of Modern Capitalism*, hrsg. von Crouch/Streeck (Anm. 15), S. 13. Für ein ähnliches Argument hinsichtlich der Inkompatibilität deutscher Nichtmarktstrukturen mit dem französischen Modell des Kapitalismus vgl. R. Boyer, *French Statism at the Crossroads*, ebenda, S. 92f.

„To the extent that national or other institutional specificities serve as niches allowing firms and economies to develop competitive new products and processes, their disappearance must diminish the aggregate entrepreneurial creativity and vitality of capitalism as a system. It is furthermore highly unlikely that any one approach to running a capitalist economy will monopolize all the virtues – which would seem to offer good Popperian, or even Hayekian, reasons for seeking to preserve the innovative potential inherent in a healthy level of „socio-diversity“ within global capitalism.“⁵⁰

⁵⁰ Crouch/Streeck: Introduction (Anm. 15), S. 15.