



Michael Faust

Lukas Thamm

SOFI

Soziologisches Forschungsinstitut Göttingen
an der Georg-August-Universität

**Wie viel „Finanzmarktkapitalismus“
gibt es in Deutschland?
Indikatoren der Kontroll-Finanzialisierung
von 1990 bis heute.**

soeb-Working-Paper 2015-5

Forschungsverbund Sozioökonomische Berichterstattung

Internet: www.soeb.de

Koordination: Soziologisches Forschungsinstitut Göttingen (SOFI) e.V.

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung	4
Abstract	4
1. Einleitung	6
2. Rechtsformen von Unternehmen und Börsennotierung	16
2.1 Potentiell börsenfähige Rechtsformen.....	17
2.2 Börsennotierte Unternehmen	19
3. „Auflösung der Deutschland AG“ oder die (begrenzte) Finanzialisierung der 100 größten Unternehmen in Deutschland	25
3.1 „Erosion der Deutschland AG“	29
3.2 Rechtsformen, Börsennotierung, Eigentümerstruktur.....	37
4. Eigentümerstruktur börsennotierter Unternehmen: Institutioneller Streubesitz versus Ankerinvestoren	44
4.1 Datenquellen und Methoden	44
4.2 Aktionärsstruktur nach gesamtwirtschaftlicher Finanzierungsrechnung.....	46
4.3 Aktionärsstruktur nach Meldepflicht der Depotbanken	52
4.4 Ankerinvestoren bei börsennotierten Unternehmen aus dem DAX.....	54
4.4.1 Frühere Untersuchungen der Aktionärsstruktur börsennotierter Unternehmen: 1990 (Franks/Mayer 2001) und 1991 (Jenkinson/Ljungqvist 2001)	59
4.4.2 Frühere Untersuchung der Aktionärsstruktur börsennotierter Unternehmen: 1995 – 2006 (Ampenberger 2010).....	63
4.4.3 Frühere Untersuchung der Aktionärsstruktur börsennotierter Unternehmen: 2008 (Fichtner 2009)	63
4.4.4 Eigene Untersuchung der Aktionärsstruktur börsennotierter Unternehmen 2014..	66
4.4.5 Zwischenfazit: Anteile Ankerinvestoren im Zeitablauf	72
4.5 Familien und Gründer als Ankerinvestoren in börsennotierten Unternehmen.....	73

5. Fazit und Ausblick.....	80
5.1 Rechtsformen und Börsennotierung: schwache Finanzialisierungsindikatoren.....	82
5.2 Erosion der Deutschland AG – begrenzte Einsichten zur Finanzierung der Unternehmenswelt.....	844
5.3 Konstellationen mit Ankerinvestoren nehmen ab, aber bleiben relevant.....	86
5.4 Profit-Finanzialisierung – eine ergänzende Betrachtung	89
5.5 Die Dimensionen der (Kontroll-)Finanzialisierung in der Zusammenschau.....	90
Literatur.....	101
Anhang.....	109
A. 3.1 Kapitalverflechtungen in Deutschland.....	109
A.4.1 Verteilung des Aktienbesitzes nach Finanzierungsrechnung der Deutschen Bundesbank – frühere Studien.....	110
A.5.1: Profitfinanzialisierung.....	111

Zusammenfassung

Wem die Unternehmen gehören, wie und von wem die Unternehmensleitung beaufsichtigt wird und wie verschiedene Anspruchsgruppen auf die Unternehmenspolitik Einfluss nehmen können, stellt ein zentrales Element einer sozioökonomischen Formation dar. Seit den 1990er Jahren stellt die Finanzialisierung des Unternehmens bzw. die Herausbildung eines „Finanzmarktkapitalismus“, in dem börsennotierte Unternehmen in institutionellem Streubesitz dominieren, eine Tendenz des sozioökonomischen Wandels dar. Diese wird als Abkehr vom „organisierten Kapitalismus“ der Nachkriegsformation interpretiert, die womöglich mit Wachstums- und Innovationsschwäche und verschlechterten Teilhabechancen einhergeht. Wie auch immer diese Effekte und ihre Verursachung zu beurteilen sind, schon der Grad der Verbreitung der Finanzialisierung ist strittig. Das vorliegende Working Paper prüft daher anhand zentraler Indikatoren der Kontroll-Finanzialisierung für den Zeitraum von 1990 bis zum aktuellen Rand, inwieweit sich die Finanzmarktkapitalismus-Konstellation überhaupt durchgesetzt hat. Die Entwicklung der Börsennotierung von Unternehmen ebenso wie die im internationalen Vergleich schwach ausgeprägte Börsenkapitalisierung zeigt eine begrenzte und nicht fortschreitende Kontroll-Finanzialisierung an. Die sprichwörtliche Auflösung der Deutschland AG, visualisiert über die Kapitalverflechtungen innerhalb des Kreises der 100 größten Unternehmen Deutschlands, stellt ein wichtiges Desorganisationsphänomen dar, ist aber aus verschiedenen Gründen ein unzureichender und irreführender Indikator für die Finanzialisierung der Unternehmenslandschaft. Die Analyse der Eigentumsstrukturen börsennotierter Unternehmen zeigt schließlich, dass die Konzentration des Eigentums im Zeitablauf zwar abnimmt, aber auch in 2014 58 Prozent der börsennotierten Unternehmen durch „geduldiges Kapital“ in Form eines Ankerinvestoren mit Sperrminorität gekennzeichnet sind, wobei Familien und Gründer eine wichtige Rolle spielen. In der Gesamtschau verschiedener Dimensionen der Finanzialisierung (strukturell, institutionell, kognitiv-kulturell) kann man für Deutschland in den 1990er Jahren einen Finanzialisierungsschub konstatieren, der aber eine begrenzte Reichweite hat und in seinen Wirkungen durch Gegenbewegungen und widersprüchliche Elemente modifiziert wird.

Abstract

To whom corporations belong, how they are governed and how different stakeholders can influence corporate strategies builds a cornerstone of a socio-economic formation. Since the early 1990s control financialization or the rise of a Financial Market Capitalism (in which listed corporations with dispersed institutional ownership are dominant) has been a tendency of socio-economic change in Germany. It marks a turning away from post-war “organized capitalism” that seems to go along with decreasing growth rates and with decreasing corpo-

rate innovativeness and social inclusiveness. Whatever the effects of increasing financialization may be, the degree of financialization itself is a controversial issue. Therefore, the Working Paper at hand examines in how far a Financial Market Capitalism has prevailed in Germany by analyzing core indicators of control financialization from 1990 to date. Both the development of stock exchange quotation as well as of market capitalization which is low compared to other OECD countries indicate a confined financialization which is not growing across the whole period. The proverbial dissolution of “Germany Inc.”, visualized by the dissolution of equity stakes between the 100 largest German companies, depicts an important element of corporate disorganization, however, it is an inadequate and misleading indicator of control financialization for several reasons. Finally, the analysis of corporate ownership of listed companies illustrates that ownership concentration decreases over time but still in 2014 58 percent of all listed corporations are characterized by “patient capital” in the form of an anchor investor with a blocking minority, often provided by families and founders. Embracing different dimensions of financialization (structural, institutional, cognitive-cultural) we witness a push to financialization in Germany during the 1990s. However, it is of a limited reach and its possible effects are modified by counter movements and contradictory elements.

1. Einleitung¹

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

Wir orientieren im Folgenden auf Formationsunterscheidungen, die sich wesentlich an den Eigentumsstrukturen und/oder Finanzierungsstrukturen von Unternehmen und der jeweiligen Governance festmachen. Autoren, die so vorgehen, fixieren die Vorläuferkonfigurationen entweder als Managerkapitalismus/organisierter Kapitalismus/kooperativer Kapitalismus (Beyer 1998, 1999; Windolf 2005b; Windolf/Beyer 1995), bank-based oder bank-dominated system bzw. Insidersystem (Vitols 2005; Schmidt/Tyrell 2004; zusammenfassend Faust 2013). All diese Formationsbezeichnungen dienen zur Charakterisierung Deutschlands zumindest bis in die 1990er Jahre, so dass die damit gegebene zeitliche Phaseneinteilung nicht mit derjenigen übereinstimmt, die meist für die Erosion des Fordismus und den Beginn der Umbruchphase (oder des Postfordismus) gegeben wird. Letztere wird üblicherweise früher angesetzt (manchmal schon mit dem Ende von Bretton-Woods 1971), wobei unterstellt wird, dass sich Anfangsimpulse der Veränderung mit Zeitverzögerungen in verschiedenen gesellschaftlichen Sphären ausbreiten (Deutschmann i.E.). Die Frage nach der Terminierung des Umbruchs ist aber generell schwierig zu beantworten, wenn man von graduellen institutionellen Wandel bzw. graduellen Veränderungen von Praktiken ausgeht, die potentiell transformativ sind (Streeck/Thelen 2005). Graduellen, aber transformativen Wandel theoretisch vorzusehen, enthebt nicht von der Aufgabe, näher zu bestimmen, welches Ausmaß von (noch dazu mehrdimensionalen) Wandlungsprozessen den Marker „transformativ“ verdient. Oder anders ausgedrückt: wann Quantität in Qualität umschlägt.

Weil sich die verschiedenen Literaturgattungen und Forschungsrichtungen nur teilweise aufeinander beziehen, bleiben mögliche Verbindungen zwischen den Grundstrukturen

¹ Die vorliegende Publikation erscheint als Working-Paper im Rahmen des Verbundprojekts „Dritter Bericht zur sozioökonomischen Entwicklung in Deutschland“ (soeb 3) und enthält wesentliche Ergebnisse des Arbeitspakets 3. Die Fragestellung des vorliegenden Papers ist aber auch eine Teilfragestellung des von der Hans-Böckler-Stiftung finanzierten Forschungsprojekts „Finanzmarktorientierung und Mitbestimmung“, das Jürgen Kädtler und Michael Faust am SOFI durchgeführt haben, in dessen Rahmen wesentliche Arbeiten für dieses Working Paper erbracht wurden. Unser Dank geht also gleichermaßen an das BMBF für die Förderung von soeb und an die Hans-Böckler-Stiftung für die Förderung des Forschungsprojekts „Finanzmarktorientierung und Mitbestimmung“.

des Fordismus (auch wenn man zwischen den Elementen des Produktions- und Sozialmodells unterscheidet (Baethge/Bartelheimer 2005)) und den genannten Kapitalismusformationen oder „Financial Systems“ meist unbeachtet; sie werden jedenfalls nicht theoretisch verknüpft. Ob der Konnex von Massenproduktion und Massenkonsum besser in einem „market-based system“ (dem Gegenstück zum bank-based system) erblühen kann oder ob das irrelevant dafür ist, wird nicht analysiert. Die Kennzeichnung der deutschen Verhältnisse als „bank-based system“, als „organisierter Kapitalismus“ oder als spezifische Variante des „Managerkapitalismus“ kann jedenfalls als eine Unterscheidung des „bundesdeutschen Fordismus“ vom USA-Pendant genommen werden. Diese Merkmalskomplexe werden üblicherweise und von einigen Autoren bis heute (Schmidt/Tyrell 2004; jüngst Deeg 2011) als typologische Unterscheidungen für den Ländervergleich verwendet und korrespondieren dann weitgehend mit der dichotomen Unterscheidungen von Hall und Soskice (2001) zwischen liberalen und koordinierten Marktökonomien, für die die USA und Deutschland die paradigmatischen Fälle darstellen. Andere institutionelle Sphären der Koordination wie von Hall und Soskice (2001) vorgesehen (industrielle Beziehungen, (Berufs)bildung) können ebenfalls zur Unterscheidung zwischen bundesdeutschen und US-amerikanischem Entwicklungsmodell herangezogen werden. Ähnliches trifft für die wohlfahrtsstaatlichen Arrangements zu, die im „Varieties of Capitalism“-Ansatz (VoC) nicht modelliert wurden, aber offenbar in einem Wahlverwandtschaftsverhältnis gedacht sind (Hall/Gingerich 2004). Je mehr man im historischen Vergleich die bundesdeutschen Unterschiede in der fordistischen Entwicklung betont, desto dünner wird der Ausgangsbefund einer einheitlichen, zumindest die entwickelten kapitalistischen Gesellschaften umfassenden fordistischen Formation. Dies reflektiert ein grundlegendes Problem bei der Bestimmung von „spatio-temporal fixes“ (Jessop 2011): je mehr man am internationalen Vergleich interessiert ist, desto eher wird man auf die Unterschiede abheben und sich zugleich in die Gefahr begeben, diese Unterschiede als unveränderlich im Zeitablauf zu fixieren. Je mehr man an Wandel in der Zeit interessiert ist, desto eher wird man die raumübergreifenden Neuerungen betonen und diese zeitlich fixieren, während die sozialräumliche Differenzierung notorisch unterbelichtet bleibt. Aufmerksamkeit für letztere zu reservieren empfiehlt sich auch deswegen, weil diese vor Augen führen kann, dass es auch bei gleichgelagerten Problemen kulturell und institutionell geprägt unterschiedliche Optionen für die Problembearbeitung gibt.

Was nun die Frage angeht, wodurch nach einer Umbruchphase oder nach einer Phase neuer Unübersichtlichkeit der Fordismus abgelöst wird, oder wie der Begriff Postfordismus über das „danach“ hinaus inhaltlich ausfüllen lässt, gibt es eine Fülle von Antworten, die naturgemäß von der Auswahl der jeweils für konstitutiv gehalten Merkmale wirtschaftlicher bzw. gesellschaftlicher Organisation abhängen. Wenn man sich wie hier auf diejenigen Formationsunterscheidungen konzentriert, die sich wesentlich an den Eigentumsstrukturen

und/oder Finanzierungsstrukturen von Unternehmen und der jeweiligen Governance festmachen, stößt man auf breites Angebot an Formationsbezeichnungen. Zum einen handelt es sich um solche, die aus der international vergleichenden Forschung (sozialräumliche Differenzierung) stammen und nun für Alternativen auf der Zeitachse in Stellung gebracht werden. Dies gilt für das „liberale Modell“, das „market-based“ oder „market-dominated system“ oder wahlweise (in der Sprache der Corporate Governance Forschung) das „Outsider-System“, das üblicherweise mit dem US-Fall in Verbindung gebracht wird. Mehr oder weniger deutlich geht ein Teil der Literatur von einer faktischen Überlegenheit² des US-Modells (wie auch immer typologisch fixiert) aus, so dass das Nachfolgemodell des bundesdeutschen Fordismus aus einem Konvergenzprozess zum angelsächsischen Modell entsteht, das als natürlicher Verbündeter und Profiteur der „Globalisierung“ gilt (Streeck 1997). Etwas anders gelagert ist die Prognose oder Diagnose von Windolf (2005a, b; 2008), der sowohl in den USA (schleichend, verstärkt seit den 1980er Jahren) als auch mit Zeitverzug in Deutschland einen Übergang vom Managerkapitalismus zum „Finanzmarktkapitalismus“ gegeben sieht. Auch wenn die Ausgangskonstellation Managerkapitalismus sich zwischen den USA und Deutschland gravierend unterscheidet³, so sieht Windolf (ähnlich und Bezug darauf nehmend Deutschmann 2008; Dörre 2009) erst für die USA und mittlerweile auch für Deutschland einen „institutionellen Kapitalismus“ oder „Finanzmarktkapitalismus“ (FMK) entstehen. Konstitutiv hierfür ist der Aufstieg der „neuen Eigentümer“ (Windolf 2005a), der institutionellen Investoren. In den USA bündeln sie die Einflusspotentiale der verstreuten Kleinaktionäre und werden zum einzigen verbleibenden strategiefähigen Akteur auf der Eigentümerseite der börsennotierten Unternehmen, womit sich der Prozess in den USA als Konzentrationsprozess von Aktionärsesigntum beschreiben lässt, der aber nicht bis zur Herausbildung von Ankerinvestoren führt. Es bleiben Finanzinvestoren mit mehr oder weniger ausgeprägter Portfolio-Diversifizierung. In Deutschland treten institutionelle Investoren zunehmend an die freiwerdenden Stellen der sich auflösenden Deutschland AG, so das vorherrschende Bild, während zugleich durch institutionelle Reformen und eine Reihe großer Privatisierungen der

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

³ USA: breit gestreutes und machtloses Eigentum an börsennotierten Unternehmen, das mit einer nie gekannten Machtfülle der Topmanager der großen Unternehmen einhergeht; Deutschland: konzentriertes Eigentum in der Hand von Banken, Versicherungen und anderen Unternehmen, starke Stellung der Hausbanken aufgrund von eigenem Eigentum, Kreditvergabe, Depotstimmrecht und Aufsichtsratsmandaten, was aber als „Managerherrschaft“ qualifiziert werden kann, weil die zum Teil über Überkreuzverflechtungen und ein eng-geknüpfte Netzwerke von Aufsicht führenden Personen erfolgenden Checks und Balances jeweils von angestellten Managern ausgeübt werden. Ob aber diese gravierenden Unterschiede die nivellierende Rede von Managerherrschaft für beide Länder rechtfertigen, steht auf einem anderen Blatt. So gruppieren andere Autoren auch grundsätzlich anders und gruppieren die USA auch schon vor der „Institutionalisierung“ des Eigentums als Outsider-System, während das deutsche als Insider-System firmiert.

Zufluss ausländischer institutioneller Investoren gefördert wird, womit sich der Prozess in Deutschland als partieller Dekonzentrationsprozess beschreiben lässt, der aber nicht zum „Urzustand“ des amerikanischen Managerkapitalismus zurück führt, dem machtlosen Einzelaktionär. Gegenüber diesem stilisierten Bild gibt es eine Reihe von Einwänden. Nicht zuletzt ist zu betonen, dass es in Deutschland auch jenseits der Verflechtungen der Deutschland AG (dem Verflechtungszentrum, siehe Höpner 2003; Monopolkommission verschiedene Jahrgänge) strategische Ankerinvestoren (oftmals Familien) gab (Faust et al. 2011a). Hinzukommt dass die Diagnose des Finanzmarktkapitalismus (wie einige andere Konvergenzdiagnosen) regelmäßig unberücksichtigt gelassen, für welchen Teil der bundesdeutschen Wirtschaft der Sektor der börsennotierten Unternehmen steht. Im internationalen Vergleich zeigt sich, dass die Börsenkapitalisierung in Deutschland weiterhin vergleichsweise niedrig ist. Hinzukommt, dass selbst unter den börsennotierten Unternehmen viele sind, die weiterhin eine stabilen Ankerinvestor in Form von Familieneigentum, Stiftungen oder öffentlichem Eigentum aufweisen. Unter den 100 größten Unternehmen, die die Grundlage der Deutschland AG-Diagnose bildeten, sind nach den Zahlen der Monopolkommission (2008) nur 20 mit der Eigentümerkonstellation ausgestattet, die nach Windolf (2005b), den „Finanzmarktkapitalismus“ auszeichnet, nämlich institutioneller Streubesitz über 50 Prozent. Dies ist im Rahmen dieser Theorie ein durchaus wichtiger Befund, da nur in dieser Konstellation bzw. einem noch höheren Grad von Streubesitz (75%) ein wesentlicher Transfermechanismus wirksam sein kann, der die Übertragung der „operatorischen Logik der Finanzmärkte“ auf die „realwirtschaftlichen“ Unternehmen bewirkt: die Drohung mit feindlicher Übernahmen und die Herausbildung eines „market for corporate control“; so jedenfalls die Argumentation bei Windolf. Dies ist auch zugleich ein wesentlicher Mechanismus der Managerkontrolle in den „market-based systems“ bzw. den „outsider systems“. Neben der (in seiner Reichweite und Implikationen zu prüfenden) Einflussnahme institutioneller Investoren im Sektor börsennotierter Unternehmen ist die Kontrolle kleinerer und nicht-börsennotierten Unternehmen durch „Private Equity“-Finanzinvestoren zu beachten, wenn auch zum Teil die Exit-Strategie dieser Investoren in neue Börsennotierung münden kann (Spindler/Schmidt 2008).

Ohne sich auf eine Formationswechseldiagnose FMK festzulegen und empirisch wesentlich vorsichtiger bzw. abwägender argumentieren eine Reihe von Autoren, dass es in verschiedenen Dimensionen zu einem gravierenden, nicht-trivialen Wandel des deutschen Modelles gekommen ist. Das betrifft für die hier interessierenden Dimensionen sowohl die Eigentumsstrukturen, neue Strategien zentraler Akteure aus dem Bankensektor, die Finanzmarkt- und Corporate Governance Regulierung und die Modelle und Konzepte der Unternehmensführung betreffen (Goutas/Lane 2009; Lane 2003, 2005; Jürgens et al. 2000; Vitols 2003, 2004, 2005; Jackson 2005; Höpner 2003; Deeg 2011; zusammenfassend Faust et al. 2011a; Faust 2011). Diese Autoren halten zum Teil eine Konvergenz zum angelsächsischen

Modell für prinzipiell möglich (Lane 2003, 2005), betonen aber die Widersprüche zwischen den institutionellen Elementen der neu entstehenden Ordnung, deren weitere Austragung und Effekte beobachtet werden müssen. So ist es im Zuge der Anpassung der Corporate Governance Regeln an angelsächsische bzw. internationale Standards nicht zu einer Neufestlegung des Unternehmenszwecks im Sinne der Agency-Theorie gekommen – die pluralistische Unternehmenskonzeption blieb erhalten - und wesentliche Elemente des deutschen Insider-Systems der Corporate Governance (two-tier board structure, Mitbestimmung). In dieser Gemengelage aus neuen und alten Elementen ist sowohl eine „Konversion“ (im Sinne von Neubestimmung im Rahmen bestehender Regeln) (Streck/Thelen 2005; Höpner 2003) der institutionell weiterhin abgesicherten Elemente der alten Ordnung (etwa Mitbestimmung) denkbar, als auch die lokale „Übersetzung“ (situative Neuinterpretation) der neu eingeführten Managementkonzepte (Shareholder Value) und Akteurskonzepte (Agency-Theorie) in der „widerständigen Umgebung“ Deutschlands (Jürgens et al. 2000; Vitols 2003, 2004; Goutas/Lane 2009; Faust et al. 2011a; Faust 2011). „Negotiated“ und/oder „enlightened“ Shareholder Value sind dann das Ergebnis (Vitols 2003, 2004). Solche Auffassungen werden von theoretischen Orientierungen nahegelegt, die (anders als der ursprüngliche VoC-Ansatz von Hall/Soskice 2001) nicht nur die eingeschränkte Wandlungshypothese von Pfadabhängigkeit oder radikalem Formationswandel vorsehen, sondern auch graduellen, aber dennoch transformativen Wandel (Streeck/Thelen 2005; Streeck 2009) und/oder Hybridisierung als wechselseitige Rekonfiguration von institutionellen Elementen (Jackson 2005).

Ferner bleibt noch zu berücksichtigen, dass ein einmal eingeschlagener Weg der Veränderung im Wege von Konflikt und Widerspruch, aber auch aufgrund von schlechten Erfahrungen mit nicht-intendierten Folgen und dadurch ausgelösten Lernprozessen durch erneute Gegenbewegungen korrigiert werden kann. Gegenbewegungen können sich in veränderter Praxis im Rahmen der vorhandenen Regelungen ausdrücken oder selbst auf Regeleränderung abzielen, die aber nicht notwendigerweise in die Wiederherstellung des status-quo-ante einmünden, sondern Probleme auf neue Weise aufgreifen und Lösungsmöglichkeiten neu (vorübergehend) fixieren (Jessop 2011). So gehen z.B. einige Diagnosen von einem fortschreitenden Wandel der Eigentumsstruktur aus, so dass sich über den Bedeutungsgewinn (ausländischer) institutioneller Investoren die FMK-Konstellation nach Windolf (2005b) herausbildet. Tatsächlich lassen sich aber schon bis dato Gegenbewegungen feststellen, etwa wenn zur Abwehr der Gefahr feindlicher Übernahme stabile Ankerinvestoren gesucht (und gefunden) werden und dabei sogar öffentliche Eigentümer wieder zum Zuge kommen (siehe Faust et al. 2011a; Faust/Ittemann i.E.). Dies führt zwar nicht zur Wiederherstellung der Deutschland AG, aber doch zu einer anderen Struktur als die theoretische Figur des FMK vorsieht und das US-Pendant praktisch aufweist. Als Gegenbewegung oder als Verlust des ursprünglichen Momentums der Neuerungsbewegung lässt sich auch interpretieren,

dass die deutschen Aktienmarkt- und Corporate Governance-Regeln der angelsächsischen Idee des Schutzes der Minderheitsaktionäre durch das Prinzip „one share – one vote“ sehr weitgehend entsprechen, (Höpner 2003; neuerdings: Deeg 2011: 142), der Gesetzgeber aber den gleichen Prinzipien bei den Bestimmungen zu Unternehmensübernahmen (Recht und Pflichte des Managements von Übernahme“opfern“) nicht gefolgt sind und auch aus diesen Gründen die Wahrscheinlichkeit feindlicher Übernahmen geringer ausfällt als in angelsächsischen Ländern (Deeg 2011: 143; Jackson/Miyajima 2007).⁴

Schließlich ist die Kritik ernst zu nehmen, dass die Formationswandelhypothesen oft vorschnell die Gültigkeit der konstruierten Idealtypen für gesamte Volkswirtschaften bzw. nationale Gesellschaften hypostasieren. Demgegenüber betonen neuere Beiträge zur Debatte die „diversity within capitalism“ und nicht nur die ländervergleichende „capitalist diversity“ (Lane/Wood 2011). Pointierter Wandel kann in Subsektoren der Wirtschaft vorkommen. Deeg (2005) spricht beispielsweise von der Herausbildung zweier „institutioneller Subsysteme“ in Deutschland, wobei er den neu konturierten Sektor der börsennotierten Unternehmen als durch die „Exit-Logik“ gekennzeichnet sieht, während in den anderen Sektoren weiterhin die „Voice-Logik“ vorherrscht, die mit dem Konzept des „koordinierten Kapitalismus“ korrespondiert. Für zeitgenössische Beobachter muss es erst einmal offen bleiben, ob dieser partielle Wandel Ausstrahlungs- oder Ansteckungseffekte auf andere Sektoren hat oder ob er zur Verfestigung sektoraler Unterschiede führt. Auch die Erlahmung der Neuerungsbewegung im führenden Sektor kann nicht ausgeschlossen werden.

Im Rahmen der Debatte um die „Finanzialisierung“ des gegenwärtigen Kapitalismus, selbst ein schillernder und für einen sinnvollen Gebrauch zu präzisierender Begriff (Epstein 2005; Krippner 2011, 2005) sind die hier behandelten Phänomene als „control financialization“ gefasst worden (Deeg 2011; vgl. auch Froud et al. 2006). Wir selbst (Faust et al. 2011a, Faust/Kädtler i.E.) haben den Vorschlag gemacht, die Finanzialisierung des Unternehmens als multidimensionalen Prozess zu begreifen. Einem Vorschlag von Beckert (2010) folgend unterscheiden wir drei soziale Makrostrukturen, die feldspezifisch die Entscheidungen und Praktiken in und um Organisationen rahmen. Diese Dimensionen sind zum einen institutionelle Regeln (im engeren Sinne), die sich im vorliegenden Fall zum Beispiel auf Regeln der Corporate Governance beziehen (welchem Stakeholder stehen welche Rechte zu); zum anderen geht es um kognitive Rahmungen, das je feldspezifische mehr oder weniger selbstverständliche, domänenspezifische Welt- und Handlungswissen, das mal mehr eine kognitive (was ist der Fall, welche Zweck-Mittelrelationen sind verfügbar), mal mehr eine normative (was soll ich tun) bzw. evaluative (was ist wünschenswert) Färbung haben. Im vorliegenden Fall geht es um das Rezeptwissen, wie man ein „value based management“ betreibt, aber

⁴ „Angelsächsisch“ ist hierbei keine gute Kennzeichnung, denn zwischen der Regulierung feindlicher Übernahme bzw. den Abwehrmöglichkeiten des Managements gibt es zwischen den USA und Großbritannien erhebliche Unterschiede (Froud et al. 2006; Stout 2012; Black/Coffee 1994).

auch darum, wie man eine prioritäre Orientierung an den Interessen der Shareholder rechtfertigen und begründen kann. Welche „narratives of purpose and achievement“ (Froud et al. 2006) dem Management zur Verfügung stehen, um die eigenen Initiativen am Kapitalmarkt zu plausibilisieren, gehört ebenfalls zum kognitiven Inventar eines Feldes. Die dritte Dimension bezieht sich auf die strukturelle und relationale Einbettung von Unternehmen in soziale Netzwerke von Personen und Organisationen. Bezüglich unserer Fragestellung betrifft das vor allem die Strukturen des Eigentums und der personellen Aufsicht an Unternehmen. Studien, die sich der Veränderung in der Wirtschaft bzw. in bestimmten Feldern zuwenden, fokussieren natürlicherweise auf *bestimmte* Arten von Veränderungen. Unser Fokus ist Finanzialisierung und somit geht es hier um neue institutionelle Regeln, die die Rechte der Aktionäre gegenüber anderen Akteuren stärken, um kognitive Rahmungen, die ihre Interessen legitimieren und praktisches Handlungswissen dafür zur Verfügung stellen, wie Manager bzw. Unternehmen diesen entsprechen können, und schließlich um veränderte Strukturen des Eigentums und den Aufstieg neuer finanziell orientierter Eigentümer. Die Grenzen des Formationswandels, die wir oben schon diskutiert haben, lassen sich nun auch präziser fassen als jeweilige Grenzen der Durchsetzung von Neuerungen in den drei Dimensionen in variierenden Mischungsverhältnissen.

Die große Aufgabe, den Prozess der Finanzialisierung (und seiner Grenzen) für Deutschland in allen drei Dimensionen nachzuzeichnen, ist bislang nur unvollkommen erfüllt. Trotz dieser Leerstellen der (empirischen) Forschung herrscht kein Mangel an Hypothesen darüber, was die Finanzialisierung der Unternehmen bzw. der Übergang zu einem Finanzmarktkapitalismus in verschiedenen „outcome“-Dimensionen bewirkt, wobei dabei meist unterstellt wird, die neue Formation sei in Reinform verwirklicht. Während somit ein Teil der Literatur die Folgen eher auf Basis theoretischer Erwägungen und/oder der Übertragung von Erkenntnissen aus anderen institutionellen Kontexten ableitet, analysieren andere auf Basis empirischer Fallstudien aus Deutschland (etwa Streeck/Höpner 2003; Höpner 2003; Kädtler 2006; Faust et al. 2011a; Hirsch-Kreinsen 2010) exemplarisch einzelne Aspekte der Folgen. Einige der Autoren, die für Deutschland den Übergang vom koordinierten oder organisierten Kapitalismus zum Finanzmarktkapitalismus gegeben sehen, verbinden dies mit weitreichenden (zum Teil widersprüchlichen) Wirkungsthese für die sozioökonomische Entwicklung: Wachstumsschwäche, Erlahmen der Innovationstätigkeit, Kurzfristorientierung der Unternehmen, Zunahme der Einkommens- und Vermögensungleichheit, Prekarisierung der Arbeit (etwa Deutschmann 2008; Dörre/Brinkmann 2005; Windolf 2005b, 2008). Diese Zusammenhangshypothesen sind einerseits theoretisch strittig, andererseits für Deutschland jedenfalls empirisch nicht systematisch überprüft worden. In der arbeits- und industriesoziologischen Forschung ist angesichts dieser Forschungslage die Neigung verbreitet, eine Fülle von (meist negativ konnotierten) Entwicklungen (wie Prekarisierung) auf „Finanzmarktkapitalis-

mus“ zurückzuführen (Brinkmann 2011), ohne die kausalen Vermittlungsschritte aufzuweisen oder das jeweilige Vorhandensein der FMK-Konstellation als Verursachungsfaktor überhaupt zu berücksichtigen (zur Kritik Faust et al. 2011a). Damit wird FMK zu einer Chiffre, die als Referenz dadurch immer richtig ist, weil wir uns definitionsgemäß in der Ära des FMK befinden (vgl. etwa Haipeter et al. 2016). Die hier thematisierten Kontroversen haben Relevanz für die Umbruchthese von *soeb*, insofern die Frage aufgeworfen wird, ob, inwieweit und auf welchen Wegen die Verwirklichung eines FMK in Deutschland bzw. die Finanzialisierung des Unternehmenssektors zur Erosion eines (vormaligen) Teilhabekapitalismus beiträgt. Die Klärung dieser Kontroversen steht weiterhin auf der Tagesordnung. Gewissermaßen vorgelagert ist aber die Frage, inwieweit die FMK-Konstellation überhaupt gegeben ist bzw. wie weit die Finanzialisierung der Unternehmen vorangeschritten ist. Hierzu bedarf es einer Dauerbeobachtung zentraler Indikatoren der Finanzialisierung in Zeitreihen, die den ausgewiesenen Zeitraum der Veränderung ab den 1990er Jahren in den Blick nehmen.

Fragestellungen und Gliederung des Working Paper

Das vorliegende *soeb*-Working-Paper fühlt sich dieser Gesamtaufgabe verpflichtet, verfolgt aber einen engeren und bescheideneren Zweck. Es analysiert den Grad der Finanzialisierung der deutschen Wirtschaft in der strukturellen Netzwerk-Dimension, d.h. es geht der Frage nach, in welchem Ausmaß in der deutschen Wirtschaft der Einfluss von Finanzinvestoren potentiell wirksam wird.⁵ Dies umfasst die folgenden Fragen:

- 1) Welchen Umfang und welche wirtschaftliche Bedeutung hat der **Sektor der Wirtschaft, in dem Finanzinvestoren zu „neuen Eigentümern“ werden können** und wie hat sich dieser Sektor im Zeitablauf entwickelt? Dies umfasst die Fragen, wie sich Unternehmen auf die Rechtsformen verteilen, welchen Anteil im Zeitablauf börsennotierte Unternehmen haben und welchen Stellenwert Kapitalaufnahme über die Börse zukommt. Das börsennotierte Unternehmen ist die emblematische Unternehmens-

⁵ Andere Dimensionen der Finanzialisierung von Unternehmen werden im *soeb* 3-Verbund von einem anderen Arbeitspaket unter Leitung von Marcel Tyrell (ZU Friedrichshafen) bearbeitet. Dort wird unter anderem verhandelt, ob und in welchem Ausmaß bzw. für welche Sektoren der Wirtschaft es zu einer Umstellung der Finanzierung von Unternehmen von relationalen Kreditbeziehungen mit Banken (Hausbankprinzip) zu anonymen Kapitalmarktbeziehungen (etwa über die Ausgabe von Anleihen) kommt. Auch „Bondholder“ und nicht nur „Shareholder“ können Einfluss auf Unternehmen nehmen, der sich potentiell von dem Einfluss der kreditgebenden Banken im Rahmen ihrer Überwachungsfunktion unterscheidet. Die Interessenlage und damit auch die Einflussnahme von Bondholder unterscheidet sich prinzipiell auch von Shareholdern, wobei pikanterweise beide oft ein und derselben Kapitalanlagegesellschaft angehören und sich somit die Frage stellt, ob und ggf. wie Einflussnahmen zwischen diesen beiden Orientierungen konsolidiert oder koordiniert werden (vgl. Faust i.E.). Die Finanzierungsseite von Unternehmen spielt in unseren Fragestellungen nur insoweit eine Rolle, als die Aktie (entweder bei der Erstausgabe von Aktien im Börsengang oder bei Kapitalerhöhung über Neuausgabe von Aktien) auch eine Finanzierungsseite haben kann. Es ist eines der hartnäckigsten Missverständnisse über den Gegenwartskapitalismus, dass hier tatsächlich in relevanter Weise die Finanzierung von Unternehmen über die Börse erfolgt (vgl. zusammenfassend Faust et al. 2011a: 401-02). Gegenwärtig ist wegen ausufernder Aktienrückkaufprogramme eher das Gegenteil der Fall (Lazonick 2014).

form für die Finanzialisierung, die „natürliche“ Form, in der Finanzinvestoren als Aktionäre „Eigentümer“ werden können. Hier sind sie „public“ equity, nämlich Aktionäre der Publikumsgesellschaft, die durch die Regeln der Corporate Governance gegebene und zugleich begrenzte Einfluss- bzw. Kontrollrechte und durch die Verbriefung und den Sekundärmarkt ermöglichte relativ einfache Exit-Optionen haben. Daneben gibt es noch „Private Equity“ (PE), bei der Finanzinvestoren (meist) Haupteigentümer von nicht- (oder nicht-mehr-) börsennotierten Unternehmen werden. Hierbei haben sie volle Eigentümerkontrolle (in den rechtlichen Grenzen, die auch hier gelten), dafür aber erschwerte Exit-Optionen, denn es gibt keinen Sekundär-Markt.

- 2) In der Debatte um den Wandel des deutschen Modells spielt die Rede von der **Erosion oder Auflösung der „Deutschland AG“** eine bedeutende Rolle. Das geflügelte Wort hat sich im Zuge des eifrigen Gebrauchs immer mehr von den Datengrundlagen entfernt, auf denen die ursprüngliche Diagnose beruhte (etwa bei Höpner 2003; Krempel 2008). Die Datengrundlage der zweigeteilten Diagnose (einerseits Rückzug der Banken aus der Eigentümerrolle und Auflösung der Überkreuzverflechtungen zwischen den Unternehmen) stellt die Analyse der Eigentumsstrukturen der 100 größten Unternehmen in Deutschland dar, die die im zweijährigen Turnus veröffentlichten Hauptgutachten der Monopolkommission bereitstellt. Zu diesen 100 Unternehmen gehören zwar auch die größten börsennotierten Unternehmen, aber eben nicht nur. Ob und inwieweit die mit dieser Datengrundlage beschriebene „Erosion der Deutschland AG“ einen aussagekräftigen Indikator für die Finanzialisierung des Unternehmenssektors darstellt bzw. für welchen Ausschnitt aus diesem Unternehmensuniversum die über Eigentümerstrukturen zu identifizierende Finanzialisierung zutrifft, soll mit den zusammengestellten Datenreihen diskutiert werden.
- 3) Analysen der **Eigentümerstruktur von börsennotierten Unternehmen** auf Basis öffentlich verfügbarer Informationen erfolgen üblicherweise auf verschiedenen, mehr oder weniger gut geeigneten Wegen. Wir stellen die Ergebnisse auf Basis unterschiedlicher Methoden bzw. Datenbestände vor und diskutieren ihren Erkenntnisgewinn in Bezug auf die zentrale Fragestellung, wie verbreitet die FMK-Konstellation „institutioneller Streubesitz“ im Sektor börsennotierter Unternehmen ist bzw. welchen Stellenwert Ankerinvestoren unterschiedlicher Herkunft haben, die üblicherweise als „patient capital“ (Culpepper 2005) gelten. Wichtig ist hierbei insbesondere der Schwellenwert von 25% Stimmrechtsanteil. „Nach dem deutschen Aktiengesetz ist die Kontrollschwelle von 25% von maßgeblicher Bedeutung, um einen signifikanten Einfluss auf Entscheidungen in der Hauptversammlung ausüben zu können“ (Achleitner et al. 2011: 20). Daher spricht man auch von einer Sperrminorität.⁶ Diese Sperr-

⁶ „Nach dem deutschen Aktienrecht bedürfen mehrere wichtige Entscheidungen auf der Hauptver-

minorität stellt auch einen wichtigen Schutz vor feindlichen Übernahmeversuchen dar (Höpner 2003; Höpner/Jackson 2001; Jenkinson/Ljungqvist 2001; Fichtner 2009).⁷ Hinzukommt, dass die de-facto Sperrminorität oft niedriger liegt, weil in den meisten Unternehmen die Hauptversammlungspräsenzen niedrig sind. Fichtner (2009) geht bei seiner Berechnung der de-facto Sperrminorität pauschal von einer HV-Präsenz von 50% aus; wir rechnen im Folgenden mit der tatsächlichen Präsenz der Investoren auf der letzten Hauptversammlung des Unternehmens. Im Rahmen der agenturtheoretischen Betrachtung des börsennotierten Unternehmens stellt die plausible Drohung mit feindlicher Übernahme, einen wesentlichen Mechanismus der Disziplinierung der Manger im Interesse der Shareholder dar (Windolf 2005b) und damit einen wesentlichen Baustein der Konstellation des Finanzmarktkapitalismus. Zu erfassen, in welchem Ausmaß diese Konstellation überhaupt gegeben ist, ist somit ein wichtiger Analyseschritt, auch dann wenn man die agenturtheoretischen Annahmen selbst nicht teilt.

Die Datengrundlagen sind zum einen die Finanzierungsrechnung der Deutschen Bundesbank (Deutsche Bundesbank 2010, 2015), die Eigentümerstruktur börsennotierter Unternehmen auf Basis der Meldungen bei den Depotbanken (Deutsche Bundesbank 2014a), eigene Auswertungen auf Basis der Meldungen der Stimmrechtsmitteilungen bei der BaFin und von Recherchen auf den Investor-Relations-Seiten der jeweiligen Unternehmen. Während es für die ersten beiden Zugänge unterschiedlich weit reichende Zeitreihen gibt, beruht die letztere Methode auf einer eigenen Stichtagserhebung, die aber mit früheren, vergleichbaren Untersuchungen (Jenkinson/Ljungqvist 2001; Franks/Mayer 2001; Fichtner 2009; Am-

sammlung einer qualifizierten Stimmmehrheit von 75%, z.B. die außerordentliche Abberufung eines Aufsichtsratsmitglieds (§ 103 AktG), Satzungsänderungen (§ 179 AktG), Kapitalerhöhungen (§§ 182, 193 AktG) oder die Auflösung der Gesellschaft (§ 262 AktG). Aufgrund dieser aktienrechtlichen Regelung kann ein Aktionär mit mindestens 25% der Stimmrechte solche Entscheidungen blockieren. Daher spricht man bei der Kontrollschwelle von 25% der Stimmrechte von einer Sperrminorität. Diese verleiht einem Aktionär de facto einen großen Einfluss über die oben dargestellten Entscheidungen auf der Hauptversammlung“ (Achleitner et al. 2011: 20; vgl. auch Jenkinson/Ljungqvist 2001).

⁷ Gemäß Agenturtheorie dienen feindliche Übernahmen bzw. ein existierender Markt für Corporate Control vor allem zur Disziplinierung eines Managements, das entweder eigene Interessen höher stellt als die der Aktionäre oder aus Unvermögen nicht den „Shareholder Value“ erzeugt, der diesen zusteht bzw. möglich wäre. All dies ist theoretisch sehr eindimensional. Empirisch trifft diese Konstellation in verschiedenen institutionellen Kontexten nicht die Mehrzahl der Fälle. Das gilt allemal in Deutschland. Wie Jenkinson und Ljungqvist (2001: 412) bezüglich der wenigen Fälle feindlicher Übernahmen in Deutschland (1988-1994) herausfanden, waren diese zumeist industriell bzw. strategisch motiviert und nicht vom Disziplinierungsmotiv getrieben. Es gehe eher um die Reduktion von Überkapazitäten in einer Branche bzw. den Aufbau von Marktmacht in derselben; entsprechend kommen die „Bidder“ auch eher aus der gleichen Branche und sind keine Finanzinvestoren. Die deutschen Fälle sind meist auch deswegen anders gelagert als die der Agenturtheorie Pate stehenden Fälle von „dispersed ownership“ (starkes Management, schwache Eigentümer), weil es meist Blockholder unterschiedlicher Größe gibt. Hier geht es auch meist nicht um „public tender offers“ an die breite Masse der Aktionäre (öffentliche Kaufangebote, die bestimmten Regeln folgen), sondern um „hostile stake building“ (ebd.: 430).

penberger 2010) zu einer Quasi-Zeitreihe ergänzt werden kann. Ergänzend kann sekundär eine Längsschnittuntersuchung von Achleitner et al. (2011) über „Börsennotierte Familienunternehmen in Deutschland“ zu Rate gezogen werden, die für die Jahre 1998 bis 2008 den Anteil von familiengeführten börsennotierten Unternehmen erfasst und damit eine besondere Form von Ankerinvestoren. Die hierbei verwendeten Definitionen der Familienunternehmen berücksichtigen neben dem Anteilsbesitz von Familien auch Corporate Governance Indikatoren anderer Art, etwa die Besetzung von Vorstands- oder Aufsichtsratsposten durch Familienmitglieder.

Im **Fazit** versuchen wir zu klären, welche Bedeutung den Befunden für die eingangs aufgeworfene Frage nach dem Grad und der Verbreitung der Finanzialisierung zukommt und welche weiteren (bzw. gegebenenfalls anderweitig schon erfolgten) Untersuchungen zur ihrer Beantwortung notwendig sind.

2. Rechtsformen von Unternehmen und Börsennotierung

Wenn man den Grad der Finanzialisierung an der Durchsetzung einer bestimmten Eigentümerkonstellation festmacht, empfiehlt es sich als erstes zu prüfen, in welchen Rechtsformen dies prinzipiell geschehen kann, wie verbreitet diese sind und in welchen dann tatsächlich diese Eigentümerkonstellation gegeben ist. Die erste Voraussetzung dafür, dass Finanzinvestoren als Eigentümer von Unternehmen in Frage kommen, ist die, dass es sich bei dem Unternehmen um eine Kapitalgesellschaft handelt, bei dem die Haftung auf das eingezahlte Kapital beschränkt bleibt und die Entscheidungsrechte nach Maßgabe des eingezahlten Kapitals verteilt sind. Die Gesellschaft selbst ist eine juristische Person und an Kapitalerhaltungsgrundsätze gebunden.

Laut Statistischem Bundesamt zählen zu den Kapitalgesellschaften Aktiengesellschaften (AG), Kommanditgesellschaften auf Aktien (KGaA), Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbH), Europäische Aktiengesellschaft (SE), die Unternehmergesellschaft = UG (haftungsbeschränkt) und Sonstige Kapitalgesellschaften. Hinzuzählen kann man noch kapitalgesellschaftsähnliche Rechtsformen (Kommanditgesellschaft) und Mischformen (GmbH und Co. KG, Aktiengesellschaft und Co.KG). Finanzinvestoren können prinzipiell in allen Formen vertreten und Teileigentümer (Anteilseigner) oder Volleigentümer sein.

Die „Kontroll-Finanzialisierung“ bezieht sich auf zwei getrennte Phänomene: 1) Private Equity Investoren, die in allen Formen von Kapitalgesellschaften auftreten können. Dies erfordert gesonderte Untersuchungen, die nicht Teil dieses WP sind (vgl. jüngst Scheuplein 2012; Scheuplein/Teetz 2014). Im Vordergrund der Kontroll-Finanzialisierung steht (2) die Form des Anteilsbesitzes an Publikumsgesellschaften, also an allen Rechtsformen, deren Anteile jederzeit an einer Börse gehandelt werden können. Das sind in Deutschland neben der AG, die KGaA, die SE und die REIT-AG. Der Anteil der prinzipiell börsenfähigen Gesell-

schaften stellt das vorhandene Potential für weitere Finanzialisierungsschritte dar, aber eben nur ein Potential. Denn längst nicht alle Firmen mit diesen Rechtsformen sind tatsächlich börsennotiert. Es gibt verschiedene Gründe, warum die AG als Rechtsform gewählt wird und die Möglichkeit eines (späteren) Börsengangs ist nur eine davon. Wie groß der Anteil der börsennotierten Unternehmen an der Gesamtheit der Unternehmen bzw. der Kapitalgesellschaften ist und wie sich dieser Anteil im Zeitablauf verändert, ist somit *ein* wesentlicher Finanzialisierungsindikator. Der Börsengang ermöglicht es nämlich erst, eine bestimmte und relevante Klasse von Finanzinvestoren als Aktionäre zu gewinnen, die nur in börsennotierten Unternehmen mit Mindeststandards der Corporate Governance investiert sein dürfen (Investmentfonds, Pensionsfonds). Diesen ersten Schritt der Analyse vollziehen wir in diesem Kapitel. Wir behalten dabei in Erinnerung, dass der Finanzialisierungsgrad, der sich auf die Eigentümerstruktur bezieht, damit noch nicht erschöpfend behandelt ist. Börsennotierte Aktiengesellschaften gibt es im „fordistischen“ oder „organsierten“ Nachkrieg-Kapitalismus in Deutschland von Anfang an; sie wiesen nur eine andere Zusammensetzung auf. Es kommt also im Folgeschritt darauf an, zu analysieren welchen *Anteil* Finanzinvestoren als Aktionäre an den börsennotierten Unternehmen aufweisen und in welchem Verhältnis dieser Anteil zu den Anteilen nicht-finanzieller Ankerinvestoren steht. Die idealtypische Konstellation des Finanzmarktkapitalismus nach Windolf (2005b) ist das börsennotierte Unternehmen mit institutionellem Streubesitz. Die Verteilung der Aktionäre bei börsennotierten Unternehmen analysieren wir in Kapitel 4.

2.1 Potentiell börsenfähige Rechtsformen

Die Tabelle 2.1 und Abbildung 2.1 zeigen nun zweierlei. 1) Die am häufigsten gewählte Rechtsform unter den Kapitalgesellschaften ist die GmbH, die auch im Zeitablauf zunimmt. Diese Rechtsform wird wesentlich häufiger gewählt als diejenigen Rechtsformen, die potentiell börsengängig sind. 2) Die potentiell börsengängigen Rechtsformen nehmen im Zeitablauf zu. Die Anzahl der AGs steigt vor allem in den späten 1990er Jahren bis in die frühen 2000er, fällt dann leicht ab um bis zur Finanzkrise (Zeitverzögerung bis 2009) erneut abzufallen; danach verharrt der Wert auf dem erreichten Niveau. Prozentual ausgedrückt steigt der Anteil der AGs an der Gesamtzahl der hier gezählten Kapitalgesellschaften im weiteren Sinne von 0,43% in 1994 auf 1,16% in 2012. Wie wir noch näher sehen werden, spiegelt der Wert für die Aktiengesellschaften bis zu einem gewissen Grad die Entwicklung der Börsennotierung, ohne in diesem Phänomen aufzugehen. Der Anstieg der späten 1990er Jahre enthält den Aufschwung von Neugründungen am „Neuen Markt“, dem „New Economy“-Segment der Börse. Die Europäische Aktiengesellschaft hingegen ist rechtlich ein jüngerer Phänomen und gewinnt auf niedrigerem Niveau an Bedeutung.⁸

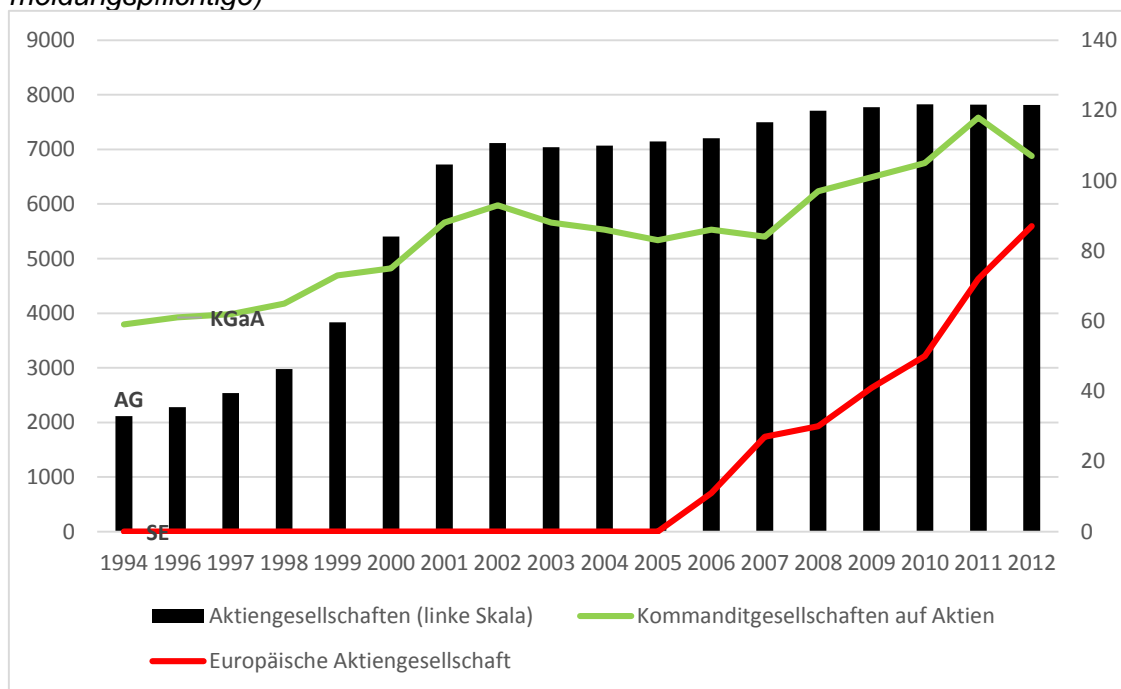
⁸ Die Möglichkeit von der Aktiengesellschaft nach deutschem Recht in die SE nach europäischem Recht überzuwechseln, hat vor allem in Bezug auf die Mitbestimmungsrechte Besorgnis ausgelöst.

Tabelle 2.1: Anzahl der Unternehmen nach Rechtsformen im Zeitablauf (nach Voranmeldung)

Rechtsform ↓ Jahr →		1994	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Personengesellschaften	Kommanditgesellschaften	30623	28307	27164	26132	25095	24286	23698	22855	22087
	GmbH & Co. KG	57791	63039	65791	69728	74360	78386	82057	85696	90160
	Aktiengesellschaften & Co. KG	167	175	192	197	233	265	392	408	424
Kapitalgesellschaften	Aktiengesellschaften	2115	2282	2540	2980	3831	5407	6725	7117	7041
	Kommanditgesellschaften auf Aktien	59	61	62	65	73	75	88	93	88
	Europäische Aktiengesellschaft	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Gesellschaften mit beschränkter Haftung	400723	413344	418269	426724	438085	446797	451262	452688	451414
Rechtsform ↓ Jahr →		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Personengesellschaften	Kommanditgesellschaften	21606	21101	20763	20395	20122	19335	18884	18627	18096
	GmbH & Co. KG	94585	100081	106064	111954	116500	119080	122650	127242	131193
	Aktiengesellschaften & Co. KG	441	471	469	502	531	531	526	650	676
Kapitalgesellschaften	Aktiengesellschaften	7072	7146	7202	7495	7710	7772	7828	7822	7816
	Kommanditgesellschaften auf Aktien	86	83	86	84	97	101	105	118	107
	Europäische Aktiengesellschaft	0	0	11	27	30	41	50	72	87
	Gesellschaften mit beschränkter Haftung	452957	452946	455030	458218	465694	473782	483732	495733	514087

Quelle: Statistisches Bundesamt (2015). Umsatzsteuerstatistik⁹

Abb. 2.1: Anzahl Unternehmen nach börsenfähigen Rechtsformen (nur umsatzsteuervoranmeldungspflichtige)



Quelle: Statistisches Bundesamt (2015)

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

⁹ In der Umsatzsteuerstatistik (Voranmeldungen) werden alle Unternehmen erfasst, die eine Umsatzsteuervoranmeldung abgeben müssen. Davon ausgenommen sind Unternehmen mit einem jährlichen Umsatz von weniger als 17.500 € und solche, die im vorangegangenen Jahr weniger als 1.000 € Umsatzsteuer gezahlt haben. Nicht erfasst werden zudem Unternehmen, die nahezu ausschließlich steuerfreie Umsätze tätigen und bei denen somit keine Steuerzahllast entsteht.

Welche wirtschaftliche Relevanz die jeweiligen Rechtsformen haben, lässt sich über einen Vergleich der Anzahl der Unternehmen in der jeweiligen Rubrik und des auf sie fallenden Umsatzes abschätzen. Im Jahr 2013 zählt die Umsatzsteuerstatistik nach Rechtsformen „Natürliche Personen, Einzelunternehmer“ 2 198 392 Einträge, die Rubrik „Personengesellschaften“ (enthalten auch KG, GmbH & Co. KG, AG & Co. KG) 426 121 Einträge und schließlich die „Kapitalgesellschaften“ (im engeren Sinne) 544 009 Einträge, wobei hieran die GmbH den größten Anteil stellt. Die potentiell börsenfähigen Rechtsformen (AG, KGaA, SE) versammeln 8012 Einträge, was nur 1,5% aller Kapitalgesellschaften ausmacht. Allerdings sind die Lieferungen und Leistungen, die der Umsatzbesteuerung unterliegen, und damit die wirtschaftliche Bedeutung umgekehrt proportional zur Anzahl der Einträge. Die „natürlichen Personen und Einzelunternehmen“ stehen für 561,69 Mrd. € Umsätze, die „Personengesellschaften“ für 1 488, 24 Mrd. € und die „Kapitalgesellschaften“ für 3 235, 07 Mrd. €. Von diesen entfallen auf die potentiell börsenfähigen Rechtsformen 1 019, 17 Mrd. € Umsätze, was 31,5% der Umsätze aller Kapitalgesellschaften und 17,7% der Umsätze aller Rechtsformen ausmacht.¹⁰ Obwohl die potentiell börsenfähigen Kapitalgesellschaften nur einen kleinen Teil an der Anzahl der Kapitalgesellschaften stellen, sind sie doch für fast ein Drittel der wirtschaftlichen Aktivität dieser Gruppe und für etwas mehr als ein Sechstel der Gesamtleistung aller Rechtsformen verantwortlich.

2.2 Börsennotierte Unternehmen

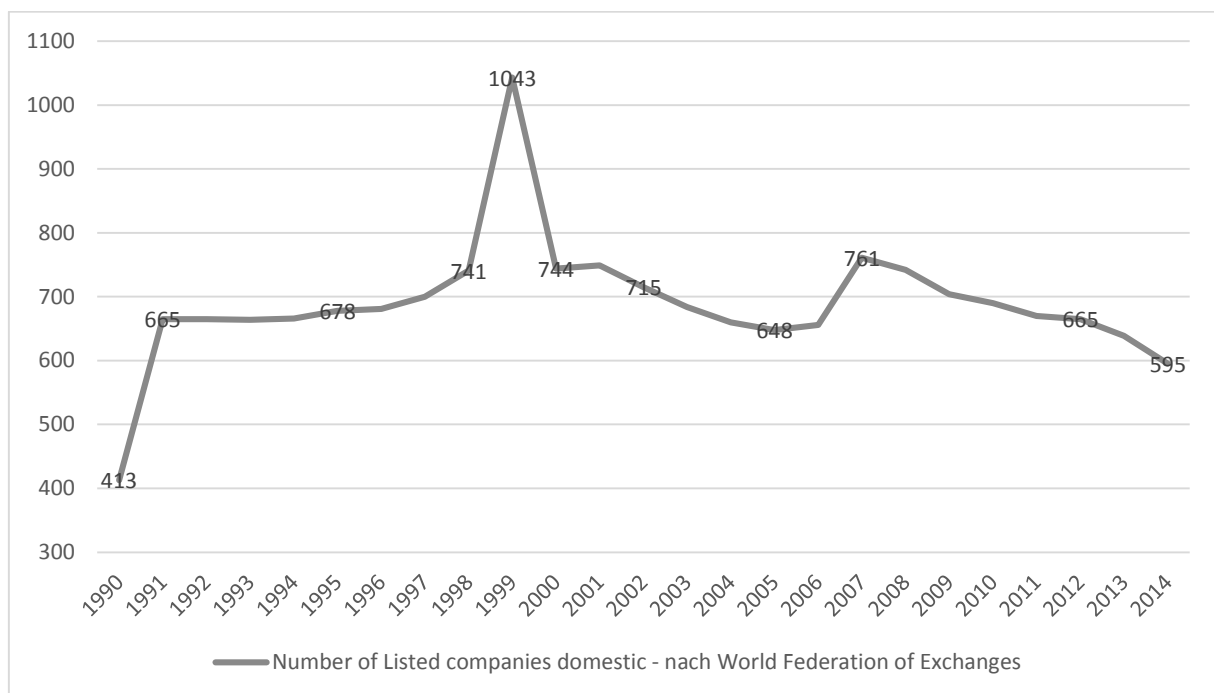
Im nächsten Schritt geht es nun darum zu analysieren, in welchem Ausmaß Unternehmen börsennotiert sind, was sich notwendigerweise nur auf die prinzipiell börsenfähigen Rechtsformen beziehen kann. Diese Unterscheidung ist sehr wichtig, weil sich in der Statistik häufiger ungenaue Zuordnungen finden. So kann es sein, dass nur „Aktien“ als Vermögensform erwähnt sind und nicht zwischen Aktien und börsennotierten Aktien unterscheiden wird. Wie wir später noch sehen werden, betrifft dies zum Beispiel die Finanzierungsrechnung der Deutschen Bundesbank, die erst ab 2013 in der Geldvermögensrechnung innerhalb der Anteilsrechte zwischen börsennotierten und nicht-börsennotierten Aktien unterscheidet (Deutsche Bundesbank 2015:10).

Die amtliche Statistik liefert bei der Unterscheidung von Rechtsformen keine Zusatzinformationen über die Börsennotierung, so dass man auf andere Datenquellen angewiesen ist. Eine diesbezügliche Datenquelle stellt das DAI-Fact-Book (DAI, diverse Jahrgänge) dar, das aber diesbezüglich selbst auf andere Datenquellen verweist, die sich aber beim Datenabgleich mit den Originalquellen nicht immer verifizieren lassen. Woran das genau liegt, lässt sich nicht rekonstruieren. Wir vermuten, dass in den DAI-Statistiken Nach- bzw. Korrek-

¹⁰ Quelle: https://www.destatis.de/DE/ZahlenFakten/GesellschaftStaat/OeffentlicheFinanzenSteuern/Steuern/Umsatzsteuer/Tabellen/Voranmeldungen_Rechtsformen.html (Zugriff: 18.12.2015).

turmeldungen nicht immer nachvollzogen wurden. Die verfügbaren Datenquellen sind neben dem DAI-Fact-Book der Weltverband der Börsen („World Federation of Exchanges“) bzw. als deutsches Mitglied die Deutsche Börse und die Weltbank. Aufgrund unserer Fragestellung interessieren wir uns für „börsennotierte inländische Aktiengesellschaften“ oder „Listed domestic companies“. Gelegentlich findet man auch (höhere) Angaben zu „börsennotierte inländische Aktien“. Diese Rubrik umfasst dann auch börsennotierte Investmentfonds, die aber für unsere Fragestellung nur insoweit von Belang sind, als börsennotierte Fonds eine neue Fondskategorie als potentieller Eigentümer von börsennotierten Unternehmen darstellt, die in den letzten Jahren an Bedeutung gewonnen hat.¹¹ Wir favorisieren als Datengrundlage die Angaben der „World Federation of Exchanges“, weil sich diese generell auf „companies“ beziehen und nicht nur auf AGs (wie die bereinigten DAI-Daten). Von dort können wir auch Vergleichszahlen zur Börsennotierung bzw. Marktkapitalisierung von börsennotierten Unternehmen finden (s.u.).

Abb. 2.2: Anzahl börsennotierter inländischer Unternehmen



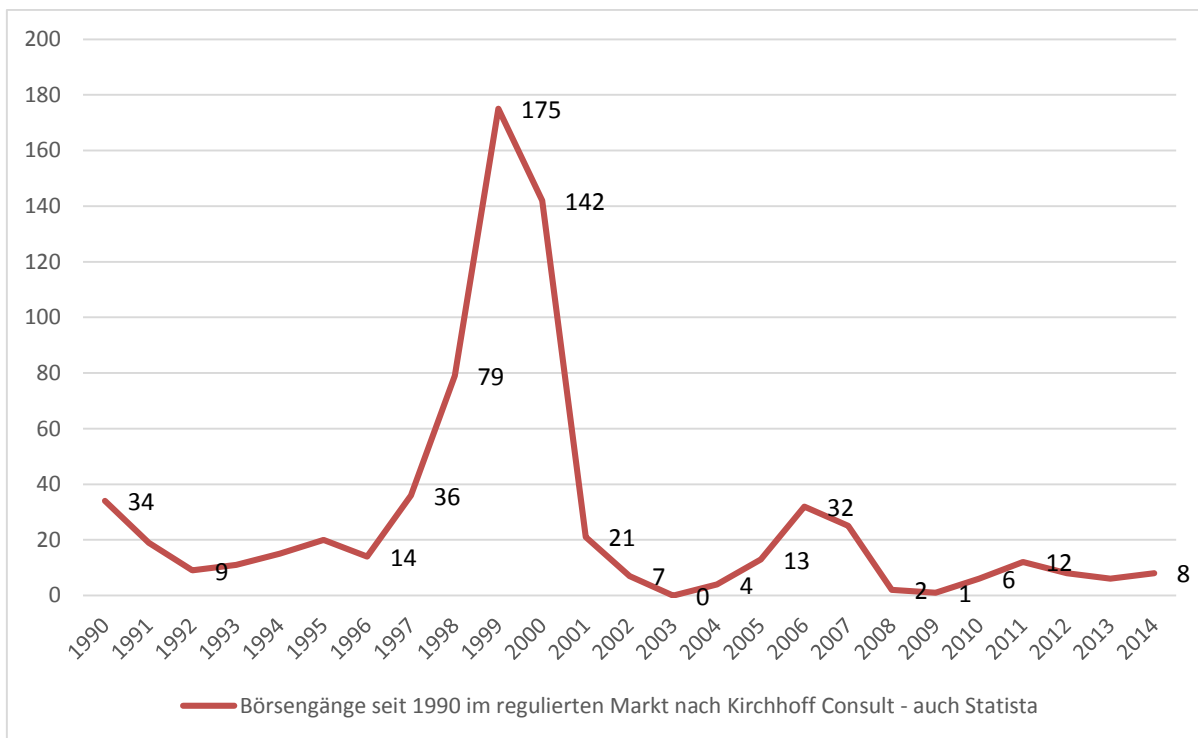
Quelle: World Federation of Exchanges, nach Weltbank (2015c).

Wie Abb. 2.2 zeigt, verzeichnen wir in den 1990er Jahren einen leichten und kontinuierlichen Anstieg der Anzahl der börsennotierten inländischen Unternehmen. Zum Ende der 1990er Jahre steigt im Zuge der Etablierung des „Neuen Marktes“ die Anzahl der börsennotierten Unternehmen stark an, um dann mit dem Ende des Internet oder „New Economy“ Hypes

¹¹ Die Kurve der Rubrik „börsennotierte inländische Aktien“ nach DAI-Angaben (DAI-Factbook, diverse Jahrgänge) liegt dauerhaft über der Kurve „börsennotierte inländische Aktiengesellschaften“ und ab 2000 weitet sich der Abstand und bleibt dauerhaft erhalten (siehe Abb. 2).

wieder rapide abzufallen. Der Verlust „börsennotierter Unternehmen“ geht zum einen auf Insolvenzen, zum anderen auf „Delisting“ zurück. Seither verzeichnen wir einen weiteren schleichenden, aber kontinuierlichen Niedergang der Anzahl der börsennotierten Unternehmen auf einen Wert unterhalb des Wertes von 1991, nur kurz von einem leichten Zwischenanstieg im Börsenhoch vor der Weltfinanzkrise unterbrochen. Diese Aussage spiegelt sich auch in der Anzahl der Börsengänge (Neu-Emissionen) im Zeitablauf (Abb. 2.3). Im Spitzenjahr 1999 waren es 193 Börsengänge, im Börsentief von 2003 nur noch einige wenige. Im folgenden Börsenaufschwung von 2005 bis 2007 gab es noch mal ein Zwischenhoch und seit der Weltfinanzkrise ist trotz erneuten Börsenhochs die Zahl der Neuzugänge bescheiden.

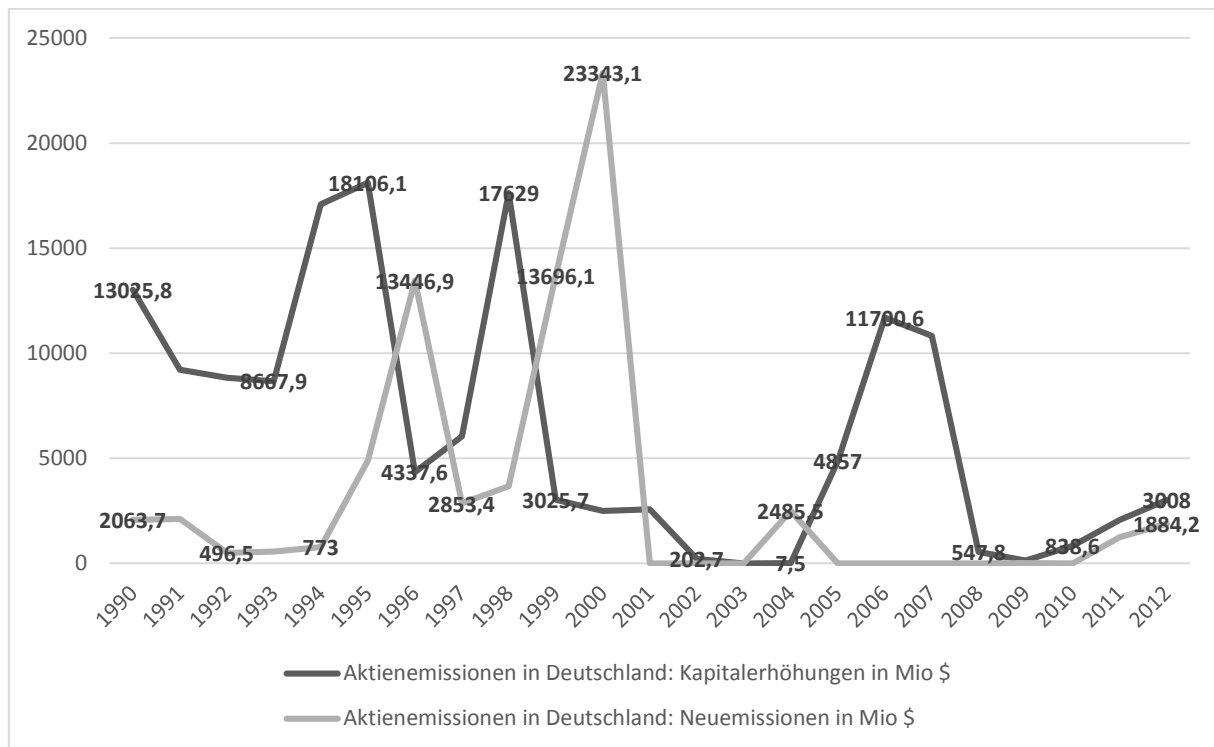
Abb. 2.3: Börsengänge in Deutschland seit 1990



Quelle: Kirchhoff 2014: 15.

Die Anzahl der Neuemissionen und das Finanzvolumen, das hierbei mobilisiert wird, ist zugleich ein Indikator dafür, in welchem Ausmaß Unternehmen über die Börse finanziert werden. Denn nur hierüber und durch Kapitalerhöhungen (Ausgabe zusätzlicher Aktien von schon börsennotierten Unternehmen) fließt überhaupt Geld zu den Unternehmen. Abb. 2.4 zeigt das Volumen der durch Börsengänge und Kapitalerhöhungen eingesammelten Kapitals.

Abb. 2.4: Kapitalerhöhungen und Neuemissionen in Mio. \$



Quelle: DAI-Factbook 2011.

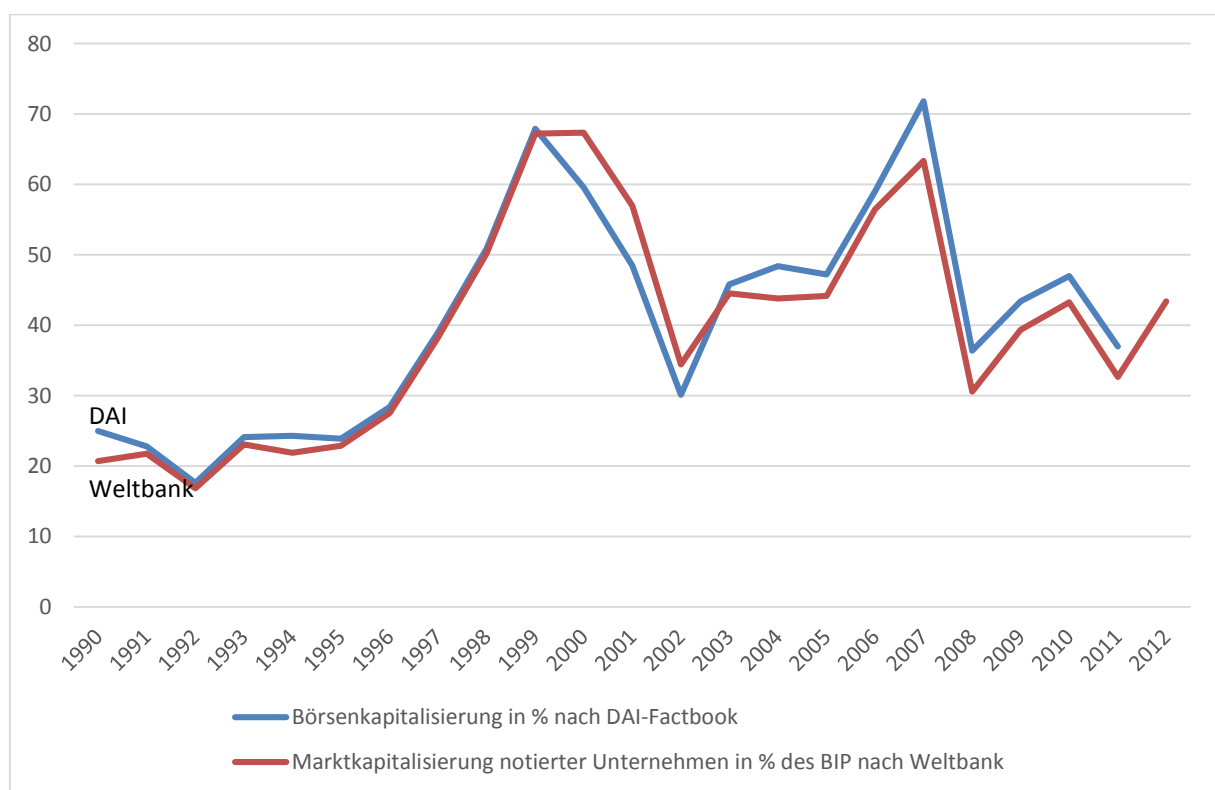
Auch hier zeigt sich, dass überwiegend während der zweiten Hälfte der 1990er Jahre im Aufbau der Börsenblase über Kapitalerhöhungen und Neuemissionen Eigenkapital an börsennotierte Unternehmen geflossen ist; zu diesem Zeitpunkt war dies vornehmlich Kapital, das durch das (zweifelhafte) „grand narrative“ der „New Economy“ mobilisiert werden konnte (Froud et al. 2006), eine zu dieser Zeit weithin geteilte Wachstumsstory. Im Börsenaufschwung von 2005 und Folgejahren gelang es dann einigen Unternehmen im kreditgetriebenen Wachstumsumfeld wiederum Kapitalerhöhungen zu platzieren; nach der Weltfinanzkrise verhartet der Kapitalzufluss über die Börse in beiden Formen auf niedrigem Niveau.¹²

Ein relatives Maß der Finanzialisierung des Unternehmenssektors stellt die Börsenkapitalisierung eines Landes (inländische Aktien) im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt dar. Abb. 2.5 zeigt, dass diese Kennzahl in Deutschland in den 1990er Jahren massiv ansteigt. Dieser Anstieg geht auf die schon erwähnten Neuemissionen und Kapitalerhöhungen zurück, aber auch auf den allgemeinen Anstieg der Aktienpreise im langen Aufschwung der 1990er Jahre und speziell der „New Economy“-Blase. Der dann folgende Abschwung speist

¹² Wir verfolgen den Gesichtspunkt der Unternehmensfinanzierung hier nicht weiter (siehe die Ergebnisse des Arbeitspakets 2 in soeb 3) und merken nur an, dass den Zahlen zum Zufluss von Eigenkapital die Zahlen zum Abfluss über Aktienrückkäufe gegenübergestellt werden müssen. In Deutschland wurden Aktienrückkäufe in nennenswertem Umfang erst durch die Reformen unter der rot-grünen Bundesregierung ermöglicht (KonTraG von 1998). In den Folgejahren der Börsenblase zur Jahrtausendwende führte deren Anwendung dazu, dass der Finanzierungssaldo über die Börse negativ wurde (Trecek et al. 2007).

sich aus Gegenbewegungen verschiedener Art: Insolvenzen und Delisting börsennotierter Unternehmen und Absturz der Aktienpreise bis zum Wiederanstieg im Jahr 2003. Der folgende Anstieg ist nun weniger durch Neuemissionen als durch (begrenzte) Kapitalerhöhungen und die allgemeine kreditgetriebene Aufwärtsbewegung bis zur Finanzmarktkrise ab 2008 getrieben. Der im Jahr 2012 erreichte Wert von rund 43% entspricht dem Stand von Mitte der 1990er Jahre vor dem ersten großen Aufschwung. Für sich genommen zeigt dieser Indikator zwar einen Anstieg der Finanzialisierung für einen begrenzten Zeitraum. Dies ist aber eine instabile Entwicklung unterbrochen von Gegenteilstendenzen und die resultierende Gesamtbewegung zeigt allenfalls eine moderate Finanzialisierung an.

Abb. 2.5: Börsen- bzw. Marktkapitalisierung in % des BIP

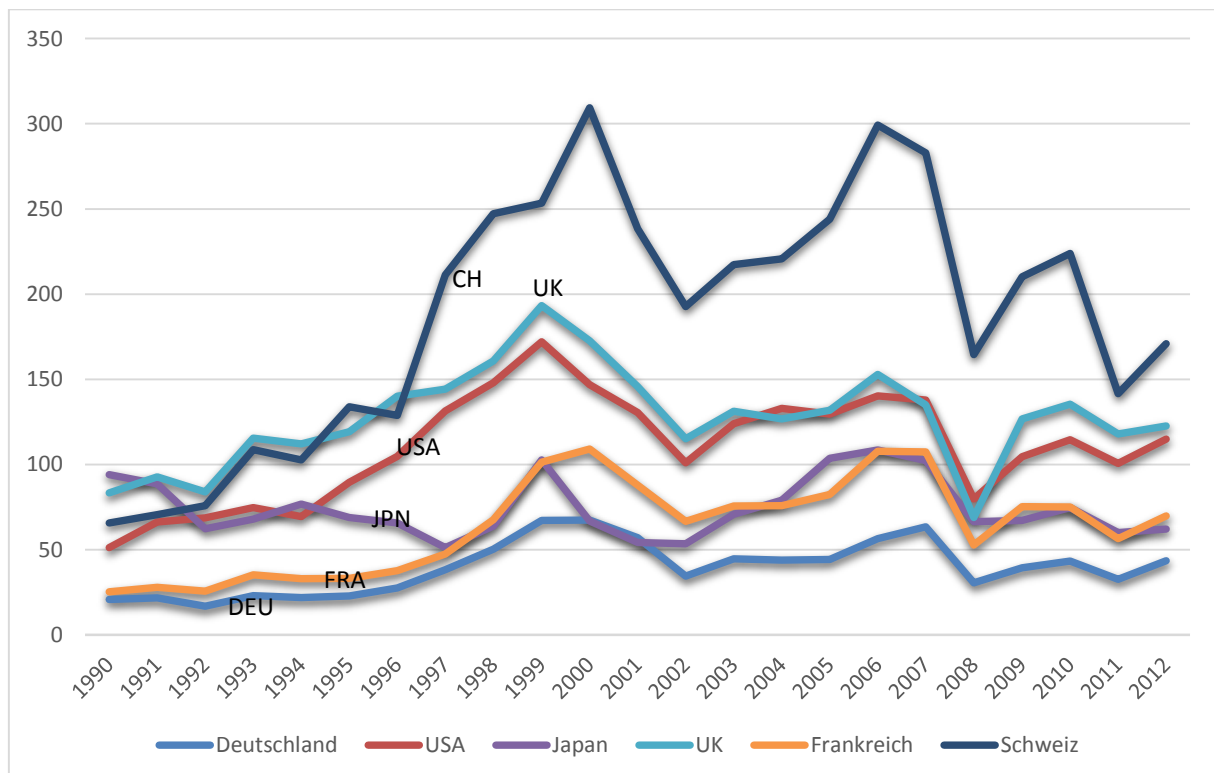


Quelle: DAI-Factbook 2011; Weltbank 2015a.

Die Kennzahl Börsenkapitalisierung in Prozent des BIP erlaubt auch internationale Vergleiche. Wie Abb. 2.6 zeigt, weisen alle hier zum Vergleich herangezogenen Länder eine ähnliche Kurvenform auf, sie haben alle die Blase um die Jahrtausendwende und die Weltfinanzkrise „mitgemacht“. Die Kennzahl ist also sensibel für die allgemeine Expansion bzw. Kontraktion der Weltbörsen, für Boom und Bust. Die Stärke der Ausschläge fallen allerdings im Ländervergleich unterschiedlich aus, was für unterschiedliche Internationalisierungsgrade der jeweiligen Börsen spricht. Als relatives Maß der Finanzialisierung des Unternehmenssektors im Ländervergleich dient vor allem das allgemeine Niveau der Börsenkapitalisierung, auf dem sich die ähnliche Kurvenform bewegt. Dies ist in Deutschland besonders niedrig,

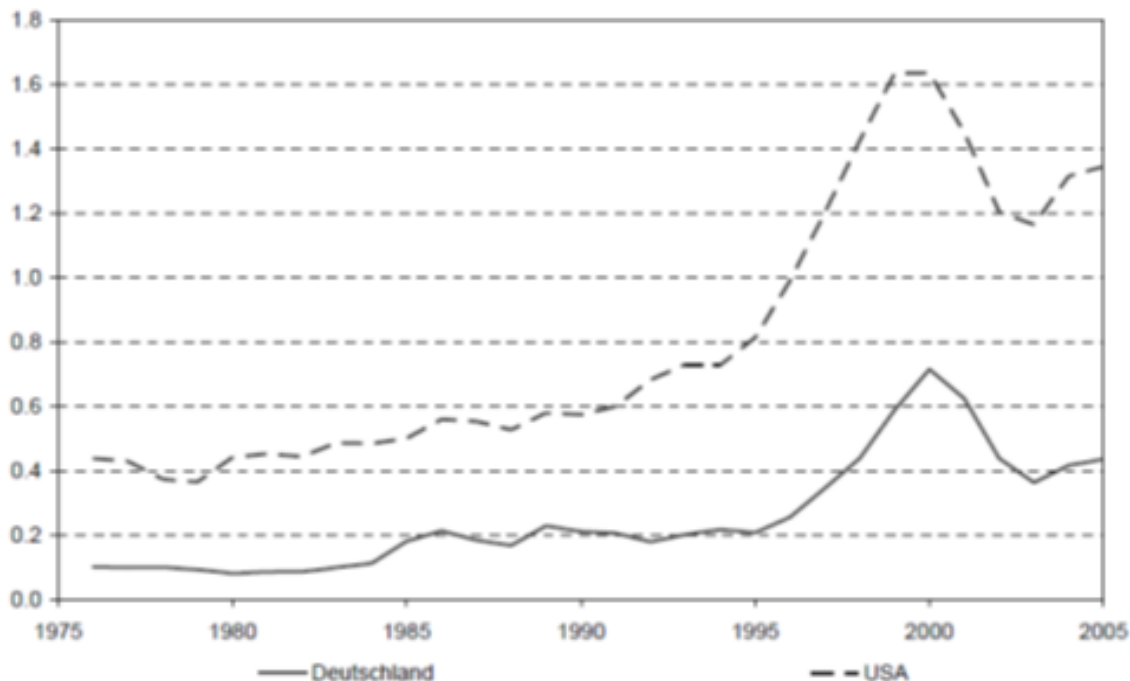
was vor allem im Vergleich zur Schweiz, dem UK und den USA auffällt. Dies ist vornehmlich darauf zurückzuführen, dass der Anteil börsennotierter Unternehmen gemessen an der Wirtschaftsleistung insgesamt relativ gering ausfällt, während umgekehrt ein großer Teil der Wirtschaftsleistung auch durch nicht-börsennotierte Unternehmen erbracht wird. Abbildung 2.7, die wir aus van Treeck et al. 2007 entnommen haben, zeigt im Deutschland-US-Vergleich sehr eindrücklich, dass beide Länder mit dem Finanzialisierungsanstieg in den 1990er Jahren ähnliche Entwicklungen durchgemacht haben, dass sich aber die grundlegenden Unterschiede im Grad der Finanzialisierung der Volkswirtschaft im Zeitraum bis 2005 eher verstärkt haben. Dies ist nur einer von verschiedenen Belegen dafür, dass Länderunterschiede relevant bleiben. Die Suche nach den „commonalities“ des heutigen Kapitalismus (hier: Finanzialisierung) kann dazu verleiten, die relevanten Unterschiede zu übersehen. Es besteht eben nicht nur die umgekehrte Gefahr, „verliebt“ in die komparative Betrachtung die Gemeinsamkeiten zu übersehen, wie Wolfgang Streeck meint (2009: 226). Gerade aus der Aufmerksamkeit für die nationalen, regionalen oder sonstwie lokalen Unterschiede gesellschaftlicher Entwicklung und Organisation lassen sich Hinweise darüber gewinnen, wo man nach Möglichkeiten suchen sollte, um unerwünschte „commonalities“ abzumildern oder zu beseitigen (vgl. Faust 2011).

Abb. 2.6: Börsenkapitalisierung in % des BIP im Ländervergleich



Quelle: Weltbank 2015a.

Abb. 2.7: Börsenkapitalisierung im Verhältnis zum nominalen BIP, Deutschland, USA, seit 1976



Quelle: Weltbank, Financial Structure Dataset, eigene Berechnungen. Entnommen: van Treeck et al. 2007: 61.

3. „Auflösung der Deutschland AG“ oder die (begrenzte) Finanzialisierung der 100 größten Unternehmen in Deutschland

Der „Zerfall“ oder die „Erosion der Deutschland AG“ (Höpner/Krempel 2003) ist zu einer geradezu sprichwörtlichen Kennzeichnung für einen Regimewechsel in der politischen Ökonomie Deutschlands geworden und steht für die Ablösung des „organisierten Kapitalismus“ (Höpner 2003) durch eine liberal-marktorientierte Variante. Die beeindruckenden Visualisierungen der Netzwerkauflösung durch Höpner/Krempel (2003) haben sicherlich dazu beigetragen, dass die Kernaussagen im Gedächtnis bleiben (siehe Anhang 3.1). Sie zeigen, dass der anfänglich hohe Grad der Kapitalverflechtung der hundert größten Unternehmen untereinander (einschließlich von Überkreuzverflechtungen) im Laufe der Zeit immer mehr abnimmt; das Netz wird dünner und löchriger und am Ende des Zeitraums bleiben nur verschiedene Netzfragmente übrig, um in der bildhaften Sprache zu bleiben, die die Visualisierung nahelegt. Hierbei verlieren die großen Banken (namentlich die Deutsche Bank) und große Versicherungen (namentlich die Allianz, aber auch die Münchner Rückversicherung) ihre Rolle als Kern des Netzwerks. In der „Deutschland AG“ dominierten nämlich vormals die Finanz-Finanz- und die Finanz-Industrie-Verflechtungen, während Industrie-Industrie-Verflechtungen schon immer selten waren (ebd.: 2). Dies verweist auf die zentrale Rolle der großen Banken und Versicherer als „Organisatoren“ des organisierten Kapitalismus, sowohl in ihrer Monito-

ring-Rolle gegenüber den Nicht-Finanzunternehmen, unterfüttert durch Aufsichtsratspositionen, und ihre Funktion der Regulierung von Konkurrenz und dem Schutz vor feindlicher Übernahme. Im Prozess der Ausdünnung verlieren diese Akteure ihre zentrale Stellung und zugleich verändern die verbleibenden Beteiligungen von Banken und Versicherungen ihren Charakter gegenüber früher; namentlich die noch relativ vielen Beteiligungen der Allianz AG mutieren zu reinen Finanzbeteiligungen unter anderen (ebd.: 6) (vgl. auch Beyer 2006, 2004). Die veränderte strukturelle Stellung der großen Privatbanken und der Allianz wird mit einem Strategiewechsel des jeweiligen Managements erklärt, die angesichts des hart umkämpften inländischen Marktes für Finanzdienstleistungen im traditionellen Bankgeschäft, angetrieben durch die Wettbewerbsverschärfung durch die europäische Marktöffnung (gemeinsamer Binnenmarkt auch für Dienstleistungen) ihr Heil im *internationalen* Bankgeschäft und Investmentbanking suchten. Enge Hausbankbindungen, nicht zuletzt eigene Industriebeteiligungen, im Binnenmarkt stehen dabei einem erfolgreichen Agieren als Investmentbanker im Wege. Soweit die Erosionsstory in Kurzform, die mittlerweile ohne Bezugnahme auf die zugrundeliegenden Daten und ohne Kenntnis der damit verbundenen Problematik bezüglich der Art und Reichweite der Diagnose weitererzählt wird. Unseres Erachtens lohnt sich ein zweiter, genauerer Blick auf diese Erzählung, um abzuschätzen, inwieweit die „Erosion der Deutschland AG“ auch mit Finanzialisierung im hier behandelten Sinn einhergeht.

Als erstes ist anzumerken, dass sich die die Erosionsthese auf das Verflechtungszentrum der deutschen Wirtschaft bezieht, das durch die 100 größten Unternehmen gebildet wird. Für eine Konzentration der Analyse auf die 100 größten Unternehmen gibt es sicherlich gute Gründe, da man annehmen kann, dass diese Unternehmen einen bedeutenden Teil der Wirtschaft abbilden. Bedeutsam ist diese Auswahl zum einen im Hinblick auf die abgebildete wirtschaftliche Aktivität (die Auswahl der Unternehmen erfolgt nach der Größe der inländischen Wertschöpfung) und zum anderen im Hinblick auf Sichtbarkeit und die Fähigkeit, stilbildend für andere Unternehmen zu wirken. Dennoch muss man sich des Umstandes bewusst bleiben, dass die Auswahl der 100 größten Unternehmen auch hochgradig selektiv sein kann in Bezug auf (andere) wichtige Unterscheidungen. Gerade wenn man mit „institutionellen Subsystemen“ (Deeg 2005) innerhalb Deutschlands rechnet und zwischen einem kapitalmarktorientierten Teilsystem und dem traditionellen deutschen Mittelstand unterscheidet, der weiterhin eher bankorientiert ist und auf Familieneigentum beruht, könnte der Fokussierung auf die 100 größten Unternehmen etwas Wichtiges entgehen. Tatsächlich ist die Auswahl dieses Samples von Unternehmen für die Illustration der Erosionsthese (Höpner/Krempel 2003) auch pragmatisch begründet. Denn für diese Unternehmen gibt es eine vergleichsweise hervorragende Datenlage, die die alle zwei Jahre veröffentlichten Hauptgutachten der Monopolkommission zur Verfügung stellen. Das Hauptgutachten enthält in weitgehend gleicher Detaillierung ein Kapitel „Stand und Entwicklung der Konzentration von Groß-

unternehmen“ (etwa in Monopolkommission 2010: 87-175), das die jeweilige (Neu)zusammensetzung der 100 größten Unternehmen in Deutschland, ihre gesamtwirtschaftliche Bedeutung, ihre Verteilung nach Rechtsformen, die Verflechtung untereinander, den jeweiligen Anteilsbesitz (Eigenkapital) und die personellen Verflechtungen über Aufsichtsratsmandate sowie die jeweilige Beteiligung an Unternehmenszusammenschlüssen und -aufkäufen analysiert.¹³

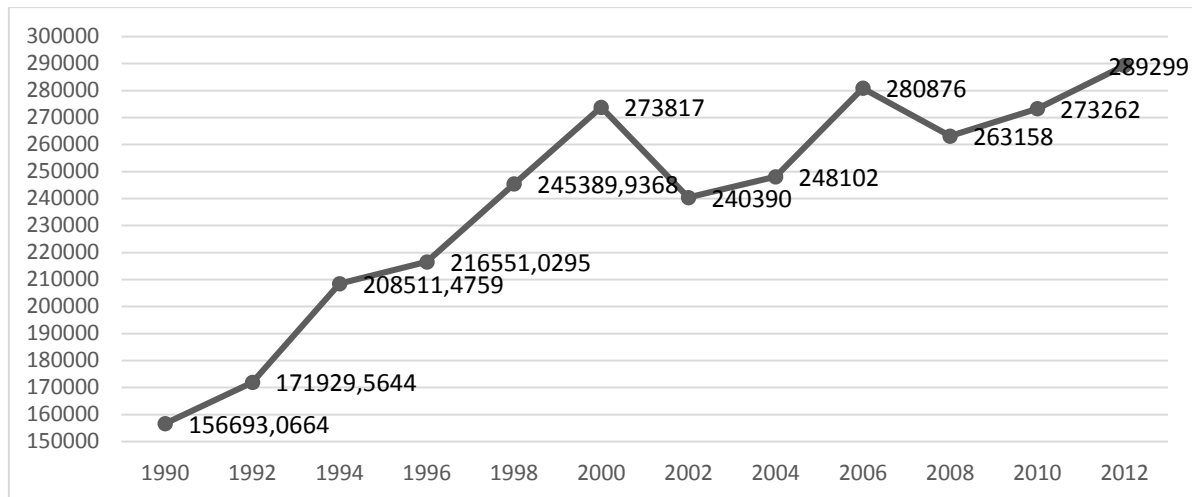
Der erste Schritt unserer Untersuchung besteht nun darin, die gesamtwirtschaftliche Bedeutung des über die Erosionsthese empirisch erfassten Ausschnitts der Wirtschaft abzuschätzen. Im zweiten Schritt geht es dann darum zu erfassen, welche Rechtsformen die hier erfassten Unternehmen aufweisen, wie sich diese im Zeitablauf verändern und welchen Stellenwert die potentiell börsengängigen Rechtsformen ausweisen. Drittens analysieren wir als einen zentralen Finanzialisierungsindikator, welchen Anteil börsennotierte Unternehmen an den 100 größten Unternehmen haben, wie sich dieser Anteil im Zeitablauf verändert hat und welche gesamtwirtschaftliche Bedeutung diesem Subsektor zukommt. Schließlich wollen wir wissen, wie sich die Eigentumsstruktur im Kreis der 100 größten Unternehmen entwickelt hat. Die Erosionsthese hat vor allem den Rückzug der Banken und Versicherungen als Eigentümer an der Deutschland AG und den Rückgang der Überkreuzverflechtungen hervorgehoben. Für die Frage nach dem Grad der Finanzialisierung des Unternehmenssektors spielt darüber hinaus eine entscheidende Rolle, inwieweit sich die Konstellation „institutionellen Streubesitzes“ durchsetzt bzw. welchen Stellenwert andere „geduldige“ Eigentümerkonstellationen spielen, die als funktionale Äquivalente (Faust/Schneider 2014; Faust i.E.) zur „Deutschland AG“ aufgefasst werden können bzw. schon immer eine Rolle spielten (Familien- und Stiftungsunternehmen).

Abb. 3.1 zeigt, dass die Wertschöpfung der 100 größten Unternehmen in absoluten Größen (Mio. €) seit 1990 tendenziell gestiegen ist, aber sowohl nach 2000 und 2007 zurückging und sich (auch) dadurch die Wachstumsrate nach den 1990er Jahren abschwächte. Die folgende Abbildung (3.2) über den längeren Zeitraum ab 1978 führt dann vor Augen, dass im Zeitraum bis 2000 der Anteil der 100 größten Unternehmen an der Wertschöpfung aller Unternehmen zwar auch Schwankungen unterlag, aber immer wieder auf das Niveau eines 20%-Anteils an der Gesamtwertschöpfung zurückkehrte (zuletzt 2000). Danach aber

¹³ Die umfassend gestellte Frage „Wer beherrscht *die* Unternehmen“ (kursive Hervorhebung mf) beantwortet Martin Höpner (2003) weitgehend auf eben dieser Datenbasis, wobei er für die Untersuchungen der Kapitalmarktorientierung nur die 40 börsennotierten Unternehmen im Bezugsjahr 1996 mit Ausnahme der Kreditinstitute auswählt. Diese Auswahlentscheidungen werden von dem Autor sorgfältig begründet, eingeordnet und dokumentiert (vgl. auch Höpner/Jackson 2001). Dennoch hat die Rezeption des relevanten Buches die auf Basis der Datenlage unvermeidlichen Einschränkungen der Aussagemöglichkeiten nicht immer mitbedacht. „Wer beherrscht die 40 börsennotierten Unternehmen aus den 100 größten deutschen Unternehmen“ wäre auch kein „ansprechender“ Titel für ein Campus Buch geworden. Rezeptionen des Buches sollten aber etwas weiter unterhalb der Titelfläche schürfen.

sinkt der Anteil dauerhaft unter dieser Schwelle und notiert zuletzt (2012) bei 16%. Dies bedeutet, dass die 100 größten Unternehmen zweifellos einen sehr bedeutsamen Teil der wirtschaftlichen Aktivität in Deutschland darstellen, der Stellenwert dieser Großunternehmen aber nach 2000 erkennbar abnimmt.

Abb. 3.1: Summe Wertschöpfung der 100 Größten in Mio. €



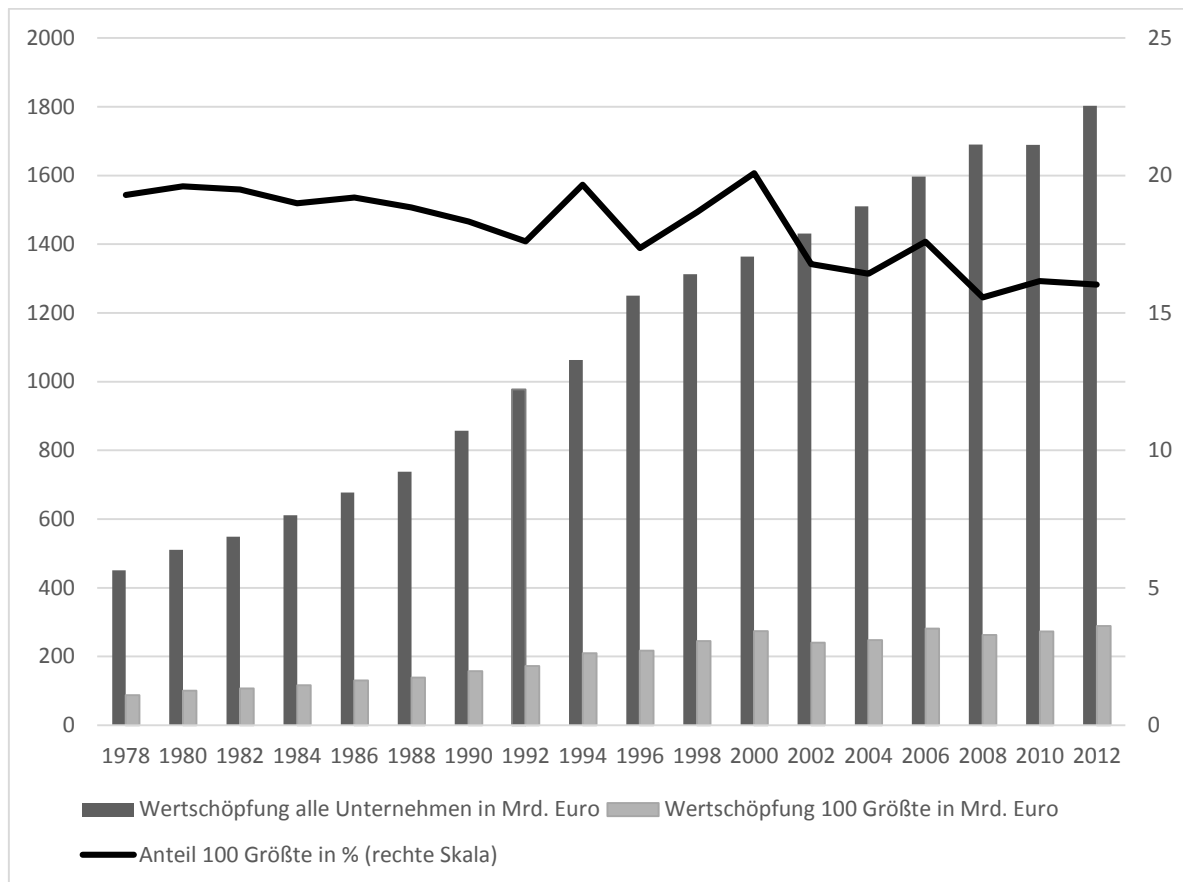
Quelle: Monopolkommission 1998-2014, Hauptgutachten XII-XX.

Tabelle 3.2: Entwicklung der Wertschöpfung im Zeitraum 1978 bis 2012

Jahr	Wertschöpfung „100 Größte“		Wertschöpfung Gesamtwirtschaft		Anteil (%)
	(Mio. EUR)	Veränderung zur Vorperiode (%)	(Mio. EUR)	Veränderung zur Vorperiode (%)	
1978	87.387		451.103		19,4
1980	100.493	15,0	509.753	13,0	19,7
1982	106.659	6,1	549.480	7,8	19,4
1984	115.572	8,4	611.060	11,2	18,9
1986	129.682	12,2	677.083	10,8	19,2
1988	139.330	7,4	738.259	9,0	18,9
1990	156.693	12,5	856.813	16,1	18,3
1992	171.929	9,7	976.619	14,0	17,6
1994	208.512	21,3	1.063.017	8,8	19,6
1996	216.551	3,9	1.249.838	17,6	17,8
1998	245.392	13,4	1.313.220	5,1	18,6
2000	273.817	11,6	1.364.440	3,9	20,1
2002	240.390	-12,2	1.430.520	4,8	16,8
2004	248.100	3,2	1.509.770 ¹	5,5	16,4
2006	280.872	13,2	1.596.910 ¹	5,8	17,6
2008	263.171	-6,3	1.689.720 ¹	5,8	15,6
2010	273.256	3,8	16.887.201	-0,1	16,2
2012	289.301	5,9	1.803.320	6,8	16,0

Quelle: Monopolkommission 2012:122. Anmerkungen: ¹ Aktualisierte Werte.

Abb. 3.2: Entwicklung der Wertschöpfung im Zeitraum 1978 bis 2012



Quelle: Monopolkommission 1976-2014, Hauptgutachten I – XX.

3.1 „Erosion der Deutschland AG“

Die wesentlichen Indikatoren für die Erosionsthese sind die Verringerung der Beteiligungen an Unternehmen aus dem Kreis der 100 größten durch andere aus eben diesem Kreis, speziell die Verringerung der Beteiligungen aus dem Kreis der privaten Großbanken und der großen Versicherer, namentlich der Allianz. Ein spezieller Indikator sind Überkreuzverflechtungen, also wechselseitige Beteiligungen zwischen zwei Unternehmen aus diesem Kreis. Diese Indikatoren aus den Hauptgutachten zeigen schon an, dass der für die Zwecke der Beobachtung von Konzentrationsprozessen konzipierten Forschung eine spezifische Selektivität innewohnt. Sie interessiert sich vor allem für Machtzusammenballungen im Kreis der 100, weniger für die Frage, wie ansonsten die Eigentumsstrukturen der Unternehmen sind und wie sich diese entwickeln. Wie wir sehen werden, stellen die Hauptgutachten diesbezüglich einen Indikator vor, nämlich wie sich die Mehrheitseigentümerschaft an den 100 größten Unternehmen darstellt (s.u.). Dies ist aber für die Beantwortung der Frage nach dem Finanzialisierungsgrad unzureichend. Unseres Erachtens hat die polit-ökonomische Forschung, die auf die Erosion der Deutschland AG abhebt, zu sehr von dem hauptsächlichlichen Datenangebot der Monopolkommission leiten lassen, indem sie auf die Verflechtungen innerhalb der 100 größten Unternehmen abhob. Ob die Daten der Monopolkommission, wenn man lange

Zeitreihen zugrunde legt, die Erosionsthese bestätigen, lässt sich angesichts der Fülle von Messproblemen und der Datenqualität nicht wirklich entscheiden. Die häufig verwendeten Illustrationen (Höpner/Krempel 2003) beginnen im Jahr 1996 und enden 2010 und sind auf den ersten Blick überzeugende Belege für die Erosionsthese. Wir haben uns für die Betrachtung des Zeitraum ab 1990 entschieden und sind aufgrund dessen schon auf die Ungereimtheit gestoßen, dass die Verflechtung ab 1990 bis 1996 erst einmal ansteigt und am aktuellen Rand, der in den bisherigen Belegen nicht enthalten war, wieder ansteigt. Diese Verkomplizierungen der Diagnose diskutieren wir gleich ausführlich. Im 2014er Hauptgutachten stellt die Monopolkommission (2014: 220; Abbildung 3.3) nun eine Datenreihe zur Verfügung, die eine Betrachtung der Verflechtungsstruktur von 1978 bis 2012 erlaubt. Diese Abbildung zeigt nachdrücklich, dass tatsächlich im gesamten Zeitraum der Höhepunkt der Verflechtung im Jahr 1996 zu verzeichnen ist; der gesamte Zeitraum davor ist mit kleineren Schwankungen eine Phase des Anstiegs der Verflechtung von 73 Fällen im Jahr 1978 auf 143 Fälle im Jahr 1996. Dies widerspricht nun allen konventionellen Erwartungen der Literatur, die die These der Erosion der Deutschland AG vertritt. Ob diese Anschauung bzw. die dahinter liegenden Daten die Erosionsthese widerlegen, ist damit aber nicht ausgemacht. Es könnte sein, dass die Hauptgutachten der Monopolkommission doch keine so gute Datenlage zur Illustration der Erosionsthese darstellen wie das eine Zeit lang den Anschein hatte, als man sich selektiv auf bestimmte Zeitabschnitte konzentrierte. Die Abb. 3.3 zeigt jedenfalls eindrücklich, dass es unzulässig ist, die Daten ab 1996 als Ausgangsjahr zu nehmen, als ob 1996 das Blütejahr der Deutschland AG wäre. Die Datenlage bedarf also einer gründlicheren Diskussion.

Abb. 3.3 zeigt, dass die Anzahl der Beteiligungen aus dem Kreis der 100 größten Unternehmen von 1990 bis 1996 erst einmal ansteigt, ebenso wie die Beteiligungen aus dem Kreis der größten Finanzdienstleister aus dieser Gruppe. Dieser Befund widerspricht prima facie der Erosionsthese – man hätte in den frühen 1990er Jahren vielleicht einen leichten Rückgang, aber keine Zunahme der Beteiligungen untereinander vermutet. Wohl aus diesem Grund benutzen die einschlägigen Studien zur Illustration der Erosionsthese das Jahr 1996 als Ausgangspunkt (Streeck 2009; Höpner/Krempel 2003); die Daten von 1996 sind in der Tat beeindruckender als die Daten von 1990, wenn man die Erosionsthese illustrieren will. Ob die Zunahme der Beteiligungen aus dem Kreis der 100 bis 1996 allerdings als Widerspruch zur Erosionsthese angesehen werden muss, ist unklar, da ab 1995 die Meldepflichten für börsennotierte Unternehmen (darunter die Deutsche Bank, Allianz) verschärft wurden und schon kleinere Beteiligungen gemeldet werden mussten. Einige Unternehmen haben im Vorgriff auf diese Entwicklung vorher schon freiwillig mehr Beteiligungen gemeldet als sie rechtlich gezwungen waren, wodurch die Werte aus diesem Grunde schon vor 1996 anstiegen (Monopolkommission 1998: 193). Allein dadurch steigt der Verflechtungsgrad gemessen an der Zahl der Beteiligungsfälle. Der durch noch fehlende Berichtspflichten zustande kommen-

de niedrigere Wert von 1990 ist so betrachtet ein statistisches Artefakt. Der höhere Wert von 1996 kann aber auch nicht umstandslos zum „wahren“ Wert geadelt werden, weil sich hinter diesem „Anstieg“ sowohl eine veränderte Meldepflicht, aber auch eine schon sich verändernde Beteiligungspolitik verbergen kann. Letzteres betrifft eine Vielzahl von zum Teil sehr kleinen (unter 3%) Beteiligungen durch die Allianz. Die Zahl ihrer Beteiligungen stieg durch die veränderte Berichtspflicht und (in unbekanntem Ausmaß) auch durch eine veränderte, breiter streuende Beteiligungspolitik von 1992 mit 16, über 1994 mit 20 und 1996 mit 28 Beteiligungsfällen (Monopolkommission 1996: 264; 1998: 193). Ob sich dahinter zusätzlich schon eine problematische Zurechnung von Aktienanteilen aus den Kapitalanlagegesellschaften der Banken und Versicherer auf die Mutterhäuser verbirgt, lässt sich nur vermuten. Wir diskutieren diese Problematik weiter unten für einen späteren Zeitpunkt, zu dem die Autoren der Monopolkommission diese Art der Zurechnung selbst erwähnen. Ferner ist der Anstieg der Verflechtung im Jahr 1996 auch zum Teil durch die erstmalige Einbeziehung von solchen Unternehmen in den Kreis der 100 größten Unternehmen zu erklären, die schon viele Verflechtungen mitbrachten. Dies zeigt somit keine Erhöhung des Verflechtungsgrades der Wirtschaft an, sondern nur des hier in dieser Hinsicht zufällig ausgewählten Teilssegments.

Ab 1996 bis 2010 findet die Erosionsthese durchgängig durch die Datenlage Bestätigung, die Beteiligungen insgesamt sinken und etwa im Gleichklang auch die der größten Finanzdienstleister. Ab 2012 steigt die Anzahl der Beteiligungen entgegen der Erwartung aber wieder an. Eine Rückkehr der Deutschland AG im herkömmlichen Verständnis verbirgt sich dahinter in keinem Fall, sondern der erneute Anstieg der Verflechtung ist auf den Wechsel des Datenanbieters durch die Monopolkommission zurückzuführen. Statt auf die Datenbank „Hoppenstedt Konzernstrukturen“ greift die Monopolkommission nun auf die Angaben aus der Datenbank „ORBIS Europe All Companies“ des Anbieters Bureau van Dijk zurück. Dieser liefert offenbar mehr Beteiligungen als Hoppenstedt. Wie das genau zustande kommt, kann nicht weiter aufgeklärt werden, weil die kommerziellen Datenanbieter sich nicht so genau in die Karten schauen lassen. Bei einigen Unternehmen aus dem Finanzsektor (Banken und Versicherungen) steigt die Anzahl der Beteiligungen zwischen den beiden Messungen von 2010 und 2012 deutlich an. Die Deutsche Bank verfügt nun über 18 Beteiligungen an den anderen Unternehmen aus diesem Kreis, zwei Jahre zuvor hingegen nur über 4, wobei sich an der Art der Beteiligungen offenbar nichts geändert hat, sie liegen alle unterhalb der 5%-Grenze, meist unterhalb der 3%. Die Allianz-Beteiligungen steigen im selben Zeitraum von 9 auf 19 und sind auch hier bis auf wenige Ausnahmen (z.B. strategische Beteiligung an Sana-Kliniken) weit überwiegend unterhalb der 5%, meist unterhalb der 3% angesiedelt (Monopolkommission 2014: 218).

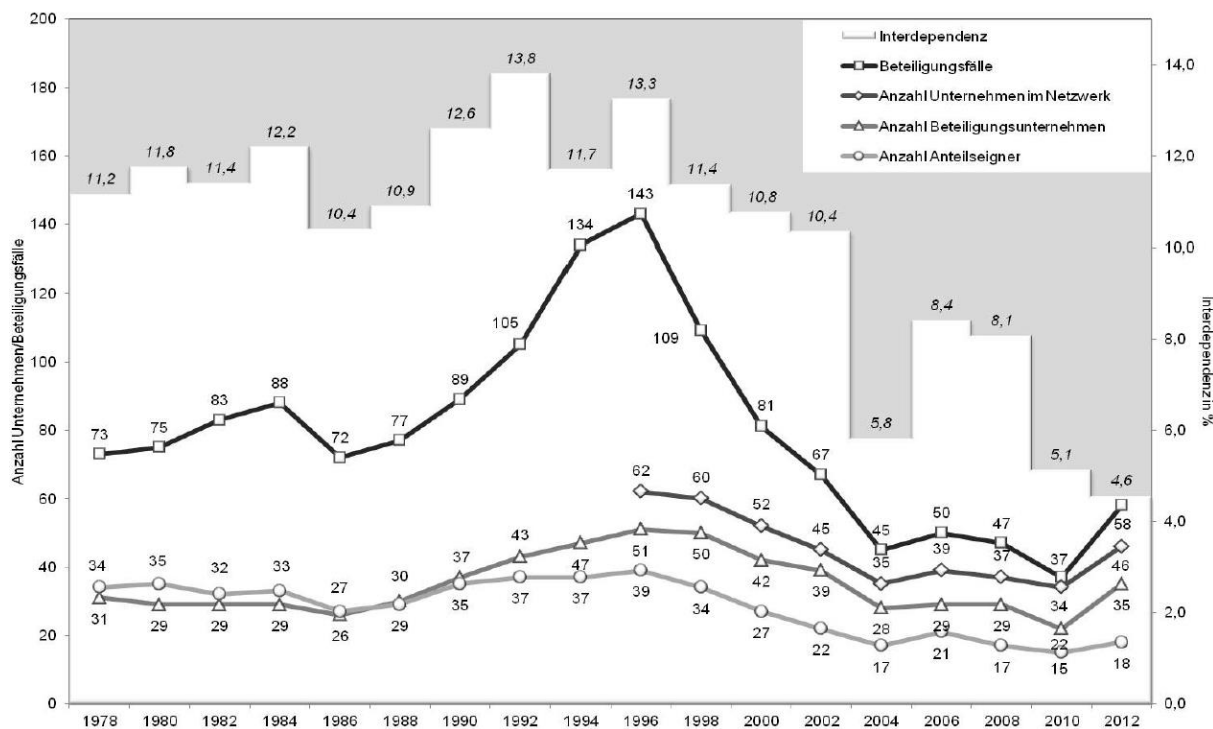
Diese vordergründig nur durch den Wechsel des Datenanbieters begründete Ausdehnung der Beteiligungen der großen Finanzdienstleister könnte auch aus einem anderen Grund noch problematisch sein. Könnte man bei der Erhöhung der vermeldeten Anteile aufgrund der Umstellung des Datenarbeiters noch positiv gestimmt vermuten, man habe ab 2012 eine bessere Datenlage, weil nun mehr der tatsächlichen Beteiligungen erfasst wurden, so kann sich die Umstellung auch als irreführende Ausweitung der Datenbasis entpuppen. Die Monopolkommission (2014: 219) führt nämlich aus: „Weiterhin ist festzuhalten, dass die identifizierten Kapitalbeteiligungen der großen deutschen Finanzdienstleister häufig mittelbar durch Fondsgesellschaften gehalten werden und zumeist nur geringe Stimmrechte aufweisen“. Es könnte also sein, dass sich die Monopolkommission mit dem Wechsel des Datenanbieters eine problematische Vermischung von unterschiedlichen Beteiligungsarten eingehandelt hat¹⁴, die schon der ETH-Studie zur „Global Corporate Control“ (Vitali et al. 2011; zur Kritik vgl. Faust 2014) zum Verhängnis wurde. Wenn nämlich die in den Fondsgesellschaften der Deutschen Bank (etwa DWS) und der Allianz (AGI) gehaltenen Aktien den Mutterhäusern zugerechnet werden als ob es sich um Beteiligungen der Deutschen Bank als Bank oder der Allianz als Versicherung handeln würde, wird gelinde gesagt zumindest Verwirrung gestiftet.¹⁵

Insgesamt müssen auch diese Daten nicht nur wegen der schon erwähnten Umstellungen der Datengrundlage (neue Meldepflichten ab 1995; neuer Datenanbieter ab 2012) und wegen der problematische Zurechnungen vorsichtig interpretiert werden, sondern auch wegen der Irritationen durch Ein- und Austritte aus dem Kreis der 100 größten Unternehmen. Das folgende Beispiel zeigt, dass nicht jeder Rückgang der Verflechtung nach den Messkriterien der Monopolkommission eine tatsächliche Veränderung der Verflechtungsstruktur anzeigt:

¹⁴ Es bleibt zu klären, ob diese falsche Zurechnung auch schon früher erfolgte.

¹⁵ Die Monopolkommission rechnet generell auch indirekte Beteiligungen mit und weist diese Tatsache jeweils auch aus. Dies ist prinzipiell ein sinnvolles und zulässiges Verfahren. Etwa wenn eine 100-prozentige Tochtergesellschaft der Allianz (die deutsche Lebensversicherungsparte etwa) eine Beteiligung hält, ist es nachvollziehbar und sinnvoll, wenn dies der Konzernobergesellschaft zugerechnet wird. Anders verhält es sich bei den Kapitalanlagegesellschaften der Banken und Versicherungen. Diese gehören mit ihren eigenen (geringen) Vermögensbeständen vollständig dem jeweiligen Mutterhaus. Das gilt aber nicht für das Vermögen, aus dem die Aktien an den anderen 100 größten Unternehmen gekauft wurden. Dies ist ein ausgewiesenes „Sondervermögen“, das zum Schutz vor Verlust bei einer Schieflage der KAG oder des Mutterhauses zudem bei einer Depotbank liegt, und den jeweiligen Anlegern (Privatpersonen oder institutionellen Investoren) gehört. Es wird von der KAG nur treuhänderisch verwaltet. Dieser Unterschied zu Beteiligungen, die die Bank oder Versicherung aus strategischen Gründen oder zur eigenen Finanzanlage aus eigenen Vermögensbeständen hält, geht durch die umstandslose Zurechnung beider Arten von „Beteiligungen“ gänzlich verloren (vgl. näher Faust 2014). So erscheint in der Liste der Beteiligungen der Allianz die strategische Beteiligung an den Sana Kliniken (13,8%) und die womöglich über Allianz Global Investors gehaltene Finanzbeteiligung, die ganz anderen Kalkülen unterliegt, gleichwertig als Allianz-Beteiligung.

Abb. 3.3: Entwicklung der Kapitalverflechtungen zwischen den „100 Größten“ im Zeitraum von 1978 bis 2012



Quelle: Monopolkommission 2014: 220; Hauptgutachten XX.

„Der Austritt der RAG-Stiftung aus dem Kreis der „100 Größten“ wirkte sich im Berichtsjahr 2012 derart auf die Anteilseignerstruktur der Evonik Industries AG aus, als sich – bei einem konstanten Anteil in Höhe von 74,99 Prozent – ein Wechsel der Aufteilung der Anteile von der Kategorie „Unternehmen aus dem Kreis der ‚100 Größten‘“ in die Gruppe „öffentliche Hand“ ergab“ (Monopolkommission 2014: 215). Solche Interpretationsprobleme treten in vielfältiger Weise auf und sind aufgrund des Auftrags der Monopolkommission zur Beobachtung von Konzentrationsprozessen in der Wirtschaft und aufgrund der Festlegung auf den Kreis der 100 größten Unternehmen unvermeidlich, nicht zuletzt weil sich der Kreis der 100 aus verschiedenen Gründen laufend verändert. Die Gutachter der Monopolkommission dokumentieren dies alles in den jeweiligen Gutachten sehr sorgfältig. Es ist hier nicht der Platz dies alles nachzuzeichnen. Wir können aber annehmen, dass sich diese Effekte der Veränderung der Zusammensetzung des Samples im Zeitablauf ausgleichen. Gravierender sind die zuvor erwähnten Messprobleme durch die Veränderung der Meldepflichten, den Wechsel des Datenanbieters und die womöglich damit veränderte Zurechnung, so dass nun auch KAG-Anteile den Mutterhäusern zugerechnet werden. Dadurch entsteht der falsche Eindruck, dass ab 2012 nicht nur die Verflechtung wieder zunimmt, sondern auch dass sie der Finanzindustrie geschuldet ist (nur 7 der 58 Verflechtungsfälle betreffen *nicht* Banken und Versicherungen). Einer solchen Betrachtungsweise entgeht vollständig der Wandel in der Art der Beteiligung. Der Theorie des organisierten Kapitalismus zufolge waren die Beteiligungen

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

Wir haben zur Illustration dieser Veränderungen die Beteiligungen der *Allianz AG* von 1996 (unter Berücksichtigung der veränderten Meldepflichten) und von 2012 verglichen. Wie schon erwähnt ist insbesondere im Jahr 2012 damit zu rechnen, dass auch fälschlich zuge-rechnete, indirekte Beteiligungen enthalten sind. Für die hier zu treffenden Unterscheidungen ist das aber nicht von Belang. Im Jahr 1996 hatte die Allianz insgesamt 28 Beteiligungen an Unternehmen aus dem Kreis der 100. Darunter befanden sich auch schon kleinere Beteiligungen unterhalb der 1%-Schwelle (etwa: Mannesmann 0,8%, Hoechst 0,5%, Holzmann 0,9%) und eine Fülle von Beteiligungen im Spektrum oberhalb von 1% bis zu 5%, die alle noch als finanziell motivierte Beteiligungen gelten können.¹⁶ Daneben gab es aber eine ganze Reihe von Beteiligungen oberhalb der 10%-Schwelle, von denen man annehmen kann, dass sie keine reinen Portfolio-Investitionen waren. Dies sind 11 der 28 Beteiligungen, darunter eine 100%-Beteiligung an der Vereinte Versicherung, 37,7% an Beiersdorf, 25% an der Münchner Rückversicherung, 22,6% an der Dresdner Bank und 22,6% an der Bayerischen Hypotheken- und Wechselbank, um nur die Werte über 20% zu erwähnen. Der durchschnittliche Wert der Beteiligungshöhe liegt bei 11,73% (Monopolkommission 1998). Im Jahr 2012 (Monopolkommission 2014) verfügt die Allianz auf Basis der veränderten Datenquelle über 19 Beteiligungen, die bis auf einen „Ausrutscher“ (Fresenius mit 5,95%) alle unter der 5%-, meist unter der 3%-Schwelle liegen. Der Durchschnittswert über das ganze Portfolio liegt bei 2,91%. Dieses Beispiel zeigt trotz aller Datenprobleme den Rückzug der Allianz aus deutschen Industrie- und Finanzbeteiligungen größeren Ausmaßes in diesem Zeitraum an.

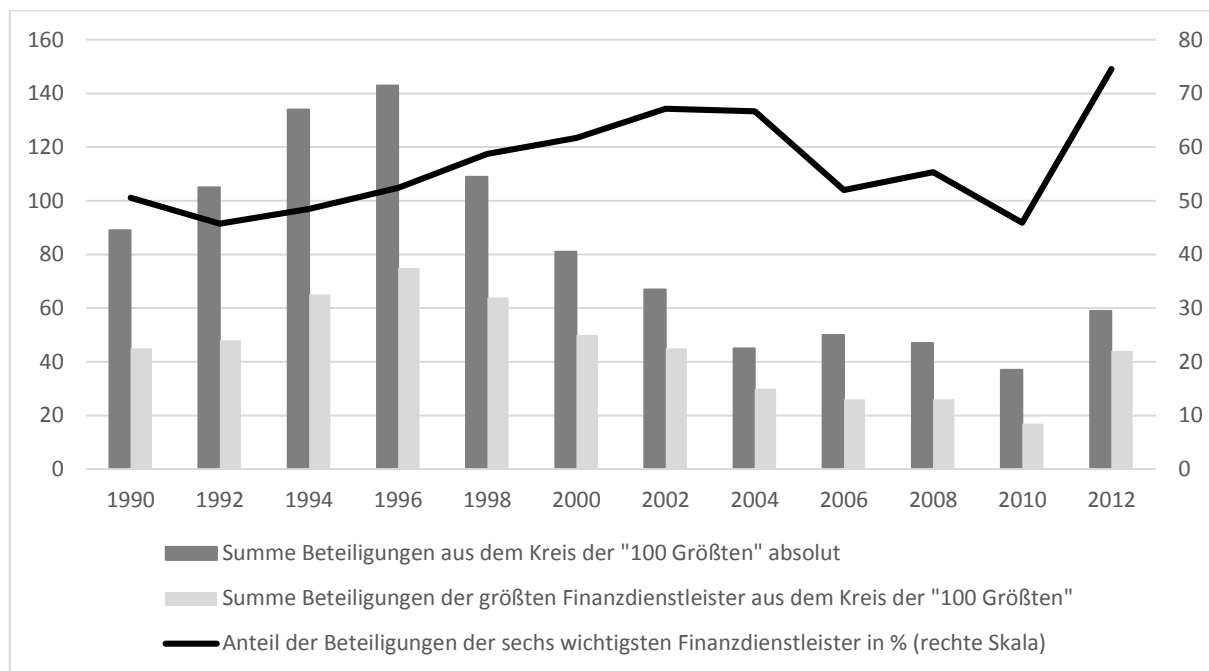
Das gleiche Bild zeigt sich in diesem Zeitvergleich bei der *Deutschen Bank*: von den 15 aufgeführten Beteiligungen aus dem Jahr 1996 (Monopolkommission 1998: 187-192) sind fast alle als strategisch anzusehen oder aus der Not leidender Kredite geboren; um nur einige zu nennen: Daimler 24,5%, Holzmann 25,9%, Metallgesellschaft 16,6%, Deutz AG 44,7%. Hinzukommen Beteiligungen an anderen Banken und an Versicherungen: Allianz >10%, Münchner Rückversicherung 10%, Gerling Konzern 36% und andere. Beteiligungen unter 5% sind bis auf zwei nicht vertreten. Ganz anders das Bild im Jahr 2012. Keine der aufgeführten 18 Beteiligungen liegt über 5%, die meisten sogar unter 3%, was den Verdacht bestärkt, dass hier die Beteiligungen der Vermögensverwaltung mit einberechnet wurden.

¹⁶ Inwieweit hier schon Beteiligungen über Kapitalanlagegesellschaften der Allianz eingeflossen sind, muss offen bleiben.

Strategische Beteiligungen der früheren Art kommen aber überhaupt nicht mehr vor, jedenfalls was den hier betrachteten Kreis der 100 größten Unternehmen angeht.

Dies alles stärkt die Kernaussage der Erosionsthese. Trotz der erwähnten Daten-Probleme, die sich in verzerrenden Anstiegen der *Anzahl* der Verflechtungen niederschlagen, lässt sich so zeigen, dass sich der *Charakter* der Beteiligungen der Kernakteure der „Deutschland AG“ im betrachteten Zeitraum verändert hat.¹⁷

Abb. 3.4: Beteiligungen aus dem Kreis der 100 Größten¹⁸



Quelle: Monopolkommission 2000-2014; Hauptgutachten XIII – XX.

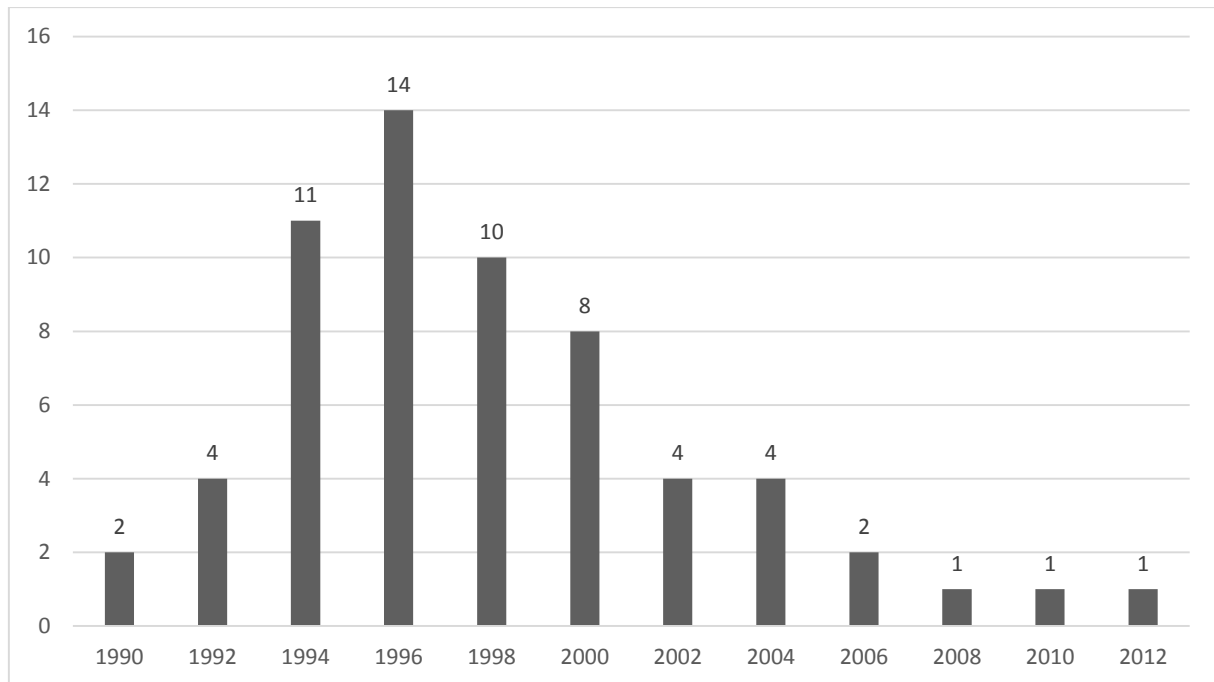
Schließlich kommen wir in Bezug auf die Erosionsthese noch auf einen speziellen Gesichtspunkt zurück, nämlich das Ausmaß der *Überkreuzverflechtungen* im Kreis der 100. Überkreuzverflechtungen gelten als eine besondere Form der wechselseitigen Stützung zur Abwehr feindlicher Übernahmen, was allerdings eine bestimmte Höhe der Beteiligungen voraussetzt. Ob eine 5- oder 10-prozentige wechselseitige Beteiligung, wie im Falle von Allianz und Deutscher Bank im Jahr 1996, alleine einen wirksamen Übernahmeschutz etablieren kann, kann bezweifelt werden. Diese Beteiligungen haben aber auch eine symbolische Bedeutung. Wie Abb. 4.4 zeigt war insgesamt das Ausmaß der Überkreuzverflechtungen nie besonders ausgeprägt. Die Daten leiden unter den bekannten Problemen. Prima facie zeigen sie einen Höhepunkt der Überkreuzverflechtungen im Jahr 1996, während 1990 diese

¹⁷ Zeigen lässt sich dies natürlich auch über andere Nachweismethoden qualitativer Art: Fallstudien zum Wandel der Geschäftspolitiken von Banken und Versicherern sind hier das Mittel der Wahl (vgl. etwa Streeck/Höpner 2003).

¹⁸ Auch hier spiegelt sich die erwähnte Veränderung der Zurechnung von KAG-Anteilen zu den Mutterhäusern wider.

Kennzahl der „Deutschland AG“ annähernd so niedrig war wie im Jahr 2012. Der Anstieg zu Beginn der 1990er Jahre erklärt sich vermutlich teilweise über die Absenkung der Meldeschwelle (s.o.), was wiederum dafür spricht, dass es sich bei den wechselseitigen Beteiligungen um strategisch nicht bedeutsame Aktivitäten handelt.

Abb. 3.5: Überkreuzverflechtungen der "100 Größten" absolut



Quelle: Monopolkommission 2000-2014; Hauptgutachten XIII – XX.

Bislang können wir zwei Zwischenergebnisse festzuhalten. Erstens, die Analyse der Eigentumsverflechtung der 100 größten Unternehmen ist eine relevante Untersuchungseinheit, da diese Unternehmen für einen bedeutenden Teil der Wertschöpfung in Deutschland stehen; sie stellt aber nicht *die* „deutsche Wirtschaft“ dar. Einschränkend ist ferner festzuhalten, dass der Anteil der 100 größten Unternehmen an der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung im Zeitablauf leicht abnimmt. Zweitens, die These der Erosion der Deutschland AG, wenn man sie an dem sinkenden Beteiligung der 100 größten Unternehmen untereinander und namentlich am Rückzug der großen Privatbanken und Versicherer aus Industrie- und Finanzbeteiligungen innerhalb dieses Kreises festmacht, kann bestätigt werden. Allerdings sind einige der (vermeintlichen) Nachweise mit dem Material der Monopolkommission fragwürdig und für die künftige Nutzung der Daten sollten die inhärenten Restriktionen des Datenschutzes berücksichtigt werden. Im Folgenden kommen wir nun zu Gesichtspunkten, die die „Erosion der Deutschland AG“ Literatur nicht oder nicht systematisch berücksichtigt. Dass die Auflösung des Verflechtungszentrums mit Finanzialisierung bedeutungsgleich ist, wird in der Literatur oftmals als selbstverständlich unterstellt. Wir wollen dies aber zu einer expliziten, untersuchungswürdigen Frage machen.

Hierzu gehen wir die Analyseschritte, die wir im Kapitel 2 schon vorgenommen haben. Wir prüfen die dort verwendeten Finanzialisierungsindikatoren; als erstes, ob die jeweils einbezogenen 100 größten Unternehmen eine börsenfähige Rechtsform aufweisen und wie sich die Verteilung der Rechtsformen im Zeitablauf entwickelt. Im Folgeschritt analysieren wir dann, wie viele der Unternehmen tatsächlich börsennotiert sind und wie sich dieses Merkmal im Zeitablauf entwickelt. Mit dem von der Monopolkommission zur Verfügung gestellten Datenmaterial können wir dann noch einen weiteren Schritt gehen, und analysieren inwieweit die für den „Finanzmarktkapitalismus“ idealtypisch unterstellte Eigentümerkonstellation institutionellen Streubesitzes gegeben ist.

3.2 Rechtsformen, Börsennotierung, Eigentümerstruktur

Die folgende Tabelle 3.1 zeigt für den Zeitraum von 1990 bis zum aktuellen Rand, wie sich die Zusammensetzung der 100 größten Unternehmen nach Rechtsformen entwickelt hat. Wie man sehen kann, haben sich im Zeitablauf die Kategorien verändert, so dass der Vergleich erschwert wird.

Tab. 3.1: Rechtsformen der 100 größten Unternehmen von 1990 bis 2012

Rechtsform	1990	1992	1994	1996
AG	68	69	66	71
GmbH	17	15	15	13
KGaA	2	2	1	1
KG	4	4	4	4
oHG	2	2	1	1
GmbH & Co. KG	3	3	3	3
Einzelunternehmen	0	0	0	0
Sonstige (Stiftung, Anstalt öffentlichen Rechts, Zuordnung nicht möglich)	4	5	10	7

Rechtsform	96	98	00	02	04	06	08	10	12
Aktiengesellschaft	71	77	75	74	75	75	71	67	64
Gesellschaft mit beschränkter Haftung	13	6	6	7	6	5	6	7	7
Kommanditgesellschaft auf Aktien	1	3	2	2	2	2	2	2	3
Kommanditgesellschaft	4	3	3	3	5	5	5	6	6
GmbH & Co. KG ¹⁹	3	3	4	5	3	3	4	5	7
Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit	0	3	2	2	3	3	1	1	3
Anstalt/Körperschaft öffentlichen Rechts	3	3	5	3	4	3	3	3	3
offene Handelsgesellschaft	1	0	1	1	0	1	1	0	
Einzelkaufmann		0	1	0					
Eingetragene Genossenschaft			0	1	2	1	2	2	2
Europäische Gesellschaft						2	4	6	5
Sonstige (Stiftung, Zuordnung nicht möglich)	4	2	1	2	0	0	1	1	0

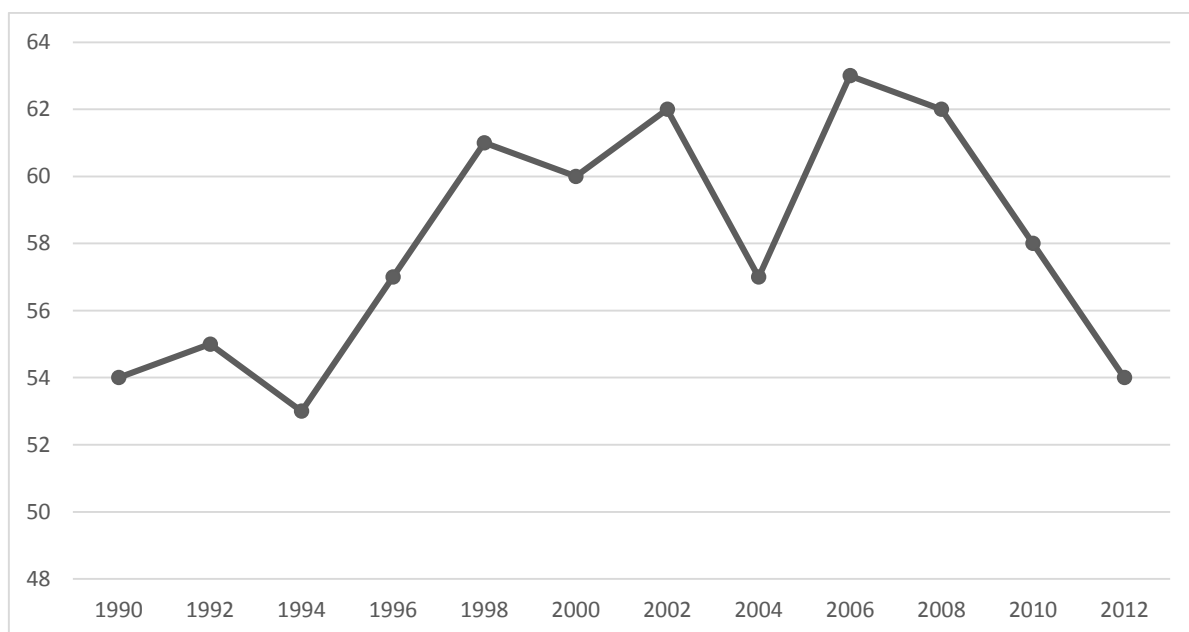
Quelle: Monopolkommission 2000-2014; Hauptgutachten XIII – XX.

¹⁹ Die Bezeichnung dieser Kategorie ändert sich im Zeitverlauf: ab 1998: GmbH & Co. KG bzw. GmbH & Co. KGaA; ab 2000: KG i.S.d. §264a HGB; ab 2010: OHG oder KG i.S.d. §264a HGB.

Bezüglich der Unternehmen in mehrheitlichem ausländischen Eigentum wurde laut Auskunft der Monopolkommission die Rechtsform der jeweiligen ausländischen Obergesellschaft gewählt, was bedeutet, dass z.B. unter der Bezeichnung AG auch ausländische Rechtsformen rubriziert wurden, die der Aktiengesellschaft nach deutschem Recht ähnlich sind.²⁰ Die Gruppe der 100 größten Unternehmen weist sehr viele unterschiedliche Rechtsformen auf. Eine Analyse der potentiell börsenfähigen Rechtsformen ergibt, dass die dominante Rechtsform der AG zum Ende der 1990er Jahre (im Einklang mit der Gesamtentwicklung, s.o.) deutlich zunimmt, ab 2008 aber abnimmt. Dieser Rückgang wird teilweise durch die Zunahme der Rechtsform der Europäischen Aktiengesellschaft kompensiert. Die Bedeutung der Kommanditgesellschaft auf Aktien bleibt auf niedrigem Niveau anteilmäßig annähernd gleich. 1990 weisen 70 der 100 Unternehmen eine potentiell börsenfähige Rechtsform auf, im Spitzenjahr 1998 sind es 80 und im zuletzt betrachteten Jahr 2012 trotz der hinzugekommenen SE-Fälle 72 börsenfähige Unternehmen, so dass dieser Indikator insgesamt relativ konstant bleibt.

Potentiell börsenfähig, heißt nicht börsennotiert und damit kapitalmarktorientiert. Der wichtigere Indikator für die Finanzialisierung ist demnach die tatsächliche Börsennotierung (Abb. 3.6).

Abb. 3.6: Anteil börsennotierter Unternehmen an den 100 größten Unternehmen (%)



Quelle: Monopolkommission 1998-2014; Hauptgutachten XII – XX.

²⁰ Eine eigens von uns vorgenommenen Auszählung ergab, dass im Jahr 2012 nur 40 Unternehmen die Bezeichnung „AG“ trugen, in der Tabelle aber 64 AGs notiert sind. Das spricht dafür, dass die übrigen 24 „AGs“ ausländische Äquivalente der ausländischen Obergesellschaften darstellten. Nimmt man 3 KGaAs und 5 SEs hinzu, sind 48 deutsche, börsenfähige Unternehmen unter den 100 größten Unternehmen vertreten.

Die Hauptgutachten der Monopolkommission nehmen keine Zuordnung der Börsennotierung vor. Diesen aufwändigen Untersuchungsschritt haben wir eigenständig vollzogen und für den gesamten Zeitraum ab 1990 die Börsennotierung ermittelt. Die folgenden Daten beziehen sich auf die Gesamtheit der Unternehmen. Das bedeutet, dass wir nicht nur die (meist) deutschen Unternehmen (Hauptsitz Deutschland) als „börsennotiert“ rubrizieren, die an einer inländischen Börse notiert sind, sondern auch die jeweiligen ausländischen Obergesellschaften der deutschen Tochtergesellschaften einbeziehen, die selbst nicht börsennotiert sind. Je nachdem, ob die ausländischen Obergesellschaften börsennotiert sind, werden diese mitgezählt. Hiernach ergibt sich, dass der Anteil börsennotierter Unternehmen in den 1990er Jahren ansteigt. Er fällt nach dem Börsencrash ab 2002 deutlich ab, um bis zur Weltfinanzkrise auf einen neuen Höchststand anzusteigen. Seither geht der Anteil börsennotierter Unternehmen wieder zurück und steht 2012 beim Ausgangsstand von 1990. Diese Daten sind vorsichtig zu interpretieren, da sich zu jedem Untersuchungszeitpunkt die Zusammensetzung der 100 größten Unternehmen selbst ändern kann. Keineswegs kann man das Auf und Ab der Daten einfach als Rückzug bisher börsennotierter Unternehmen von der Börse oder als Ergebnis der Erstplatzierung eines bislang nicht börsennotierten Unternehmen (obwohl das auch der Fall sein kann) noch als Ergebnis besonderer Wachstums- oder Schrumpfungsphasen börsennotierter Unternehmen im Vergleich zu nicht-börsennotierten Unternehmen interpretieren. Verschiebungen können sich auch durch Fusionen und Übernahmen ergeben, so dass mal börsennotierte Unternehmen hinzukommen oder wieder herausfallen. Dennoch ist im Ergebnis festzustellen, dass es keinen allgemeinen Trend zu mehr Börsennotierung in der Gruppe der 100 größten Unternehmen gibt. Im Gesamtzeitraum gibt es keine Zunahme dieses Finanzialisierungsindikators. Dieser Befund ist im Großen und Ganzen im Einklang mit der zuvor präsentierten Entwicklung der Börsennotierung insgesamt, die ein ähnliches Auf und Ab aufweist (s.o.).

Laut einer Sondererhebung eines Mitarbeiters der Monopolkommission für das Jahr 2010, die uns dankenswerter Weise zur Verfügung gestellt wurde, sind 36 der 100 größten Unternehmen an einer inländischen Börse notiert.²¹ Darunter befindet sich auch ein Unternehmen mit Hauptsitz in Österreich. Die Tochtergesellschaften von Unternehmen, deren Hauptsitz im Ausland liegt, sind nicht selbst börsennotiert, wohl aber zumeist die ausländischen Muttergesellschaften. Hierüber liegt aber keine genaue Aufschlüsselung vor. In den Aufschlüsselungen der Eigentümerstruktur (s.u.) wird nur pauschal vermerkt, wenn sich das betreffende Unternehmen in mehrheitlichem Auslandseigentum befindet. Ob sich hinter dem ausländischen Eigentümer mehrheitlich eine Familie, eine Stiftung oder der Staat befindet oder ob sich das ausländische Unternehmen selbst mehrheitlich in Streubesitz befindet, ist

²¹ Diese Sondererhebung ist nicht als Ergebnis der Monopolkommission autorisiert. Achim Buchwald, Mitarbeiter der Monopolkommission, hat uns die Daten dankenswerterweise zur Verfügung gestellt.

ebenfalls unbekannt. Im Jahr 2010 weisen 26 Unternehmen einen Hauptsitz im Ausland auf. Eines davon stammt aus Österreich und ist an einer deutschen Börse notiert. Es wird zu den inländisch börsennotierten Unternehmen dazu gezählt. So verbleiben 25 von hundert Unternehmen mit ausländischem Hauptquartier, deren Zuordnung von der Sondererhebung nicht weiter verfolgt wird. Von den damit verbleibenden 75 „inländischen“ Gesellschaften sind 36 börsennotiert, was einen Anteil von 48% ausmacht. Wenn man allerdings insgesamt nach Börseneinfluss fragt, muss berücksichtigt werden, dass die Tochtergesellschaften ausländischer Unternehmen in Deutschland mittelbar Kapitalmarktdruck ausgesetzt sein können, da die Tochtergesellschaften im Hinblick auf die Geschäftspolitik in der Regel nur wenig Einfluss haben. Als Tochtergesellschaften unterliegen sie zugleich dem moderierenden Einfluss des „adverse environment“ (Jürgens et al. 2000), nicht zuletzt der Mitbestimmung und „Sozialpartnerschaft“ als rechtlicher Institution und kultureller Orientierung.

Wir hatten argumentiert, dass das Vorhandensein einer börsenfähigen Rechtsform nicht notwendigerweise bedeutet, dass das Unternehmen börsennotiert ist. Darüber hinaus bedeutet börsennotiert auch nicht automatisch, dass Finanzinvestoren die wesentliche Aktionärsgruppe stellen und damit die Bedingungen für die Disziplinierung der Manager im Interesse der Shareholder gegeben sind, wie dies die Agenturtheorie des Unternehmens annimmt.²²

Üblicherweise werden diese Bedingungen als gegeben angesehen, wenn sich das börsennotierte Unternehmen in institutionellem Streubesitz befindet. Je nach Regeln der Corporate Governance und tatsächlichen Machtverhältnissen kann dies unterschiedliche Schwellenwerte umfassen. Üblicherweise geht man für Deutschland davon aus, dass Unternehmen in einem Streubesitz zu mehr als 75% im Sinne dieser Disziplinierungsmöglichkeit „verwundbar“ ist. Eine genauere Diskussion der Bedingungen erfolgt weiter unten, wenn wir uns den eigenen Erhebungen zur Aktionärsstruktur börsennotierter Unternehmen in Deutschland widmen. Hier ist das nicht notwendig, weil die Monopolkommission bezüglich der Eigentümerkonstellationen nur eingeschränkte Informationen liefert, die aber als lange Zeitreihen dennoch eine gewisse Aussagekraft haben. Wie wir schon hörten unterscheiden die Hauptgutachten nicht zwischen börsennotiert und nicht-börsennotiert. Sie liefern aber Aussagen darüber, ob die Unternehmen sich mehrheitlich im Eigentum einer bestimmten Eigentümergruppe befinden. Diese Unterscheidung ist quer zu der Frage nach der Börsennotierung. Ein Unternehmen kann sich zum Beispiel mehrheitlich „im Besitz von Einzelper-

²² Wir belassen es hier bei dieser Kurzformel, ohne uns der dahinter stehenden Vorstellung anzuschließen. Wir teilen nicht nur die normative Orientierung nicht, dass den Shareholdern Vorrang eingeräumt werden müsse (Shareholder Primacy), sondern auch die Überzeugung nicht, dass diese vermeintliche Vorrangstellung den meisten Shareholdern nützt, geschweige denn der Gesellschaft at large (glänzend hierzu Stout 2012), noch die Vorstellung, dass das Management tatsächlich diszipliniert würde/werden könne, vorrangig im Interesse der Shareholder zu agieren (vgl. Froud et al. 2006; Faust et al. 2011a).

sonen, Familien und Familienstiftungen“ befinden (wie eine der Kategorien lautet) und sowohl eine börsennotierte AG, KGaA oder SE als auch eine nicht-börsennotierte GmbH oder AG sein. Wie schon erwähnt verdeckt die Kategorie „Mehrheit im ausländischen Besitz“, die für einen Großteil der Unternehmen mit Hauptsitz im Ausland gilt, sowohl die Frage nach der Börsennotierung als auch die Frage nach der konkreten Eigentümerkonstellation. Dies bedürfte gesonderter Erhebungen, die im Rahmen dieser Untersuchung nicht geleistet werden können. Die Kategorie „Über 50% Streubesitz“ hingegen kann als unvollkommene Näherung für die Eigentümerkonstellation des idealtypischen Finanzmarktkapitalismus genommen werden. Unvollkommen deshalb, weil hiernach auch ein Unternehmen wie BMW dazu gezählt würde, das von der faktischen Machtverteilung eindeutig familiengeführt ist, obwohl die Anteile der Quandt-Familienmitglieder leicht unter der 50%-Schwelle bleiben. Wir verwenden für unsere eigene Untersuchung mehrere Schwellenwerte, darunter auch die 25%-Schwelle eines effektiven Übernahmeschutzes durch Ankerinvestoren (vgl. auch Höpner 2003; Höpner/Jackson 2001; Achleitner et al. 2011; Jenkinson/Ljungqvist 2001). Für die Datenbasis der Monopolkommission liegen diese Unterscheidungen nicht vor. Streubesitz sagt hier darüber hinaus nichts darüber aus, welcher Art die Investoren sind, in deren Hand der Streubesitz liegt; es können sowohl Privatleute, Belegschaftsaktionäre als auch institutionelle Investoren sein. Da man aber weiß, welche Art von Unternehmen unter diese Kategorie fallen (die meisten DAX30 Unternehmen gehören dazu) kann man vermuten, dass ein hoher Anteil institutioneller Streubesitz darunter fällt.

Wie Tabelle 3.2 nun zeigt schwanken die Anteile der verschiedenen Mehrheitskategorien im Zeitablauf, ohne das eindeutige Trends zu erkennen sind. Nicht weiter verwunderlich ist, dass es kaum jemals Mehrheitsbeteiligungen aus dem Kreis der 100 größten Unternehmen gegeben hat.²³ Auffallend ist eher, dass insgesamt der Anteil der Unternehmen ohne Mehrheitsbesitz im Zeitablauf abnimmt, während zugleich der Anteil der Unternehmen mit mehr als 50% Streubesitz nicht zunimmt, sondern gemessen am Ausgangspunkt von 1990 sogar tendenziell abnimmt. Im Hinblick auf die Disorganisations- und Liberalisierungsthese muss auch die leichte Zunahmen der Unternehmen mit Mehrheit im Besitz der öffentlichen Hand im gesamten Zeitraum verwundern. Ein Teil dieser Zunahme ist insofern irreführend, weil bisherige Behörden wie die Bundesbahn vor 1994 nicht zu den 100 größten Unternehmen gehörte, seit der Unternehmensgründung als Deutsche Bahn AG im Jahr 1994 aber zu dem Kreis dazugehört.²⁴ Die aggregierten Daten der Anteilstruktur sind aus schon bekannten

²³ Auch die großen Beteiligungen der Deutschen Bank (etwa bei Daimler) oder der Allianz (bei Beiersdorf) blieben unterhalb der 50%-Schwelle. Ausnahmen sind solche Fälle, bei denen strategische Interessen im eigenen Geschäftsgebiet im Vordergrund standen (etwa die 100%-Beteiligung der Allianz am Privatkrankenversicherer „Vereinte“ im Jahr 1996 (Monopolkommission 1998: 192).

²⁴ Deutsche Telekom AG u. Deutsche Post AG folgen 1995. Die Daten zeigen somit irreführend einen „Anstieg“ des Staatseinflusses in der Wirtschaft via Eigentum an. Richtig bleibt aber, dass diese Unternehmen im jeweils gegebenen Umfang durch den Staat als Eigentümer kontrolliert werden.

Gründen vorsichtig zu interpretieren. So können Verschiebungen in der Zuordnung zu Kategorien vom Jahr 2010 zum Folgebericht 2012 allein durch die Umstellung des Datenanbieters zustande kommen, obwohl sich die tatsächliche Struktur womöglich nicht geändert hat (Monopolkommission 2014: 214-215).²⁵

Tabelle 3.2: 100 größte Unternehmen in Deutschland – Aufschlüsselung der Mehrheitsverhältnisse (Anzahl der Unternehmen)

	90	92	94	96	98	00	02	04	06	08	10	12
Mehrheit im Besitz eines Unternehmens aus dem Kreis der "100 Größten"	2	0	0	1	0	1	0	0	0	2	1	0
Mehrheit im ausländischen Einzelbesitz	17	16	18	14	17	23	25	24	28	27	26	21
Mehrheit im Besitz der öffentlichen Hand	8	11	13	13	13	12	11	11	12	12	13	15
Mehrheit im Besitz von Einzelpersonen, Familien und Familienstiftungen	22	19	17	19	18	16	19	22	21	23	22	26
Über 50% Streubesitz	31	29	29	27	22	20	22	21	20	21	21	23
Sonstiger Mehrheitsbesitz	4	5	5	5	9	10	8	9	7	8	10	8
Ohne Mehrheitsbesitz	16	20	18	21	21	18	15	13	12	7	7	7

Quelle: Monopolkommission 2000-2014; Hauptgutachten XIII – XX.

Die aktuellen Veränderungen sollten also mit besonderer Vorsicht gehandhabt werden. Auch durch Ein- und Austritte von Unternehmen aus dem Kreis der 100 können sich sichtbare Zuordnungsverschiebungen ergeben, denen keine realen Veränderungen der Machtverhältnisse entsprechen.²⁶ Dass von 2010 bis 2012 die Kategorie „Mehrheit in ausländischem Einzel-

²⁵ Alleine durch die andere Zuordnung zu den Kategorien „Sonstige“ und „Streubesitz“ wanderten eine Reihe von Unternehmen in die Kategorie „Mehrheit im Streubesitz“ (Münchner Rückversicherung, Daimler, Commerzbank) (Monopolkommission 2014: Tabelle II.14, S. 208 ff). Bei einigen Unternehmen erhöhte sich der Anteil des ausländischen Einzelbesitzes zu Lasten des Streubesitzes, weil offenbar mehr Anteile einzelner Investoren unter 5% in den verfügbaren Datensammlungen ausgewiesen wurden, die dann gemäß dem Vorgehen der Monopolkommission der jeweiligen Kategorie und nicht mehr dem Streubesitz zugerechnet wurden. Das könnte zum Beispiel auch für die Anteile von BlackRock gelten, die vermutlich in der Zuordnung der Monopolkommission nun als „ausländischer Einzelbesitz“ und nicht als „Streubesitz“ auftauchen. Hier zeigen sich die Grenzen dieser Datengrundlage, die bei „ausländischem Einzelbesitz“ nicht nach Finanzinvestor und Nicht-Finanzinvestor unterscheidet. So wächst bei einer Reihe von DAX30 Unternehmen von 2010 zu 2012 der Anteil des ausländischen Einzelbesitzes zu Lasten des Streubesitzes (ohne dass es zu einem Kategorienwechsel bei der Mehrheitsbestimmung kommt).

²⁶ Wenn etwa die die KfW (Staatsbank), die die Anteile des Bundes an der Deutschen Telekom und der Deutschen Post hält, zu den 100 größten Unternehmen gehört, dann zählen diese Anteile zu Anteilen aus dem Kreis der 100 größten Unternehmen; fällt die KfW aus dem 100er -Club heraus, zählen dieselben Anteile als „öffentliche Hand“. In diesem Fall hat dies keine Auswirkung auf die Zurechnung von Mehrheitsverhältnissen, weil die KfW-Anteile an den beiden Unternehmen keine Mehrheitsanteile sind, wohl aber für die oben beschriebene Verflechtung innerhalb dieses Kreises. Andere Aus- und Eintritte sind vorstellbar, die unmittelbar auch die Zuordnung zu Mehrheiten betreffen.

besitz“ fünf Einträge verloren hat, liegt hauptsächlich daran, dass vier Unternehmen ausländischer Herkunft (Ford, Saint-Gobain Gruppe, Johnson Controls und ALSTOM) aufgrund von relativem Wertschöpfungsrückgang nicht mehr in der Gruppe der 100 vertreten waren. Solche Verschiebungen müssen von Verschiebungen von Mehrheitsverhältnissen bestehender Firmen unterschieden werden (etwa wenn bestehende Firmen aus dem Kreis in ausländische Hände fallen), was aber an den aggregierten Daten nicht abgelesen werden kann. Veränderungen in der Zusammensetzung der Eigentümerkategorien, die über Ein- und Austritte zustande kommen, könnten sich aber im Zeitverlauf eher ausgleichen.

Tabelle 3.3: Anteil an der Wertschöpfung der „100 Größten“ gemäß Aufschlüsselung der Mehrheitsverhältnisse (in %)

	90	92	94	96	98	00	02	04	06	08	10	12
Mehrheit im Besitz eines Unternehmens aus dem Kreis der "100 Größten"	0,8	0	0	0,2	0	0,7	0	0	0	6,2	1	0
Mehrheit im ausländischen Einzelbesitz	12,5	10,7	8,7	7,1	11,6	10,7	14	12,4	14,6	14,6	12,6	10,8
Mehrheit im Besitz der öffentlichen Hand	4,9	5,8	21,6	19,8	18,7	17,1	8	7,7	9,2	9,9	9,9	12
Mehrheit im Besitz von Einzelpersonen, Familien und Familienstiftungen	13	13,2	9,3	9,7	8,7	7,6	9,4	13	12,9	13,9	19,4	24,4
Über 50% Streubesitz	49,1	45,1	37,4	43,8	31,7	39,8	48,7	44,8	37,3	37,9	37,4	39,6
Sonstiger Mehrheitsbesitz	1,7	2,7	2,5	2,5	11,6	11,4	5,8	12,6	12,1	10,4	13	4,2
Ohne Mehrheitsbesitz	20,4	22,5	20,5	16,9	17,7	12,7	14,1	9,5	13,9	7,1	6,7	9,1

Quelle: Monopolkommission 2000-2014; Hauptgutachten XIII – XX.

Wir prüfen auch, ob die Unternehmen im Streubesitz im Zeitablauf ein größeres wirtschaftliches Gewicht in der Gesamtgruppe aufweisen. Wie Tabelle 3.3 zeigt, ist erwartungsgemäß der Anteil der so ausgewiesenen Streubesitz-Unternehmen an der Wertschöpfung besonders hoch;²⁷ in der Spitze beträgt der Wert annähernd 50%. Im Zeitablauf schwankt der Wert erheblich, was auch den schon diskutierten methodischen Problemen geschuldet ist. Keinesfalls steigt der Wertschöpfungsanteil der Streubesitz-Unternehmen im Zeitablauf aber an; eher kann man von einem leichten Rückgang sprechen. Jedenfalls lässt sich aus den Daten über die Mehrheitsverhältnisse an den 100 größten Unternehmen im Zeitverlauf keine Diag-

²⁷ Zu den „Streubesitz“-Unternehmen gehören viele der DAX30 Unternehmen, die auch zur Spitzengruppe der 100 größten Unternehmen gehören.

nose wachsender Finanzialisierung (gemessen an der Kategorie Börsennotierung und/oder Streubesitz) des hier abgebildeten Unternehmenssektors ableiten, obwohl es zweifellos zu der beschriebenen Entflechtung im Sinne der „Erosion der Deutschland AG“-These gekommen ist. Die Hauptgutachten der Monopolkommission stellen aber in vielerlei Hinsicht keine gute Datengrundlage zur Beantwortung der Frage zur Verfügung, ob es zu einer verstärkten Kontroll-Finanzialisierung gekommen ist. Im nächsten Kapitel unternehmen wir hierzu einen neuen Anlauf, indem wir uns wieder direkt den börsennotierten Unternehmen zuwenden und andere Datengrundlagen verwenden.

4. Eigentümerstruktur börsennotierter Unternehmen: Institutioneller Streubesitz versus Ankerinvestoren

Im nun folgenden Kapitel wechseln wir die Grundgesamtheit. Haben wir zuletzt die Daten der 100 größten Unternehmen in Deutschland zugrunde gelegt und schrittweise geprüft, inwieweit sich in den Veränderungen in diesem Kreis Finanzialisierungsprozesse erkennen lassen, so nehmen wir nun von vorne herein Unternehmen als Ausgangspunkt, die als *börsennotierte* Unternehmen per se ein zentrales Finanzialisierungsmerkmal erfüllen. Die in Kapitel 2 vorgenommenen Auswertungen erlauben es uns, den Stellenwert des Sektors börsennotierter Unternehmen in Deutschland im Zeitablauf einzuschätzen. Auch für die 100 größten Unternehmen konnten wir bestimmen, wie hoch der Anteil börsennotierter Unternehmen ist. Für diesen Datensatz waren nicht nur die weiteren Auswertungsmöglichkeiten begrenzt (fehlende Kategorisierung der Anteilseigner, Differenzierung der Beteiligungsschwellen), sondern auch der einbezogene Kreis börsennotierter Unternehmen war begrenzt auf diejenigen, die unter den 100 größten zu finden waren bzw. sind. In den folgenden Analysen sind diese Unternehmen wiederum auch enthalten, ohne dass wir aber diese Abgrenzung weiter mitführen können.

4.1 Datenquellen und Methoden

Die Eigentümerstruktur börsennotierter Unternehmen zu erfassen, ist auf verschiedenen Wegen möglich. Keiner der Wege ist einfach, vollständig und für unsere Zwecke unzweifelhaft geeignet.

Auf den ersten Blick verspricht die Methode (1), für jedes *einzelne Unternehmen jährlich zu einem Stichtag die Zusammensetzung aller Aktionäre gemäß Meldepflicht* zu ermitteln. Dies ist aber nur insoweit möglich, als Aktionäre verpflichtet sind, ihre jeweils gehaltenen Anteile amtlichen Stellen bzw. den Unternehmen, an denen sie die Anteile halten, mitzuteilen. Für Zeitvergleiche über längere Zeiträume wird dies dadurch erschwert, dass sich im Zeitablauf solche Meldeschwellen verändert haben. Schon erwähnt haben wir die Einführung einer Meldepflicht ab 5% für börsennotierte Unternehmen im Jahr 1995, die sich auf die

wundersame Zunahme der Verflechtung im Kreis der 100 größten Unternehmen im Zeitraum von 1990 bis 1996 auswirkte (s.o.). Ab 2007 besteht eine Meldepflicht für Stimmrechtsveränderungen ab 3% gemäß WpHG, so dass sogar stimmrechtswirksame Beteiligungen unter 3% bekannt werden, sofern sie durch Unterschreitungsmeldungen der 3%-Schwelle zustande kamen. Diese Meldungen stehen auf der Internetseite der BaFin unternehmensbezogen zur Verfügung und werden auf unternehmensregister.de in der Historie (ab 2007) aufgeführt. Zumeist finden sich diese Meldungen auch auf den „Investor Relations“-Seiten der betreffenden Unternehmen. Diese Daten haben den Vorteil, dass sie nicht schon zu Kategorien zusammengezogen wurden oder zu übergeordneten Einheiten konsolidiert wurden. Der jeweilige Forscher kann die für ihn geeignet erscheinenden Kategorisierungen wählen und die einzelnen Meldungen entsprechend zuordnen. Für unsere Zwecke ermöglicht dies nicht nur die Identifizierung einzelner „bedeutsamer Investoren“ (Faust et al. 2011b), sondern auch die Unterscheidung von verschiedenen Unterkategorien institutioneller Investoren (z.B. Staatsfonds). Dass die jeweils genannten Stimmrechtshalter nicht gleich übergeordneten wirtschaftlichen bzw. unternehmensrechtlichen Einheiten zugerechnet werden, ist ebenfalls ein Vorteil. Sinnvolle Zusammenfassungen von Anteilen können je nach Fragestellung begründet und eigenständig vorgenommen werden, zum Beispiel die Zuordnung von Anteilen verschiedener Organisationseinheiten der Capital Group Companies zur Muttergesellschaft (siehe ebd.). Problematische Zuordnungen, die man nicht mehr rückgängig machen und aufschlüsseln kann, werden vermieden. Dies gilt, wie wir im vorherigen Kapitel gesehen haben, für die Zurechnung von Aktienanteilen bankzugehöriger Kapitalanlagegesellschaften zu den Mutterhäusern der jeweiligen Bank in der Verflechtungsanalyse der Hauptgutachten der Monopolkommission (s.o., vgl. Faust 2014). Unklar blieb, ob diese Zurechnung auf die Autoren der Hauptgutachten zurückgeht oder schon dem Datenanbieter anzulasten ist.²⁸ Kommerzielle Datenanbieter bieten darüber hinaus Möglichkeiten, auch Anteile unter 3% zu erfassen. Zu 100% können die Investoren über diese Methode so oder so nicht erfasst werden, es verbleibt in jedem Fall eine Restkategorie, die üblicherweise als Streubesitz ausgewiesen wird. Die kommerziellen Datenanbieter nutzen neben den Meldepflichten zusätzlich andere Informationsquellen (Wirtschaftspresse, Fondsprospekte). Wie zuverlässig diese Datenquellen sind, soll hier nicht beurteilt werden.²⁹ Für unsere Zwecke sind die offiziellen Daten ausreichend, da wir in der Hauptsache anstreben, Anker- bzw. Mehrheitsinvestoren zu identifizieren und „bedeutsame“ Investoren differenzierter zuzuordnen. Hierbei spielt die de-jure

²⁸ Für letzteres spricht, dass die ETH-Studie zur „Global Corporate Control“ die gleiche problematische Zuordnung vornimmt und so überhaupt nur eine finanzdominierte Superstruktur entdecken kann. Die ETH-Studie beruht auf der gleichen Datenbank des kommerziellen Datenanbieters Anbieters Bureau van Dijk.

²⁹ Jeder Datenanbieter müsste aus pragmatischen Gründen, irgendwelche Stoppregeln bei der weiteren Suche einhalten, denn prinzipiell ist diese Suche unendlich, weil man nie genau wissen kann, ob nicht noch ein weiterer Anleger namentlich identifiziert werden könnte.

Schwelle von 25% eine maßgebliche Rolle (s.u.). Allerdings werden die Vorteile dieser Datenerhebungsmethode durch einen erheblichen Aufwand erkauft. Für die hier vorliegende Untersuchung wurde in 2014 eine stichtagsbezogene Erhebung aller DAX-Unternehmen (DAX30, MDAX, SDAX und TecDAX) vorgenommen. Diese Daten können mit ähnlichen Untersuchungen aus früheren Perioden verglichen werden. Über diesen Umweg kann ein (eingeschränkter) Zeitvergleich vorgenommen werden (s.u.). Für eine Fortführung als Zeitreihe müssen immer wieder auf's Neue Erhebungen vorgenommen werden.

Neben der aufwändigen Methode der Datensammlung auf Basis von Stimmrechts- bzw. Anteilsmeldungen bei börsennotierten Unternehmen gibt es zwei indirekte Methoden der Erfassung der Verteilung von Aktien auf verschiedene Akteurskategorien, die auf laufenden amtlichen Statistiken beruhen. Neben verschiedenen Mess- und Zuordnungsproblemen, auf die wir gleich zu sprechen kommen, können beide Methoden keine Akteurskonstellationen auf Unternehmensebene identifizieren und diese dann gruppieren, weil sie von vorne herein Aktienbesitz über die Gesamtheit der Unternehmen hinweg Kategorien von Akteuren zuordnen. So kann nicht ermittelt werden, in wie vielen Unternehmen es Ankerinvestoren (25%-Anteil) gibt. Da beide Aktionärsstrukturdatensammlungen in der Literatur bzw. in der öffentlichen Debatte eine gewisse Bedeutung haben, sondieren wir als erstes den Ertrag dieser beiden Herangehensweisen.

4.2 Aktionärsstruktur nach gesamtwirtschaftlicher Finanzierungsrechnung

Die erste Analyse beruht auf den Ergebnissen der *gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung der Deutschen Bundesbank* wie sie regelmäßig in den Statistischen Sonderveröffentlichungen 4 (für den Zeitraum 2009 bis 2014 in: Deutsche Bundesbank 2015) veröffentlicht werden. Die Daten dieser Erhebungen wurden von verschiedenen Autoren als Angaben über die „Aktionärsstruktur“ in Deutschland verwendet (Vitols 2005; Fichtner 2009)³⁰ Die Daten werden aber nicht erfasst, um die Aktionärsstruktur in Deutschland zu dokumentieren. Sie wurden nur zu diesem Zwecke sekundär verwendet. Ob und inwieweit dies zutreffend bzw. zulässig ist, kann man nur beurteilen, wenn man etwas mehr zu der Datengrundlage weiß. Die Finanzierungsrechnung ist die finanzielle Kehrseite der güterwirtschaftlich orientierten Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) und erlaubt die Darstellung der Ströme zwischen einzelnen volkswirtschaftlichen Sektoren und der jeweiligen Salden zum Jahresende. Für jeden Sektor werden die Geldvermögen und Verbindlichkeiten zum Jahresende als Saldo dargestellt. Geldvermögen und Verbindlichkeiten werden nach verschiede-

³⁰ Bei Vitols (2005: 5) lautet die Überschrift über der Tabelle: „Distribution of Shareholdings in German Listed Companies“ (von 1960 bis 2003). Fichtner spricht bezüglich derselben Datenquelle von „ownership structure of publicly listed companies in Germany“. Leider erweist es sich als Irrtum, dass diese Daten in diesem Zeitraum die Aktienverteilung nur der „listed“, also der börsennotierten inländischen Unternehmen erfasst. Wir selbst haben uns ebenfalls auf diese Daten bezogen und sind dem gleichen Irrtum unterlegen, der leider durch die unklare Bezeichnung in den früheren Veröffentlichungen nahe gelegt wurde.

nen „Finanzinstrumenten“ aufgeschlüsselt, unter denen sich auch „Aktien“ bzw. „Anteilsrechte“ befinden. Wenn man also die ursprünglich nach Sektoren erfolgende Geldvermögensrechnung nach Instrumenten aufschlüsselt und diese jeweils einzeln den Sektoren zurechnet, kann man die Aktienanteile verschiedener volkswirtschaftlicher Sektoren ermitteln. Dies ist die Grundannahme der bisherigen Verwendung dieser Daten in der einschlägigen Literatur. Sie geht von mehreren Voraussetzungen aus: 1) das als „Aktien“ ausgewiesene „Finanzinstrument“ erfasst tatsächlich das interessierende Aktienkapital inländischer börsennotierter Unternehmen, 2) die Kategorien, nach denen die Sektoren aufgeschlüsselt werden, sind für die jeweilige Forschungsfrage die relevanten und 3) die Kategorisierungen zu 1) und 2) sind konstant und erlauben somit konsistente Zeitreihen bzw. bei Kategorienänderungen sind sinnvolle Interpretationen möglich. Alle drei Voraussetzungen sind nicht (voll) gegeben.

Besonders problematisch ist, dass erst ab 2013 börsennotierte inländische Aktien gesondert ausgewiesen werden. Die *finanziellen Instrumente* wurden in zwei Wellen neu kategorisiert, die den jeweiligen Richtlinien zur Herstellung eines Systems einheitlicher Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen auf europäischer Ebene folgten. Die erste solche Anpassung erfolgte 1995 (ESVG 1995), die zweite 2010 (ESVG 2010). Die entsprechenden Realisierungen im Datenwerk erfolgten mit Zeitverzug, so dass der Ausweis der inländischen börsennotierten Aktien erst im Jahr 2013 von Statten geht. Das heißt, auch erst seit daher ist es möglich, die hier interessierende Größe zu messen. Frühere Verwendungen dieser Datengrundlage übersehen, dass in der Rubrik „Aktien“ auch nicht-börsennotierte Aktien subsumiert sein können bzw. sind. Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften, die in den früheren Zeitreihen bei Vitols (2005) und Fichtner (2009) trotz Abweichungen im einzelnen Werte deutlich über 30% aufweisen, halten wesentlich niedrigere Werte an börsennotierten Aktien im Vergleich zu anderen Anteilsrechten (Deutschen Bundesbank 2015: 82), während das Verhältnis beim Sektor „Ausland“ umgekehrt ist.

Tabelle 4.1: Finanzinstrumente der Finanzierungsrechnung – ESVG 1995 und 2010 im Vergleich

ESVG 1995	ESVG 2010
Aktien	Börsennotiertes Aktien (nach Emittenten: umfasst die Unterscheidung Inland/Ausland)
	Nicht börsennotierte Aktien
Sonstige Anteilsrechte	Sonstige Anteilsrechte
Investmentzertifikate	Anteile an Investmentfonds
	Anteile an Geldmarktfonds
	Anteile an Investmentfonds ohne Geldmarktfonds

Quelle: Nach Deutsche Bundesbank 2015: 16.

Wenn man die so differenzierten Daten ab 2013 zugrunde legt, erreicht man auch eine weit größere Übereinstimmung mit der Datensammlung auf Basis der Meldungen bei den Depotbanken. Auf Basis dieser Daten (Deutsche Bundesbank 2014: 24a; s.u.) ergab sich nämlich ein hoher Anteil ausländischer Anteilseigner an börsennotierten Unternehmen in Deutschland (2014: 57,1%), der ganz erheblich von den nach Finanzierungsrechnung gezählten Anteilen des „Auslands“ abwich. Die breite Publizität mit dem Tenor „Der DAX wird immer weniger deutsch“ (Spiegel online, 21. April 2015, Abruf: 10:40 Uhr), die diese Daten erzeugten, gab Anlass die Datengrundlagen der Finanzierungsrechnung zu prüfen.

Auch die Differenzierung der Sektoren erfolgte in verschiedenen Schritten neu. Vitols (2005: 5) erwähnt die Erfassung einer neuen Kategorie (bei ihm „other financial“ genannt) „sonstige Finanzinstitute“ unter der maßgeblich Investmentfonds verbucht werden, die zuvor in anderen Finanzkategorien versteckt waren. Mit der Umstellung von ESVG 1995 auf 2010 erfolgten weitere, überwiegend nützliche Differenzierungen zur Erfassung von Anlegerkategorien. So lassen sich nun „Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds)“ von den „Sonstigen Finanzinstituten“ unterscheiden. Auch zwischen „Versicherungsgesellschaften“ und „Pensionsseinrichtungen“ und zwischen „Privaten Haushalten“ und „Privaten Organisationen ohne Erwerbszweck“ kann seither unterschieden werden. Es bleibt aber bei der undifferenzierten Erfassung des „Auslands“, das weder nach Akteuren (nicht-finanzielle Unternehmen, Investmentfonds, Staatsfonds etc.) noch nach Herkunftsland getrennt ausgewiesen werden kann.³¹ Die Subsumtion von „firmeneigenen Finanzierungseinrichtungen und Kapitalgebern“ unter die Kategorie „sonstige Finanzinstitute“, die ebenfalls mit ESVG 2010 erfolgte, ist unglücklich. Man kann nun finanziell orientierte und strategische Aktionäre nicht mehr so gut auseinander halten. Unter „firmeneigenen Finanzierungseinrichtungen und Kapitalgebern“ führen die Statistiker der Deutschen Bundesbank Konzern-Holdinggesellschaften (im Gegensatz zu Zentralverwaltungen) auf, die die Vermögenswerte nicht-finanzieller Unternehmen halten, aber nicht in das Management eingreifen. Diese Umstellung führt zu einer „Umbuchung“ von Werten von einem nicht-finanziellen in einen finanziellen Sektor, ohne dass sich etwas geändert hätte. Es handelt sich also um eine „statistische Finanzialisierung“.³² Die

³¹ Es spricht einiges dafür, dass sich unter der Rubrik Ausland viele Anteile von Investmentfonds (incl. Pensionsfonds und Hedge Fonds) finden lassen. Zum Ausland gehören aber auch Staatsfonds, die in unterschiedlicher Weise agieren. Der norwegische Staatsfonds beispielsweise, der weltweit größte seiner Art, streut seine Anteile breit. Die Qatar Holding hingegen bündelt ihr Engagement in drei wesentlichen Beteiligungen: Volkswagen AG 17%; Hochtief AG 10% und Solarworld AG knapp unter 50%. Bei Hochtief hat sich zudem ein spanisches Bauunternehmen eingekauft, das mit 61% ein strategisches Engagement unterhält. Die interne Heterogenität der Auslandskategorie erschwert Aussagen darüber, was der wachsende Anteil der Kategorie über Art und Intensität der Einflussnahme auf Unternehmen aussagt und ob ihre Vulnerabilität im Hinblick auf die (unterstellte) disziplinierende Wirkung eines Marktes für Unternehmenskontrolle zugenommen hat.

³² Man kann zum Beispiel vermuten, dass nunmehr die Haniel-Holding als „sonstiges Finanzinstitut“ fungiert, obwohl sich an der Tatsache, dass es sich um langfristig, unternehmerisch orientiertes, „geduldiges“ Kapital handelt, nichts geändert hat. Das betrifft zum Beispiel die Haniel-Anteile an der

Kategorieen sind auch grundsätzlich nicht geeignet zu erfassen, ob es sich bei den Aktienhaltern um Familien handelt. Familienbesitz kann sich prinzipiell in der Kategorie „Private Haushalte“, „Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaft“ (z.B. bündeln Erbgemeinschaften ihre Anteile in Form von Kapitalgesellschaften) und/oder „Sonstige Finanzinstitute“ mehr oder weniger gut verbergen.

Aus dem bisher Gesagten ergibt sich schon, dass auch die dritte Voraussetzung nicht gegeben ist. Für eine Analyse der Aktionärsstruktur börsennotierter Unternehmen in langen Zeitreihen ist die Vermögensrechnung nicht geeignet. Auch nach den positiven Veränderungen ab 2013 bleibt der erwähnte statistische Finanzialisierungseffekt und die beschränkte Auflösungsmöglichkeit der Kategorie „Ausland“ erhalten. Allerdings bedeuten die ab 2013 wirksam werdenden Veränderungen in der Differenzierung der Finanzinstrumente zusammen mit der größeren Differenzierung der haltenden Sektoren einen erheblichen Fortschritt, der für die Folgeperioden auch für die Dauerbeobachtung genutzt werden kann. Dennoch können auf Unternehmensebene keine Akteurskonstellationen erfasst werden. Wenn wir zum Beispiel nun besser wissen, dass im Durchschnitt über alle börsennotierten Aktien hinweg nicht-finanzielle Unternehmen 20% halten (ein fiktiver Wert), wissen wir nicht in wie vielen börsennotierten Unternehmen ein Ankerinvestor mit einer Sperrminorität von 25% existiert.³³

Tabelle 4.2: Sektoren der Finanzierungsrechnung – ESVG 1995 und 2010 im Vergleich

ESVG 1995	ESVG 2010
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften
Finanzielle Kapitalgesellschaften	Finanzielle Kapitalgesellschaften
Monetäre Finanzinstitute (einschl. Geldmarktfonds)	Monetäre Finanzinstitute
	Zentralbank und Kreditinstitute
	Geldmarktfonds
Sonstige Finanzinstitute (einschl. Investment- ohne Geldmarktfonds)	Sonstige Finanzinstitute
	Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds)
Versicherungen und Pensionseinrichtungen	Versicherungsgesellschaften
	Pensionseinrichtungen
Staat	Staat
Private Haushalte und private Organisationen ohne Erwerbszweck	Private Haushalte
	Private Organisationen ohne Erwerbszweck
Ausland	Ausland

Quelle: Deutsche Bundesbank 2015: 15. Erwähnenswert ist noch, dass unter der Kategorie „Private Haushalte“ auch Selbständige, Freiberufler, und Personengesellschaften rubriziert werden, nämlich in all den Fällen, in denen nicht zwischen Privat- und Firmenvermögen unterschieden werden kann.

Metro AG. Diese Umstellung mag für andere Zwecke (Erfassen von Finanzierungsströmen) sinnvoll sein, für die hier vorgenommene Zweitverwertung ist sie es nicht.

³³ Bei annähernder Gleichverteilung könnten alle Unternehmen unterhalb dieser Schwelle liegen; es könnten aber auch 50% aller Unternehmen einen Ankerinvestor mit mehr als 25% aufweisen, wenn es andererseits einige große Unternehmen gibt, die nahezu vollständig im Streubesitz von Finanzinvestoren und/oder Privatleuten sind.

Die folgenden Tabellen (4.3-4.5) zeichnen zunächst jeweils ein sehr unterschiedliches Bild der Verteilung des Anteilsbesitzes nach Sektoren. Während die Berechnung der Anteile in Tabelle 4.3 auf Grundlage des ESVG 1995 sich auf das gesamte Geldvermögen in Form aller Aktien bzw. Anteilsrechte (börsennotiert & nicht börsennotiert; in- & ausländisch) bezieht und beispielsweise der Anteil des Sektors „Übrige Welt“ sich im Zeitverlauf zwischen 8% und 28% bewegt (bzw. im vergleichbaren Zeitraum zwischen 12% und 28%), beziehen sich die Tabelle 4.4 zugrundeliegenden Daten ausschließlich auf börsennotierte Aktien. Bezüglich der Anteile der „Übrigen Welt“ ergibt sich in dieser Betrachtung auf Grundlage des ESVG 2010 ein anderes Bild. Zu Beginn des Betrachtungszeitraums ist der Wert mit knapp 18% nicht wesentlich höher als der Vergleichswert nach ESVG 1995 (14%), zum Ende des Betrachtungszeitraums besteht für diesen Wert mit 44,6% (gegenüber 27,2%) jedoch eine deutliche Differenz. Für das Jahr 2006 lassen sich in beiden Tabellen auffällige Veränderungen erkennen, der der „Übrigen Welt“ zugeschriebene Wert erfährt jeweils einen deutlichen Zuwachs zu Lasten der „nichtfinanziellen Unternehmen bzw. Kapitalgesellschaften“, welche für die Berechnung nach ESVG 2010 deutlich stärker ausfällt und in diesem Fall auch weiterhin kontinuierlich wächst.

Die in der Finanzierungsrechnung erstmalig für das Jahr 2013 differenziert ausgewiesenen Werte für inländische börsennotierte Aktien, welche der Statistischen Sonderveröffentlichung 4 der Bundesbank³⁴ entnommen werden können, eröffnen nun erstmalig die Möglichkeit (mit den Daten der Bundesbank) diesen für unsere Untersuchung relevanten Ausschnitt zu betrachten und lässt damit die Analyse dieser Werte als die einzig Zulässige erscheinen, Aussagen über diese uns interessierende Größe zu treffen.

Die für die Jahre 2013/14 verfügbaren Daten zeigen, dass nichtfinanzielle Unternehmen wesentlich weniger Anteile von inländischen börsennotierten Unternehmen halten als zuvor fälschlicherweise angenommen. Die früher höher ausgewiesenen Anteile an Aktien berücksichtigten einerseits nicht-börsennotierte inländische Aktien (z.B. von Konzerngesellschaften die als nicht börsennotierte Aktiengesellschaften geführt wurden) und andererseits börsennotierte Aktien ausländischer Emittenten (z.B. im Fall von Beteiligungen an ausländischen börsennotierten Unternehmen). Umgekehrt werden nun die Anteile der „Übrigen Welt“ korrekterweise höher ausgewiesen, weil sie sich nun auf die richtige Grundgesamtheit (börsennotierte Aktien inländischer Emittenten) beziehen.

³⁴ Die für Tab. 4.3 und Tab. 4.4 verwendeten Daten entstammen von der Bundesbank veröffentlichten Zeitreihen, aus Anschaulichkeitsgründen werden an dieser Stelle jeweils die Werte des 4. Quartals eines Jahres verwendet. Dadurch ergeben sich geringfügige Differenzen zu den Werten der Statistischen Sonderveröffentlichungen der Bundesbank, welche den Stand des jeweiligen Jahresendes abbilden. Aus diesem Grund (sowie aus nachträglichen Bereinigungen der Werte seitens der Bundesbank) resultieren unwesentliche Unterschiede zu den Datengrundlagen früherer Studien.

Tab. 4.3: Anteile der Sektoren an Aktien nach ESVG 1995

Anteile % Aktien nach ESVG 1995	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Nichtfinanzielle Unternehmen	42,35	42,16	40,8	43,2	44	42,2	37,6	38,03	35,6	38,03	39,73	36,83	36,63	38,1	37,2	33,1	33,8	43,79	41,9	40,59	40,3	39,59	38,06
Finanzielle Kapitalgesellschaften	21,68	23,29	25,4	24,5	25,4	26,8	29,8	29,47	30	30,45	29,48	31,29	27,96	28,1	29	28,3	23,3	23,92	23,3	22,54	24,2	22,66	21,72
Monetäre Finanzinstitute	12,55	12,9	12,8	12,1	12,9	13,4	13	12,03	13	11,49	11,52	11,21	9,199	9,76	11	7,24	4,98	5,371	4,83	4,21	4,91	4,872	4,622
Sonstige Finanzinstitute	4,235	4,92	5,99	6,26	6,19	7,15	9,03	10,24	12,6	14,27	13,11	14,12	13,4	13,3	13,5	14,6	12,3	10,5	11,2	11,53	11,9	11,27	11,64
Versicherungen	4,908	5,486	6,61	6,09	6,26	6,29	7,74	7,197	4,47	4,688	4,855	5,96	5,36	5,04	4,5	6,42	6	8,051	7,3	6,799	7,33	6,519	5,456
Staat	5,381	5,344	4,61	4,69	4,19	4,12	5,15	3,911	3,52	2,247	1,755	3,049	3,2	3,03	2,32	2,26	1,83	2,515	2,59	2,435	2,58	2,634	2,459
Private Haushalte	19,31	18,85	19,2	18,7	18,2	17,8	17,3	16,77	16,9	16,86	15,06	14,1	14,9	15,2	14,3	12,5	12,9	10,31	10,1	10,78	11	10,84	10,58
Übrige Welt	11,28	10,36	10	8,96	8,17	9,09	10,1	11,82	13,9	12,41	13,98	14,73	17,31	15,6	17,1	23,9	28,1	19,47	22,1	23,66	21,9	24,28	27,18
Gesamt	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Quelle: Deutsche Bundesbank 2010, 2015; eigene Berechnungen.

Tab. 4.4: Anteile der Sektoren an börsennotierten Aktien nach ESVG 2010

Anteile % börsennotierte Aktien nach ESVG 2010:	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	28,82	31,67	32,6	30	29,5	31,6	30,1	14,99	16,1	25,79	20,55	20,15	19,72	18,9	18,6	17,2
Finanzielle Kapitalgesellschaften	36,89	37,21	35,8	37,4	33,6	33,5	34,7	35,11	28,1	25,31	24,65	23,64	25,05	23,7	22,8	23,2
Monetäre Finanzinstitute	16,08	14,1	14	13,9	11,5	12,3	13,8	10,57	7,31	5,663	4,855	3,868	4,527	4,58	4,59	5,22
Investmentfonds	15,95	18,25	16,9	18,1	17,2	17,1	17,4	19,53	17,2	16,29	16,65	16,77	16,88	16	16	16,1
Sonstige Finanzinstitute	0,103	0,134	0,19	0,03	0,06	0,03	0,04	1,886	0,92	0,941	0,995	1,078	2,143	1,52	1,33	1,14
Versicherungsgesellschaften	4,575	4,527	4,5	5,19	4,54	3,79	3,24	2,953	2,44	2,143	1,896	1,557	1,136	1,21	0,82	0,75
Altersvorsorgeeinrichtungen	0,174	0,192	0,2	0,2	0,23	0,26	0,23	0,182	0,2	0,272	0,266	0,362	0,361	0,34	0,02	0,02
Staat	3,909	2,362	1,65	2,93	3,28	3,16	2,27	2,533	1,95	2,386	2,239	1,831	1,954	2,12	2,2	2,05
Private Haushalte und POoE	12,53	12,6	11,4	10,5	11,2	11,4	10,7	11,48	10,7	12,4	14,01	14,55	14,85	14,2	13,2	13
Private Haushalte	11,95	12,04	10,8	9,81	10,5	10,7	10,3	10,95	10,1	11,8	13,59	14,08	14,32	13,4	12,7	12,4
Private Organisationen ohne Erwerbszweck	0,572	0,562	0,6	0,68	0,7	0,71	0,4	0,534	0,57	0,601	0,412	0,465	0,534	0,76	0,58	0,57
Übrige Welt	17,86	16,16	18,5	19,2	22,5	20,3	22,3	35,88	43,1	34,12	38,55	39,83	38,42	41,1	43,2	44,6

Quelle: Deutsche Bundesbank 2014a; eigene Berechnungen.

Tab. 4.5: Anteile der Sektoren an börsennotierten Aktien inländischer Sektoren

Börsennotierte Aktien inländischer Sektoren	2013 Mrd. €	Anteile % 2013	2014 Mrd. €	Anteile % 2014
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	275,4	19,2%	262,2	17,5%
Finanzielle Kapitalgesellschaften	184,1	12,9%	179,9	12, %
Monetäre Finanzinstitute	58,0	4,1%	67,5	4,5%
Investmentfonds	92,7	6,5%	82,4	5,5%
Sonstige Finanzinstitute	22,2	1,5%	19,3	1,2%
Versicherungen und Pensionseinrichtungen	11,3	0,8%	10,7	0,7%
Staat	33,6	2,4%	34,5	2,3%
Private Haushalte und POoE	174,5	12,2%	177,2	11,8%
Private Haushalte	167,4	11,7%	169,7	11,3%
Private Organisationen ohne Erwerbszweck	7,2	0,5%	7,5	0,5%
Übrige Welt	765	53,4%	844	56,4%
Gesamt	1432,6	100%	1497,8	100%

Quelle: Deutsche Bundesbank 2015; eigene Berechnungen.

4.3 Aktionärsstruktur nach Meldepflicht der Depotbanken

Nur für wesentlich kürzere Zeiträume, d.h. erst ab dem Jahr 2005, stehen die Daten aus der Meldepflicht der Depotbanken über ihre Wertpapierbestände für eine zweite Analyse zur Verfügung. Dafür werden aber eindeutig börsennotierte Aktien erfasst (Deutsche Bundesbank 2014). Die Daten erlauben eine fast komplette Abdeckung der deutschen Aktien, weil auch ausländische Investoren ihre Aktien größtenteils bei inländischen Instituten verwahren, welche wiederum meldepflichtig sind gegenüber der Bundesbank. Als Kriterium zur Meldung gilt hier nicht die Aktiegattung, sondern die „Börsennotierung“, dementsprechend sind Vorzugsaktien wie auch selten oder nie gehandelte (z.B. von strategischen Investoren gehaltene) Aktien in den Daten zu finden, während nicht-börsennotierte Wertpapiere nicht berücksichtigt werden.³⁵

Die Daten werden sektorenweise gemeldet. Die sektorale Gliederung entspricht leider nicht der Gliederung, die wir aus der Finanzierungsrechnung kennen, so dass die Werte nicht einfach ineinander überführt bzw. miteinander verglichen werden können. Wie in der Statistik aus der Finanzierungsrechnung können auch hier die „Ausländer“ nicht weiter aufgeschlüsselt werden. Positiv hervorzuheben ist, dass in die Werte der von Banken gehaltenen Aktien nur die Eigenbestände einfließen. Für die von Kapitalanlagegesellschaften der Banken gekaufte Aktien bzw. alle Aktien, welche in Fonds aufgelegt sind, müssen von den Banken als Sondervermögen gemeldet werden. Sie werden somit nicht unter den Banken rubriziert. Diese Aktien fallen in der Eigentümerstruktur-Tabelle unter den Sektor „Investmentfonds“.³⁶ Die Kategorie „private Haushalte“ umfasst tatsächlich nur die privaten Haushalte und nicht – wie sonst oft zugerechnet – auch Stiftungen. Bei den Depotbankmeldungen werden Stiftungen gar nicht erfasst; sie finden sich in der Tabelle als fehlende Prozente unter den „Inländern“. Beteiligungs- oder Holdinggesellschaften zählen in dieser Betrachtung der Bundesbank zu den nicht-finanziellen Investoren und blähen nicht wie oben erläutert die finanziellen Investoren auf. Problematisch ist, dass es keine gesonderte Kategorie Staat gibt. Teilweise fallen diese Aktien unter die fehlenden Prozente bei den „Inländern“ oder im Fall von Beteiligungsgesellschaften in öffentlicher Hand (etwa die HGV Hamburger Gesellschaft für Vermögens- und Beteiligungsmanagement mbH, die u.a. Anteile am Hamburger Hafen und an Hapag Lloyd hält) in die Rubrik „nicht-finanzielle Investoren“. Bemerkenswert ist auch die Tatsache, dass die Anteile der KfW (mittelbar Bundeseigentum) ebenfalls nicht als „Staat“ erkennbar sind, da sie hier bei den Banken verbucht werden. Im Ergebnis ist die Kategorie „nicht-finanzielle Investoren“ somit sehr heterogen und Familien können als Eigentü-

³⁵ Einige Interpretationsprobleme der Daten wurden im E-Mail Verkehr mit zuständigen Mitarbeitern der Deutschen Bundesbank geklärt (z.B. die fehlende Staatskategorie, die Verbuchung von Beteiligungsgesellschaften der öffentlichen Hand, die Verbuchung der KfW).

³⁶ Dieses Problem tauchte in den Daten der Monopolkommission auf, die nicht zwischen Eigenbesitz und Sondervermögen unterscheiden (s.o.)

mergruppe nicht identifiziert werden (s.u. Achleitner et al. 2011). Wie schon erwähnt erlaubt auch diese Statistik es nicht, Akteurskonstellationen auf Unternehmensebene zu identifizieren. Für die Analyse sektoraler Verteilungen der börsennotierten Aktien im Zeitablauf ist diese Statistik dennoch eine nützliche Ergänzung zu den neueren Daten aus der Finanzierungsrechnung. Einschränkend ist der erwähnte statistische Finanzialisierungseffekt und die beschränkte Auflösungsmöglichkeit der Kategorie „Ausland“ zu erwähnen.

Tabelle 4.6: Eigentümerstruktur börsennotierter Aktiengesellschaften (Kategorien in %)

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

Quelle: Deutsche Bundesbank 2014a.

Die Analyse zeigt für den verfügbaren Zeitraum von 2005 bis 2014, dass der Inländeranteil in der Finanzkrise auf einen Höchstwert von 48,4% ansteigt und danach auf knapp 43% abfällt, zwangsläufig durchläuft der Ausländeranteil die entsprechende Gegenbewegung. In dieser Bewegung verschränken sich vermutlich verschiedene Momente. So reagieren Aktienengagements von Finanzinvestoren aus dem Ausland auf Währungskursveränderungen und auf (nicht währungskursbedingte) relative Aktienkursentwicklungen in anderen Weltregionen, die zu Umschichtungen in den Portfolios führen. Andererseits hat sich im Zuge der Weltfinanzkrise und der nachfolgenden Eurokrise die schön länger zu beobachtende Aktienabneigung im breiten Publikum in Deutschland verfestigt, was sich über den direkten und indirekten (via Fonds) Aktienerwerb bemerkbar macht. Dies drückt sich unter anderem in den Daten über den Anteil der privaten Haushalte unter den Inländern aus. Auch die Anteile der Investmentfonds unter den finanziellen Investoren gehen tendenziell zurück. Im Zuge der allgemeinen Schwankung der Inländer-Kategorie schwankt auch der Anteil der „nicht-finanziellen Investoren“ erheblich, wächst aber tendenziell in der Gesamtbewegung. Der Wert der „nicht-finanziellen Investoren“ wird zudem eher unterschätzt, weil die Holding-Gesellschaften zu den finanziellen Investoren gezählt werden. Wichtig ist der Hinweis, dass der hier ausgewiesene Wert für die Banken unter den inländischen finanziellen Investoren im Vergleich zu den Werten aus der Finanzierungsrechnung relativ niedrig ist und tendenziell fällt. Aufgrund der

Messmethode, die die „Sondervermögen“ der Aktienfonds der bankzugehörigen Kapitalanlagegesellschaften nicht mitzählt, ergibt sich ein realistischerer Eindruck von den in eigenem Namen gehaltenen Aktien, der zudem deutlich überhöht ist durch die aus unserer Sicht fälschliche Zuordnung der KfW-Anteile. Wenn man die beiden Gesichtspunkte mit einbezieht, dass die KfW-Anteile die Bankkategorie aufblähen und geduldiges Kapital aus Familienholdings fälschlicherweise den Anteil der finanziellen Investoren erhöht, lässt sich im eingeschränkten Beobachtungszeitraum für die inländischen Aktionäre jedenfalls keine Erhöhung des Anteils der finanziellen Investoren feststellen, eher das Gegenteil. Ob dieser wichtige Finanzialisierungsindikator (Anteil finanzieller Investoren an der Gesamtheit der Investoren) auf Unternehmensebene insgesamt in diese Richtung weist, lässt sich aber nicht beantworten, weil die tendenziell wachsende Ausländer-Kategorie nicht weiter aufgeschlüsselt werden kann. Es spricht einiges dafür, dass sich unter der Rubrik Ausland viele Anteile von Investmentfonds (incl. Pensionsfonds und Hedge Fonds) finden lassen. Zum Ausland gehören aber auch Staatsfonds, die in unterschiedlicher Weise agieren. Der norwegische Staatsfonds, der weltweit größte seiner Art, streut seine Anteile breit (Datenbank-Abfrage bei der BAFin im August 2015). Die Qatar Holding hingegen bündelt ihr Engagement in drei wesentlichen Beteiligungen: Volkswagen AG 17%; Hochtief AG 10% und Solarworld AG knapp unter 50% (ebd.), die zum Teil auch als strategisch einzuschätzen sind. Es ist auch sonst nicht generell davon auszugehen, dass alle „Ausländer“ finanzielle Investoren sind. Bei der Hochtief AG etwa hat sich ein spanisches Bauunternehmen eingekauft, das mit 61% der Anteile erkennbar ein strategisches Interesse verfolgt. All dies spricht dafür, dass wir bessere Aufschlüsselungen der Aktionäre nach Art und Herkunft brauchen, die auch die Statistik auf Basis der Meldepflicht der Depotbanken trotz einiger Verbesserungen gegenüber anderen Datensammlungen nicht bieten kann.

4.4 Ankerinvestoren bei börsennotierten Unternehmen aus dem DAX

Ergänzend zu den erwähnten Datensammlungen, die für unterschiedliche Zeiträume unterschiedlich differenzierte Analysen der Struktur der Aktionäre nach wirtschaftlichen Sektoren für eine Dauerbeobachtung liefern, haben wir eine eigenständige Stichtagsuntersuchung der Aktionärsstruktur relevanter börsennotierter Unternehmen vorgenommen. Die Relevanz machen wir an der Zugehörigkeit zu einem der DAX-Auswahl-Segmente fest (DAX30, MDAX, TecDAX und SDAX).³⁷ Der Vorteil dieser Auswahl liegt auch darin, dass es eine Vorläuferun-

³⁷ Stand August 2014 weist die BAFin-Datenbank der bedeutenden Stimmrechtsanteile an inländischen Gesellschaften, die zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind, 479 Einträge als Emittenten auf (<https://portal.mvp.bafin.de/database/AnteileInfo/start.do>). Die hier ausgewählten Unternehmen stellen mit 160 Firmen eine Teilmenge dar, an die besondere Anforderungen gestellt werden. Die im DAX30, MDAX, SDAX und TecDAX notierten Unternehmen müssen alle die Voraussetzungen des Prime Standards erfüllen. Laut Deutscher Börse ist der „Prime Standard (ein) Teilbereich des EU-regulierten Segmentes der Deutschen Börse für Unternehmen, die besonders hohe Transparenzstandards erfüllen, (...), die über die gesetzlichen Mindestanforderungen des Re-

tersuchung aus dem Jahr 2008 gibt, die ebenfalls genau diesen Kreis von Unternehmen zugrunde legte (Fichtner 2009). Prinzipiell könnten auch die Daten von Culpepper (2005) mit herangezogen werden. Er untersucht die Erosion bzw. Persistenz von „patient capital“ im Ländervergleich zwischen Deutschland, Italien und Frankreich. Wie auch Fichtner (2009) nimmt er die Studie von Franks und Mayer (2001) als Ausgangspunkt für die Datenlage im Jahr 1990 (s.u.). Seine Behauptung weitreichender Persistenz des geduldigen Kapitals in Deutschland mit Daten aus den Jahren 1993, 2000 und 2003 haben einen anderen Bezugspunkt. Culpepper (2005: 189) interessiert sich für den durchschnittlichen Aktienanteil, der durch die beiden größten Aktionärsgruppen kontrolliert wird. Für Deutschland sind diese Daten mit 42,9% (1993), 43,7 (2000) und 41,1% (2003) nahezu konstant und zeigen eine hohe Eigentümerkonzentration an.³⁸ Es gibt aber keine Möglichkeit, dieses Konzentrationsmaß mit den von Franks/Mayer (2001) für 1990 noch von Fichtner (2009) für 2008 zu vergleichen. Daten über den Anteil der Unternehmen aus dem gewählten Sample, die zumindest eine Sperrminorität aufweisen, kann Culpepper (2005) nicht liefern. Für Vergleiche in der Zeit ist diese Studie auch deswegen nicht geeignet, weil das gewählte Sample eine unklare Zusammensetzung hat (teils bezogen von einer anderen Studie, teils (für 2003) eigens erhoben und sektorenmäßig neu gruppiert) und zudem nur die (mutmaßlich) 38 größten börsennotierten Unternehmen umfasst. Aus diesen beiden Gründen verwenden wir die in sonstiger Hinsicht interessante Culpepper-Studie nicht für den (mittelbaren) Zeitvergleich.

Zur Identifizierung der Investoren der 160 börsennotierten Unternehmen des DAX haben wir verschiedene Quellen zu Rate gezogen: die Veröffentlichungen zur Aktionärsstruktur der Unternehmen auf ihren Internetpräsenzen (zum Stichtag 20.10.2014), die Eigenangaben der Unternehmen sowie die BaFin-Datenbank zu bedeutenden Stimmrechtsanteilen³⁹ und die boersen-zeitung.de sowie finanzen.net. Verzerrungen der Daten bzw. der darüber zu treffenden Aussagen ergeben sich aus dem Umstand, dass nicht immer die mit Anteilsbesitze an der mit Stimmrechten ausgestattete Aktiengattung, sondern die absoluten Anteilsbesitze an der im Index aufgenommenen Aktiengattung oder der handelbaren Anteile zur Untersuchung herangezogen wurden. Das bedeutet, dass bei einigen wenigen Unternehmen nur der stimmrechtslose Anteilsbesitz an Vorzugsaktien aufgenommen wurde oder

gultierten Marktes hinausgehen. Dazu gehören: Quartalsfinanzberichterstattung in deutscher und englischer Sprache, Veröffentlichung eines Unternehmenskalenders, Durchführung mindestens einer Analystenkonferenz pro Jahr, Veröffentlichung von Ad-hoc-Mitteilungen in deutscher und englischer Sprache (<http://www.boerse-frankfurt.de/de/boersenlexikon/p/prime+standard+954>).

³⁸ Durchschnittswerte über 40% für die zwei größten Aktionäre kann in allen Fällen damit einhergehen, dass keiner von ihnen eine Sperrminorität erreicht (beide vereinen etwas über 20% auf sich) oder dass alle Unternehmen eine Sperrminorität haben (einer immer über 25% und der zweite entsprechend weniger). Die Verwendung von Durchschnittswerte kann aber auch bedeuten, dass es eine größere Zahl von Unternehmen (10 bis 15) mit großen Mehrheitsaktionären (z.B. > 75%) gibt, während der Rest nur jeweils rund 30% auf die beiden größten Aktionäre vereint. Unternehmensbezogene Konstellationsanalysen sind hierüber nicht möglich.

³⁹ <https://portal.mvp.bafin.de/database/AnteileInfo/>

wie z.B. im Fall Merck nur die Anteilsbesitze an den an der Börse gehandelten Anteilen des Unternehmens. Dies ist bei der Interpretation der Daten zu berücksichtigen. So bedeutet die Einordnung von Merck als Streubesitzunternehmen gemäß Definition Deutsche Börse natürlich nicht, dass Merck in dieser Weise kapitalmarkt exponiert und im Hinblick auf feindliche Übernahmeambitionen verwundbar ist. Ganz im Gegenteil: Merck ist ein auch börsennotiertes *Familienunternehmen*, das voll und ganz von der Familie kontrolliert wird.

Die auf oben beschriebene Weise identifizierten Anteilsbesitze wurden folgenden Kategorien zugeordnet:

Übersicht 4.1: Anlegerkategorien

- 1 = Kapitalanlagegesellschaft / Private Equity
- 2 = Bank
- 3 = Versicherung
- 4 = Staatsfond / Staat
- 5 = Deutsche Gebietskörperschaft
- 6 = Einzelperson / Familien / Stiftungen
- 7 = deutsches nichtfinanzielles Unternehmen
- 8 = ausländisches nichtfinanzielles Unternehmen oder Einzelperson
- 9 = vom Emittenten gehalten
- 0 = Sonstige inkl. Hedgefonds (in Tabelle 4.12ff ohne Nennung, daher fehlend)
- 11 = Genossenschaft / Verein

Wichtig ist hierbei, dass wir (wie die BAFin-Datenbank zwischen Investmentgesellschaft und gegebenenfalls vorhandener Bankmuttergesellschaft unterscheiden. So werden Anteile der Kapitalanlagegesellschaft der Deutschen Bank (Deutsche Asset & Wealth Management) getrennt von der Deutschen Bank als „Bank“ erfasst. Auf diese Weise erfassten wir 128 unterschiedliche finanzielle Investoren mit insgesamt 375 Beteiligungen.

Da man mit dieser Methode in der Regel nur die Beteiligungen über 3% bzw. um die 3% erfassen kann und die vielen kleineren Beteiligungen (sei es von Finanzinvestoren oder privaten Einzelaktionären) nicht erfasst werden können, ist auch eine Gesamtzuordnung des jeweiligen Aktienkapitals zu Investorenkategorien nicht möglich. Für die so nicht identifizierbaren Investoren hat sich der Begriff des Streubesitzes eingebürgert. Hierfür gibt es zwei begriffliche Fassungen. Zum einen existiert eine Zuordnung nach der Definition der Deutschen Börse. Hierbei wird berücksichtigt, dass in den Prime Standard der Börse nur solche Aktien aufgenommen werden können, die ein Mindestmaß an Streubesitz aufweisen, um für Minderheitsaktionäre für eine ausreichende Liquidität zu sorgen. Wir haben für die eigene Auswertung immer die Stammaktien verwendet, weil uns die Kontrollverhältnisse interessieren, die nur über Stimmrechte potentiell ausgeübt werden können; der einzige Fall, der hier im DAX30 korrigiert werden muss, ist somit die Merck KGaA, bei der nur die Vorzugsaktien börsennotiert sind. Hinzukommt, dass die Deutsche Börse den sogenannten „free float“ weiter fasst, da bei ihr die Schwelle bei 5% liegt. Alle Anteile eines Anteilseigners, die kumuliert

mindestens 5 Prozent des auf eine Aktiengattung entfallenden Grundkapitals einer Gesellschaft ausmachen, gelten als Festbesitz. Als Anteile eines Anteilseigners gelten auch Anteile, die die Familie (i. S. d. §15a WpHG) des Anteilseigners besitzt. Wir weisen in unserer Datenbank den „free float“ nach Deutscher Börse aus, können aber darüber hinaus auch Anteilsbesitze unterhalb der Schwelle von 5% (bis 3%) identifizieren und zuordnen.

In der Hauptsache sind wir aber daran interessiert, in welchen Fällen es zu Ankerinvestoren oberhalb der Schwelle von 25% der Stimmrechte kommt, die mit einer Veto-Position für grundlegende Veränderungen gemäß Aktiengesetz einher geht (Jenkinson/Ljungqvist 2001). Hierfür gibt es verschiedene Möglichkeiten. So können die 25% oder mehr Anteile von einem identifizierbaren Aktionär gehalten werden oder die 25%- (wahlweise 50%- oder 75%-) Schwelle wird erst durch die Aufsummierung mehrerer Anteile strategisch orientierter Aktionäre erreicht. Um die Erfassung solcher Konstellationen zu ermöglichen, ist es notwendig die einzelnen Aktionäre den richtigen Kategorien zuzuordnen und dann einen Gesamtwert aller strategischer bzw. Ankerinvestoren zu erfassen. So kann ein verstreuter Familienbesitz, der nicht in einer Familienholding gebündelt wird, über verschiedene Familienmitglieder verteilt sein, von denen keines alleine die 25%-Schwelle überschreitet, wohl aber die Summe aller Familienmitglieder. Bei der SAP AG zum Beispiel halten alle drei Gründer (Plattner, Hopp, Tschira) jeweils relevante Anteile (von über 5 bis fast 9 Prozent) ohne dass ein einzelner über 25% kommt. Alle drei zusammen kommen mit 24.33% nahe an die 25%-Schwelle. Wir weisen in jedem Fall die Summe aller strategischen Investoren aus und es bleibt eine Frage der konkreten Fallinterpretation, wie dies bewertet werden soll.⁴⁰ Im Fall von SAP kann man zwar vermuten, dass die drei Gründer langfristig orientierte, loyale Ankerinvestoren sind und sich im Fall eines feindlichen Übernahmeangebots auch so verhalten würden. Eine solche Einschätzung braucht aber zusätzliche Evidenz über die Arithmetik hinaus. Das betrifft auch die symbolische Wirkung von Beteiligungen knapp unterhalb der 25%-Schwelle. Wenn potentielle Angreifer eine bedeutsame, aber unterhalb der rechtlich gültigen Schutzwelle liegende Beteiligung zur Kenntnis nehmen, können sie vermuten, dass diese Investoren im Bewährungsfall auch noch zukaufen würden. So liegt der Stimmenanteil der Krupp-Stiftung an Thyssen-Krupp seit einiger Zeit mit 23,03% unterhalb der Schwelle der Sperrminorität; die Stiftung wird vermutlich aber dennoch als Bollwerk gegen Übernahmeveruche wahrgenommen. Hinzukommt, dass neben der formalen, de-jure Schwelle eine de-facto Schwelle existiert, die damit zu tun hat, dass bei weitem nicht alle Stimmrechte ausgeübt werden und dass dies gerade viele der ausländischen, institutionellen

⁴⁰ Förmliche Pooling-Vereinbarungen sind ein deutlicher Hinweis darauf, dass die Aktionärsgruppen sich zumindest für absehbare Zeit als Koalition verstehen. Dies wirkt auch als Signal nach außen (vgl. Jenkinson/Ljungqvist 2001). Aber es bleibt dabei, dass solche Indikatoren durch das unerwartete Handeln von Akteuren auch „widerlegt“ werden können, denn es gibt auch Fälle, in denen im Angesicht eines feindlichen Übernahmeangebots bisherige Koalitionäre Pooling-Vereinbarungen kündigen oder auslaufen lassen (ebd.: 418).

Investoren betrifft.⁴¹ Das bedeutet, dass oftmals wesentlich kleinere Stimpfpakete zu einer Sperrminorität ausreichen (vgl. auch Fichtner 2009). Wir haben entsprechend für jedes Unternehmen aus dem Sample die tatsächliche Hauptversammlungspräsenz der letzten Hauptversammlung erhoben und damit neben der de-jure auch eine de-facto Sperrminorität errechnet. Dass diese Betrachtungsweise realistisch ist, nach außen als Signal ausgesendet wird und nach innen so wahrgenommen wird, zeigt das folgende Beispiel.⁴²

Bei der RWE AG gibt es seit langem kommunale Aktionäre, die ihre Einflusspotentiale verbandsförmig bündeln. Der folgende Auszug aus der Satzung des Verbands der kommunalen RWE-Aktionäre zeigt einerseits das Selbstverständnis der Aktionäre als stabilitätsgebender Ankerinvestor, der seine Rolle explizit auch in der Abwehr unerwünschter Übernahmeversuche sieht, und eine selbstbewusste Einschätzung des Einflusspotentials obwohl dieses unterhalb der 25%-Schwelle liegt. Nach den neueren Daten unserer Erhebung liegt der Anteil der kommunalen Aktionäre bei 15%, was bei einer HV-Präsenz von 53,64% weiterhin garantiert, dass die Sperrminorität klar übersprungen wird.

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

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

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

Die Daten zur Hauptversammlungspräsenz zeigen ferner, dass (wenig überraschend) in den Unternehmen mit Ankerinvestoren die HV-Präsenz wesentlich höher ist als in den Unternehmen ohne solche Investoren. BMW, Beiersdorf und Continental, Unternehmen mit großen Anteilen von Ankerinvestoren weisen HV-Präsenzen von über 70% bis über 80% auf, während Streubesitz-Unternehmen wie BASF, Bayer, Allianz, Daimler und Deutsche Bank alle deutlich unter 50% liegen und manchmal nicht mal 30% erreichen (Deutsche Bank). Dies spricht umgekehrt dafür, dass in Streubesitz-Unternehmen gut organisierte Herausforderer de-facto relativ leicht respektable Stimmrechtsanteile erzielen können. Ab welcher Größe

⁴¹ Ein weiterer Hinweis darauf, dass global verteilter institutioneller Streubesitz nicht notwendigerweise mit „Global Corporate Control“ einhergeht (Vitali et al. 2011; Faust 2014).

⁴² Der Vertreter der Siemens-Familie im Aufsichtsrat machte im Interview darauf aufmerksam, dass der nur 6% umfassende Familienanteil zu immerhin 16% der Stimmrechte auf der HV ausreicht.

damit Unternehmen in Streubesitz durch Hedgefonds angreifbar werden, ist damit noch nicht ausgemacht. Bei großen Unternehmen mit hohem Marktwert stellen auch 10%- oder gar 20% Anteile einen großen Vermögenswert dar, der nicht so einfach von einem Hedgefonds aufgebracht werden kann. Bezüglich der Realistik von feindlichen Übernahmedrohungen (und den damit vermuteten Disziplinierungseffekten auf das Management) muss eine Reihe anderer Faktoren in Betracht gezogen werden. Dies gilt nicht zuletzt für nationale politische Zielsetzungen. Kann man sich vorstellen, dass eine Bundesregierung (oder eine bayerische Landesregierung) es zulassen würde, dass durch eine feindliche Übernahme von Siemens das Unternehmen aufgespalten und in Teilen verkauft wird und dass eine Immobilienverwertungsfirma aus der Zentrale am Wittelsbacher Platz ein Einkaufszentrum macht? Anders mag das für kleinere bis mittlere Unternehmen aussehen, für deren Eigentumsübergang sich weniger öffentliches Interesse mobilisieren lässt.⁴³ Allerdings sind wir einigen Fällen nachgegangen, bei denen regionale (Länder) oder kommunale Gebietskörperschaften entweder in konkreten Fällen als „weiße Ritter“ tätig werden, wie der Senat der Stadt Hamburg im Fall von Beiersdorf und Hapag Lloyd (vgl. Faust/Ittemann i.E.) oder prophylaktisch tätig werden wie die thüringischen Landesregierung unter anderem im Fall von Jenoptik. Die Mitteldeutsche Zeitung (01.10.2012) spricht in diesem Zusammenhang in Anspielung auf die sprichwörtliche Deutschland AG von der „Neuen Thüringen AG“. Wir interpretieren diese und andere Fälle als funktionale Äquivalente zur Deutschland AG, in denen oft der Staat als direkter Miteigentümer und Koordinator einer Anker- bzw. Abwehrkoalition auftritt. Es muss also bei der Interpretation der rein zahlenmäßigen Befunde zur Existenz von Ankerinvestoren mitbedacht werden, dass sich im Fall von feindlichen Übernahmeangeboten eine Abwehrkoalition *neu* bilden kann, insbesondere dann, wenn öffentliches Interesse über politische Kanäle mobilisiert werden kann.

4.4.1 Frühere Untersuchungen der Aktionärsstruktur börsennotierter Unternehmen: 1990 (Franks/Mayer 2001) und 1991 (Jenkinson/Ljungqvist 2001)

Für die beiden Jahre 1990 und 1991, die Ausgangsjahre eines (mittelbaren) Zeitvergleichs, liegen Daten aus zwei Untersuchungen (Franks/Mayer 2001 für 1990; Jenkinson/Ljungqvist 2001 für 1991) vor, die die Aktionärsstruktur zumindest auch nach dem Kriterium analysierten, in wie vielen Fällen eine „blocking minority“ von 25% vorliegt. Beide Untersuchungen ermitteln, in wie vielen Unternehmen ein einzelner Aktionär (oder Aktionäre, die über einen Pooling-Vertrag verbunden sind) mehr als 25%, mehr als 50% oder mehr als 75% der Aktien halten. Jenkinson/Ljungqvist berücksichtigen darüber hinaus auch die Schwelle von 95%, die für das Squeeze-out von Minderheitsaktionären Bedeutung hat.

⁴³ Diesen Umstand macht Fichtner zum Ausgangspunkt seiner Überlegungen über die Verwundbarkeit von Streubesitz-Unternehmen durch aktivistische Hedgefonds (Fichtner 2009).

Übersicht 4.2:

Control rights in Germany:

The control rights associated with certain block sizes are related to the minimum required percentage of the votes cast at an annual or extraordinary general meeting. Corporate charters may in certain cases specify higher thresholds, for instance regarding changing the composition of the supervisory board.

Block size Control rights:

- <25% No major formal rights other than voting pro rata. Shareholders who control at least 5% of the equity capital can demand that an annual general meeting be called.
- 25% Blocking minority control. Power of veto over corporate charter amendments, supervisory board changes, and profit transfer and control agreements. Stakes above 24.9% must be reported to the Cartel Office and to the target company, which in turn has a duty to publish a notification in certain newspapers.
- 50% Management control, although the existence of another block of 25% would limit discretion
- 75% Super-majority control. Enables the blockholder to amend the corporate charter, change the composition of the supervisory board, and enter into profit transfer and control agreements. The lack of any blocking minority (25%) stake thus significantly increases effective control.
- 95% The blockholder can force a merger and minority shareholdings can be compulsorily purchased. The law requires that minority shareholders be paid 'adequate' compensation in the form of cash or shares in the parent company. The level of compensation is largely left unregulated.

Quelle: Jenkinson/Ljungqvist 2001: 402.

Für unsere Vergleichsbetrachtung ist vor allem die Schwelle von 25% von Bedeutung, die allgemein als wirkungsvoller Übernahmeschutz gilt, und auch von Fichtner für das Jahr 2008 erhoben wurde. Jenkinson und Ljungqvist (2001: 404) beanspruchen, die Aktionärsstruktur aller 558 im September 1991 existierenden börsennotierten Unternehmen in Deutschland analysiert zu haben.⁴⁴ Franks und Mayer (2001) haben von den insgesamt 477 börsennotierten Unternehmen in 1990 (Angaben laut Hoppenstedt)⁴⁵ einen Datensatz von 171 börsennotierten Unternehmen auf die Aktionärsstruktur hin untersucht. Dabei handelt es sich um die größten Unternehmen gemessen am Marktwert aus der gesamten Menge börsennotierter Unternehmen abzüglich von 29 Bank- und Versicherungsunternehmen, die von den Autoren wegen eines speziellen Untersuchungsinteresses aus dem Sample entfernt wurden.

Die folgende Tabelle 4.7 (entnommen aus Franks/Mayer 2001: 947) zeigt eindrücklich in welchem Ausmaß börsennotierte Unternehmen kontrollierende Eigentümergruppen hatten: 22% erreichten eine „Supermajority“ von mehr als 75%, 57,3% eine einfache Mehr-

⁴⁴ Gemessen an den von uns in Abschnitt 2 zusammen gestellten Daten der Anzahl börsennotierter Unternehmen ist die von Jenkinson und Ljungqvist genannte Zahl glaubwürdig. Die von der Deutschen Börse gemeldeten Werte sind Jahresendwerte. Sie lauten für 1990 413 Unternehmen und für 1991 665 Unternehmen. Der für September 1991 genannte Wert der referierten Studie von 558 liegt dazwischen.

⁴⁵ Diese Angabe steht im Widerspruch zu den Angaben laut Deutsche Börse für Ende 1990. Dort werden nur 413 börsennotierte Unternehmen verzeichnet (s.o.).

heit und 85,4% zumindest eine Sperrminorität.⁴⁶ In dem größeren Sample der Untersuchung von Jenkinson und Ljungqvist (2001) mit den Daten von 1991 ist die Blockbildung noch ausgeprägter: 24,6% erreichen eine Supermajorität, 72% eine einfache Majorität und 87,4% zumindest eine Sperrminorität. Nur Franks/Mayer schlüsseln die jeweiligen Blockholder nach Kategorien von Aktionären auf. Die stärksten Gruppen sind „andere deutsche Unternehmen“ (27,5%) und „Familien“ (20,5%), während institutionelle Investoren inklusive Versicherungen nur 14,7% der Blockholder stellen.⁴⁷ Auch hier zeigt sich wieder, dass die Banken im „organisierten Kapitalismus“ als Blockholder wenig in Erscheinung treten (in nur 5,8% der Fälle von Sperrminorität); ihr Einfluss läuft über verschiedene Kanäle (nicht zuletzt über das Depotstimmrecht) und ist nicht auf Anteilsmehrheiten angewiesen.

Tabelle 4.7: Proportion of companies with a single shareholding in excess of 25%, 50%, and 75% for the sample of 171 large industrial quoted companies in 1990

Proportion of companies with a share stake in excess of	25%	50%	75%
A. Companies with a large shareholder the largest shareholder being . . .	85,4%	57,3%	22,2%
1. Another German Company	27,5%	21,1%	9,9%
2. An insurance company	1,8%	0,0%	0,0%
3. A trust/ an institutional investor	12,9%	6,4%	1,8%
4. A family group	20,5%	16,4%	5,3%
5. A foreign company	9,9%	8,8%	5,3%
6. A bank	5,8%	0,0%	0,0%
7. The German State	1,2%	1,2%	0,0%
8. Other german authorities	3,5%	2,9%	0,0%
9. Unknown	2,3%	0,6%	0,0%
B. Companies without a large shareholding greater than 25, 50, 75% respectively	14,6%	42,7%	77,8%
Total	100,0%	100,0%	100,0%

Quelle: nach Franks/Mayer 2001: 947.

The table reports the proportion of companies with a large shareholder. Companies are partitioned into those that have one shareholder owning at least 25%, 50%, and 75% of the voting equity, respectively. The table partitions large shareholders into various categories including other German companies, insurance companies, trust and institutional investors, families, foreign companies, banks, German state and other German authorities.

Sources: Hoppenstedt and own calculations.

⁴⁶ Franks und Mayer (2001: 947) weisen darauf hin, dass dies im Vergleich mit angelsächsischen Verhältnissen eine außerordentliche Ballung von Kontrollpotentialen darstellt. "In a similar sample of the largest 173 quoted companies in the United Kingdom in 1992, we found that only 13% of companies had one shareholder owning more than 25% of issued equity, and 6% had a shareholder with more than 50% of shares" (ebd.).

⁴⁷ Auch dies ermutigt zum Vergleich mit Großbritannien und den USA: "Their role is a relatively minor one compared with that played by institutional investors in the United Kingdom and United States, in part because pension funds are usually unfunded and are financed on an ongoing basis out of firm's own earnings" (ebd.).

Nach Jenkinson und Ljungqvist (2001) sind nur die 55 Firmen ihres Samples, die keine Sperrminorität aufweisen, gegenüber "hostile tender offers" verletzlich. Sie argumentieren aber darüber hinaus, dass auch in diesen Fällen ein "hostile stake building" möglich ist, wenn verschiedene Minderheitsaktionäre konkurrierende Interessen haben. Höpner und Jackson (2001: 16) schlussfolgern daraus, dass der „deutsche Markt für Unternehmenskontrolle“ bis zu 141 Unternehmen umfasst. Dies ist aber durch die Untersuchung von Jenkinson und Ljungqvist selbst nicht gedeckt. 141 Unternehmen umfasst die gesamte Gruppe der Unternehmen ohne jeglichen Blockholder und mit einer Sperrminorität von 25%, die in unterschiedlichem Ausmaß von weiteren Blockholdern begleitet sein kann. Jenkinson und Ljungqvist (2001: 408) halten auf Grundlage der genaueren Analyse der Aktionärsstruktur der Gruppe von Unternehmen mit einem Ankerinvestor (Sperrminorität) nur insgesamt 86 (und nicht 141) Unternehmen aus dem Sample (15,4% aller Unternehmen) für potentiell feindlich übernahmefähig. Wenn man zusätzlich „defensive measures“ in Betracht zieht, die den Unternehmen zur Verfügung stehen, um feindliche Übernehmer abzuschrecken, würde der Kreis der verwundbaren Unternehmen noch weiter sinken (ebd.).

Tabelle 4.8: Ownership of German stock exchange listed companies (1991) (nach Jenkinson/Ljungqvist 2001: 405)

Panel A: Majority control	Number of firms	(%) of sample
Single or formally pooled 95% block	95	17,0%
Single or formally pooled super-majority (75%+) owner of which have . . .	137	24,6%
One additional disclosed blockholder	11	
Two or more additional blockholders	2	
Single or formally pooled majority (50% +) owner of which have . . .	170	30,5%
One additional disclosed blockholder	59	
Two or more additional blockholders	22	
Total with majority control	402	72%
Panel B: Blocking-minority control		
One blocking minority (25% +) block owner of which have...	47	8,4%
One additional disclosed blockholder	8	
Two or more additional blockholders	12	
Two blocking minority (25% +) blocks of which have...	28	5,0%
One additional disclosed blockholder	8	
Two or more additional blockholders	3	
Three blocking minority (25% +) blocks Of which have...	11	2,0%
One additional disclosed blockholder	3	
Total with blocking-minority control	86	15,4%

Panel C: No blocking-minority control		
One or more non-blocking blocks (<25%)	37	6,6%
Of which have...		
One block	12	
Two blocks	9	
Three blocks	5	
Four or more blocks	11	
Widely held (no blocks disclosed at all)	18	3,2%
Total with no blocking minority control	55	9,8%
Ownership information not available	15	2,7%
Grand total	558	100,0%

Source: Own calculations based on "Saling, 1992", Hoppenstedt's stock market yearbook.

Notes: The law requires disclosure of blocks of more than 25% and more than 50%. Frequently, smaller blocks are also disclosed (as in Panel C.) Non-disclosure need not imply non-existence.

4.4.2 Frühere Untersuchung der Aktionärsstruktur börsennotierter Unternehmen: 1995 – 2006 (Ampenberger 2010)

Eine weitere vergleichbare Arbeit, die sich ebenfalls auf Franks/Mayer bezieht, bietet Ampenberger (2010), der in seiner Studie über die Unternehmenspolitik in börsennotierten Familienunternehmen die Eigentümerstruktur von Nicht-Finanzunternehmen des CDAX (zwischen 230 und 568 Unternehmen) im Zeitraum von 1995 – 2006 untersucht und Daten über Investoren in diesen Unternehmen mit Stimmrechtsanteilen über aktienrechtlich relevanten Kontrollschwellen analysiert. Seine Ergebnisse zeigen, dass der Anteil an Unternehmen mit einem Investor mit Anteilsbesitz über 75% von 1995 (27%) bis 2006 (18%) ebenso wie Unternehmen mit Aktionären mit einer einfachen Mehrheit (1995: 65% zu 2006: 38%) oder einer einfachen Sperrminorität (1995: 88% zu 2006: 67%) deutlich abnimmt. Aber auch diese Daten zeigen, dass auch im letzten Jahr der Betrachtung (2006) noch zwei Drittel der börsennotierten Unternehmen einen Ankerinvestor aufweisen.

4.4.3 Frühere Untersuchung der Aktionärsstruktur börsennotierter Unternehmen: 2008 (Fichtner 2009)

Die folgende Untersuchung von Fichtner (2009) interessiert sich für die Möglichkeiten von aktivistischen Hedgefonds, mit ihren aktivistischen Interventionen (Forderung nach Aktienrückkauf, Sonderdividende, De-Diversifizierung) Erfolg haben zu können. Zu diesem Zweck analysiert die Studie für das Unternehmensuniversum des DAX (DAX30, MDAX, SDAX, TecDAX), das 160 Unternehmen umfasst, die Aktionärszusammensetzung in zweierlei Hinsicht. Zum einen werden die Unternehmen danach unterschieden, ob sie einen Blockholder (mit einer Sperrminorität von 25%) haben oder nicht. Hernach wird der Blockholder einer Kategorie von Investoren zugeordnet (Private Investor, Non-financial, Government, Bank, Insurance Company, Foreign Investor). Fichtner nimmt einen expliziten Vergleich zu den Daten von Franks/Mayer (2001) vor. Er unterstellt hierbei, dass die beiden Samples zumin-

dest eine große Ähnlichkeit aufweisen⁴⁸. Beim Vergleich interessiert zum einen, wie sich im Zeitablauf der Anteil von Ankerinvestoren entwickelt hat und ob sich hierbei die Art des Investors verändert hat. Mit Blick auf die Konstellationen, die für aktivistische Hedgefonds von Interesse sein könnten, argumentiert Fichtner (2009), dass zusätzlich zur De-jure Sperrminorität von 25% auch die De-facto Sperrminorität von Bedeutung ist, da in den meisten Fällen wesentlich geringere als 100% Hauptversammlungspräsenz zu erwarten ist. Auf der Basis einer 50%-HV-Präsenz berechnet Fichtner dann eine De-facto-Blockbildung, die auch zu einer anderen Zusammensetzung der blockbildenden Gruppen führt. Problematisch für den von ihm durchgeführten Vergleich ist vor allem, dass er die Kategorien, denen er Aktionäre zuordnet, nicht von Frank/Mayer (2001) übernimmt. Er kategorisiert anders, ohne dies näher zu begründen. Dies macht die von ihm vorgetragene Argumentation, man könne im Zeitablauf (1990 bis 2008) eine Veränderung der Zusammensetzung der Ankerinvestoren nach Kategorie nachweisen, problematisch.⁴⁹

Die Analyse Fichtners (Tabelle 4.9) zeigt als Hauptergebnis, dass im Zeitraum von 1990 bis 2008 die Anzahl der Unternehmen mit de-jure Sperrminorität deutlich abgenommen hat. Während 1990 nach Franks/Mayer (2001) noch 85,4% der Unternehmen einen solchen Ankerinvestor aufweisen, sowie nach Ampenberger im Jahr 2000 77% und im Jahr 2006 67 % der Unternehmen, sind es 2008 nach Fichtner nur noch 56,25%. Im Vergleich mit angelsächsischen Ländern ist dieser Anteil an Ankerinvestoren, der zu einem guten Teil auf Familien und Unternehmensgründer zurück geht, nach übereinstimmender Ausfassung dennoch relativ hoch (siehe auch Fichtner 2009: 8).⁵⁰

⁴⁸ Diskrepanzen sind schon alleine deshalb unvermeidlich, weil Franks/Mayer Finanzwerte herausgenommen haben, die aber etwa im DAX enthalten sind. Dass sich die größten börsennotierten Unternehmen auch im Sample von Fichtner finden, legt die Auswahl des DAX30 und des MDAX nahe, die ebenfalls nach Börsenwert eingruppiert. Ob aber die SDAX und TecDAX Unternehmen auch zu den größten börsennotierten Unternehmen zählen, wenn wir alle börsennotierten Unternehmen (und nicht nur die des regulierten Marktes) zugrunde legen, kann bezweifelt werden.

⁴⁹ Die Anschlussfrage, auf welche Weise die Zuordnungen vorgenommen wurden, lässt sich auch nicht ausreichend beantworten. Wie bei Franks/Mayer (2001) zwischen „Another German company“, „A trust/an institutional investor“ und „A family group“ unterschieden bzw. zugeordnet wurde, bleibt unerklärt. Familien z.B. können ihre Anteile über einen „trust“ oder „another German Company“ bündeln. Für Fichtner (2009) ist unerklärlich, was bei Franks/Mayer (2001) unter „trust/institutional investor“ rubriziert wurde und er lässt diese Kategorie einfach weg. Damit alleine ist aber auch noch kein Erkenntnisgewinn verbunden. Man weiß auch sonst nicht, ob bei übereinstimmenden Kategorien gleichartig zugeordnet wird.

⁵⁰ Für ein größeres Sample von börsennotierten Unternehmen aus den Jahren 2005 bis 2007 wird eine ähnliche Größenordnung von Ankerinvestoren festgestellt (Rapp/Wolff 2010). Mehr als die Hälfte (rund 54%) der von Rapp und Wolff untersuchten Unternehmen aus dem Prime Standard (334 Unternehmen im Sample) werden „durch einen Paketaktionär dominiert wird, welcher mehr als 25% der Stimmrechte auf sich vereinen kann“ (Rapp/Wolff 2010: 17, 28). Die Studie untersucht eine Reihe von Einflussfaktoren auf die Höhe der Vorstandsvergütung in deutschen börsennotierten Unternehmen, darunter auch die Existenz eines Paketaktionärs oberhalb der Schwelle von 25%. Dies übt einen mäßigenden Einfluss auf die Höhe der Vorstandsvergütung aus. „Dominierte Unternehmen gewähren geringere Vergütungspakete und die Vergütungshöhe in diesen Unternehmen ist stärker an die Unternehmensgröße und die operative Performance, tendenziell jedoch geringer

Tabelle 4.9: De-jure „Blockholding“ bei den 160 DAX-Firmen Ende 2008

	No blockholder	With Blockholder	Private investor	Non-financial	Government	Bank	Ins. company	Foreign investor
DAX30	16 (53,3%)	14 (46,4%)	5 (16,7%)	5 (16,7%)	4 (13,3%)	0	0	0
MDAX	22 (44%)	28 (56%)	10 (20%)	4 (8%)	3 (6%)	1 (2%)	1 (2%)	9 (18%)
SDAX	15 (30%)	35 (70%)	22 (44%)	5 (10%)	1	2 (4%)	0	5 (10%)
TecDAX	17 (56,7%)	13 (43,3%)	9 (30%)	1 (3,3%)	0	1 (3,3%)	0	2 (6,7%)
Total:	70 (43.8%)	90 (56.3%)	46 (28.8%)	15 (9.4%)	8 (5.0%)	4 (2.5%)	1 (0.62%)	16 (10.0%)

Quelle: nach Fichtner 2009: 8.

Nicht verwunderlich ist, dass bei der de-facto-Betrachtung (Tabelle 4.10) der Anteil der Unternehmen mit einem solchen Ankerinvestor auf 69,37% ansteigt. Hiermit bleibt der Anteil auf diese Weise „geschützter“ Unternehmen immer noch niedriger als bei der de-jure-Betrachtung aus dem Jahr 1990. Faktisch bedeutet es aber auch, dass nur rund 30% der hier betrachteten börsennotierten Unternehmen im oben definierten Sinne „verwundbar“ sind und kein „geduldiges Kapital“ (Culpepper 2005) aufweisen. Was die kategoriale Zuordnung angeht, zeigt der de-jure/de-facto-Vergleich, dass die nunmehr „zusätzlich geschützten“ Unternehmen in starkem Maße bei den „foreign investors“ zu Buche schlagen. Auch dies ist aber nur schwer zu interpretieren, wenn man nicht weiß, welche „foreign investors“ sich dahinter verbergen und welche Anliegen sie mit ihrem Investment verbinden. Ob es sich um aktivistisch orientierte Hedgefonds, strategische Eigentümer aus der gleichen Branche oder Staatsfonds aus dem Nahen Osten handelt, könnte hier ausschlaggebend sein.

Tabelle 4.10: De-facto „Blockholding“ bei den 160 DAX-Firmen Ende 2008

	No blockholder	With Blockholder	Private investor	Non-financial	Government	Bank	Insurance company	Foreign investor
DAX30	14 (46,4%)	16 (53,3%)	5 (16,7%)	5 (16,7%)	4 (13,3%)	0	0	2 (6,7%)
MDAX	16 (32%)	34 (68%)	12 (24%)	5 (10%)	3 (6%)	2 (4%)	2 (4%)	10 (20%)
SDAX	9 (18%)	41 (82%)	23 (46%)	5 (10%)	1 (2%)	2 (4%)	0	10 (20%)
TecDAX	10 (33,3%)	20 (66,7%)	12 (36,7%)	1 (3,3%)	0	1 (3,3%)	0	6 (20%)
Total:	49 (30.6%)	111 (69.4%)	52 (32.5%)	16 (10.0%)	8 (5.0%)	5 (3.12%)	2 (1.25%)	28 (17,5%)

Quelle: nach Fichtner 2009: 10.

an die Aktienkursperformance gekoppelt“ (ebd. 32-3).

4.4.4 Eigene Untersuchung der Aktionärsstruktur börsennotierter Unternehmen 2014

Nach unserer eigenen Untersuchung (Tabelle 4.11) liegt der Anteil der Unternehmen mit einer Sperrminorität bei 58,13%, wenn man die Berechnungsweise der Deutschen Börse zugrunde legt. Wenn man Merck (aus dem DAX30) nicht mit seinen börsennotierten Vorzugsaktien als Streubesitz-Unternehmen betrachtet, sondern als Unternehmen unter voller Kontrolle eines Ankerinvestors, dann erhöht sich der Anteil der Unternehmen mit solchermaßen definiertem geduldigen Kapital auf 58,75%. Die de-jure Blockbildung ist folglich im Jahr 2014 gegenüber dem Vergleichsjahr 2008 (Fichtner 2009) mit 56,25% leicht gestiegen. Streubesitzunternehmen (<75%) finden sich am häufigsten (zu 70%) bei den DAX30-Unternehmen, während MDAX und namentlich SDAX-Unternehmen sich wesentlich seltener in Streubesitz befinden. Wir haben in Anlehnung an Fichtner die Ankeraktionäre denselben Kategorien zugeordnet. Angesichts der Problematik, dass die Art und Weise, wie diese Zuordnungen getätigt werden, studienübergreifend nicht überprüft werden kann, sind Aussagen über mögliche Verschiebungen in der Zusammensetzung der Ankerinvestoren zwischen 2008 und 2014 mit Vorsicht zu genießen. Unsere 2014er Untersuchung weist einen etwas höheren Wert bei den „Private Investors“ zu Lasten der „Non-financial“ auf; die aber auch auf eine andere Zuordnungspraxis zurückgehen kann. Ansonsten sind die Unterschiede gering. Studienübergreifend lässt sich hinsichtlich der Zuordnung zu Kategorien allenfalls festhalten, dass „private Investoren“, darunter Familien bzw. Gründer einen hohen Anteil an den Ankerinvestoren aufweisen. Auf diesen Gesichtspunkt kommen wir gleich noch einmal mit Daten aus der Studie zu familiengeführten börsennotierten Unternehmen zurück (Achleitner et al. 2011).

Tabelle 4.11: De-jure „Blockholding“ bei den 160 DAX-Firmen Ende 2014

	Kein blockholder	Mit blockholder	Private investor	Non-financial	Government	Bank	Insurance company	Foreign investor
DAX30	21 (70%)	9 (30%)	7 (23,3%)	1 (3,3%)	1 (3,3%)	0	0	0
MDAX	19 (38%)	31 (62%)	10 (20%)	6 (12%)	2 (4%)	0	3 (6%)	10 (20%)
SDAX	14 (28%)	36 (72%)	23 (46%)	5 (10%)	1 (2%)	1 (2%)	1 (2%)	6 (12%)
TecDAX	13 (43%)	17 (57%)	14 (46%)	1 (3,3%)	0	0	0	2 (6,7%)
Total:	67 (41,9%)	93 (58,1%)	54 (33,8%)	13 (8,1%)	4 (2,5%)	1 (0,6%)	4 (2,5%)	18 (11,3%)

Quelle: SOFI-Erhebung; Kategorienzuzuordnung nach Fichtner 2009.

Tab. 4.12: De jure „Blockholding“ nach SOFI-Kategorien (Anzahl Fälle)

Kategorien → Index ↓	Kein Block	Mit Block	1	3	3	4	5	6	7	8	9	11
DAX30	21	9	0	0	0	0	1	5	3	0	0	0
MDAX	19	31	2	0	3	3	2	8	6	6	0	1
SDAX	14	36	3	1	1	0	1	23	4	2	0	1
TecDA X	13	17	1	0	0	0	0	14	1	1	0	0
Total	67	93	6	1	3	3	4	50	14	9	0	2

De jure „Blockholding“ nach SOFI-Kategorien (prozentuale Anteile)

Kategorien → Index ↓	Kein Block	Mit Block	1	2	3	4	5	6	7	8	9	11
DAX30	70%	30%	0%	0%	0%	0%	3,3 %	16,7 %	10 %	0%	0%	0%
MDAX	38%	62%	4%	0%	6%	6%	4%	16%	12 %	12 %	0%	2%
SDAX	28%	72%	6%	2%	2%	0%	2%	46%	8%	4%	0%	2%
TecDAX	43,3%	56,7%	0%	0%	0%	0%	0%	46,6 %	3,3 %	6,7 %	0%	0%
Total	41,9%	58,1%	3,8 %	0,6 %	1,9 %	1,9 %	2,5 %	31,3 %	8,8 %	5,6 %	0%	1,3 %

1= KAG 2= Bank 3=Versicherung 4=Staatsfond/Staat 5=Deutsche Gebietskörperschaft 6= Einzelperson/ Familien/Stiftungen 7= deutsches nichtfin. Unternehmen 8= ausl. Untern. o. Einzelperson 9= vom Emittenten gehalten 11= Genossenschaft/Verein

Neben der Vergleichsbetrachtung zur Studie von Fichtner können wir (wie Franks und Mayer 2001 sowie Ampenberger 2010) auch die Anzahl der Unternehmen bestimmen, bei denen strategische Investoren die 50%- und 75%-Schwelle überschreiten. Tabelle 4.13 zeigt, dass 75%-Ankerinvestoren mit 13 Fällen (8,1%) sehr selten sind, nur im MDAX sind sie mit 14% der Fälle etwas häufiger vertreten. Deutlich häufiger mit einem Drittel der Unternehmen (33,1%) gibt es mit 53 Fällen Unternehmen mit einem Mehrheitsaktionär (<50%), besonders häufig im SDAX und MDAX. Vor dem Hintergrund einer idealtypischen Streubesitz-Konstellation, der Fluchtpunkt einer fortschreitenden Finanzialisierung, sind diese Daten ein starkes Indiz für die Grenzen der Finanzialisierung bzw. Desorganisation. Wenn man aber die Daten der Vergleichsuntersuchungen von 1990 und 2010 (Franks/Mayer 2001; Ampenberger 2010) heranzieht, drückt sich in den Daten ein erheblicher Rückgang des Organisationsgrades des Eigentums aus und somit steigt dieser Finanzialisierungsindikator. Im Jahr 1990 (s.o) waren 22,2% der Unternehmen mit einer Supermajorität ausgestattet (75%), im Jahr 2000 (Ampenberger 2010) 18% und 2014 nur 8,1%; 57.3% hatten im Jahr 1990 eine einfache Majorität, 2000 waren es 45% und im Jahr 2014 nur noch 33,1%.

Diese Befunde können etwas „mechanisch“ als Desorganisation interpretiert werden. Wenn es aber zutrifft, dass Kontrolle oder zumindest Schutz vor feindlicher Übernahme weit unter-

halb der 50%-Marge zu erzielen sind, kann es für Familien bzw. Gründer als Eigentümer von börsennotierten Unternehmen nicht nur unnötig zu sein, selbst ein höheres Eigenkapital einzubringen, wenn man für Unternehmenswachstum auch breiter gestreutes Eigenkapital mobilisieren kann, ohne einen kompletten Kontrollverlust befürchten zu müssen.

Tabelle 4.13: Ankerinvestoren oberhalb der 25%, 50% und 75%-Schwelle Ende 2014 (SOFI-Erhebung)

Index	Streubesitz ⁵¹	Sperminorität ⁵²	Sperrminorität % ⁵³
DAX30	81,4	9/30	30
MDAX	64,6	31/50	60
SDAX	58,2	36/50	72
TecDAX	66,2	17/30	56,7

Index	Mehrheit ⁵⁴	Mehrheit % ⁵⁵	Supermajorität ⁵⁶	Supermajorität % ⁵⁷
DAX30	3/30	10	1/30	3,3
MDAX	19/50	38	7/50	14
SDAX	23/50	46	3/50	6
TecDAX	8/30	26,7	2/30	6,7
alle	53/160	33,1	13/160	8,1

Quellen: Geschäftsberichte der Unternehmen; Homepages der Unternehmen; DGAP.de; finanzen.net.

Die Berechnung der De-facto Blockbildung, die die tatsächliche Hauptversammlungspräsenz berücksichtigt, führt wie zu erwarten zu einem höheren Anteil von Unternehmen mit „geduldigem“ Kapital. Nunmehr weisen 71,88% (71,25%) der Unternehmen einen solchen Ankerinvestoren auf (de-jure: 58,13% bzw. 58,75%). Die Verschiebung zwischen der de-jure Betrachtung und der de-facto Betrachtung ist bei unserer Untersuchung und der von Fichtner annähernd gleich groß (rund 13 Prozentpunkte); wir rechnen mit differenzierten und aktuellen HV-Präsenzwerten, während Fichtner pauschal eine 50%-Präsenz annimmt. Wie sich dies im Verhältnis zu realen Verschiebungen bei den Anteilswerten im aggregierten Indikator auswirkt, kann nicht kontrolliert werden. Anders als Fichtner (2009: 9) beobachten wir keine bedeutsamen Verschiebungen in den Kategorien der Ankerinvestoren im Übergang von de-jure zu de-facto Betrachtung. Insbesondere beobachten wir keine bedeutsame Zunahme bei

⁵¹ Durchschnittlicher Streubesitz nach Definition der Deutschen Börse nach eigener Angabe des Emittenten.

⁵² Unternehmen im Index mit von strategischen Investoren gehaltenen Anteilen über 25% absolut.

⁵³ Unternehmen im Index mit von strategischen Investoren gehaltenen Anteilen über 25% in %.

⁵⁴ Unternehmen im Index mit von strategischen Investoren gehaltenen Anteilen über 50% absolut.

⁵⁵ Unternehmen im Index mit von strategischen Investoren gehaltenen Anteilen über 50% in %.

⁵⁶ Unternehmen im Index mit von strategischen Investoren gehaltenen Anteilen über 75% absolut.

⁵⁷ Unternehmen im Index mit von strategischen Investoren gehaltenen Anteilen über 75% in %.

den „foreign investors“, die Fichtner vermuten lässt, dass sich ausländische Investoren im Gegensatz zu den inländischen (namentlich privaten) mit einer de-facto Kontrolle zufrieden geben würden.⁵⁸

Tabelle 4.14: De-facto „Blockholding“ bei den 160 DAX-Firmen Ende 2014

	Kein blockholder	Mit Blockholder	Private investor	Non-financial	Government	Bank	Insurance company	Foreign investor
DAX30	13 (43,3%)	17 (56,6%)	9 (30%)	3 (10%)	3 (10%)	0	0	2 (6,7%)
MDAX	14 (28%)	36 (72%)	10 (20%)	8 (16%)	2 (4%)	0	3 (6%)	13 (26%)
SDAX	8 (16%)	42 (84%)	27 (54%)	7 (14%)	2 (4%)	1 (2%)	0	5 (10%)
TecDAX	11 (36,7%)	19 (63,3%)	15 (50%)	2 (6,7%)	0	0	0	2 (6,7%)
Total:	46 (28,8%)	114 (71,3%)	61 (38,1%)	16 (12,5%)	7 (4,4%)	2 (0,6%)	3 (1,9%)	22 (13,8%)

Quelle: SOFI-Erhebung; nach den Kategorien von Fichtner 2009.⁵⁹

Die Tabellen 4.12 und 4.15 stellen, mit der Zuordnung der identifizierten Anteilsbesitze zu unseren in Übersicht 4.1 vorgestellten Kategorien, eine weitergehende Differenzierung der erhobenen Investoren dar, als Fichtners Darstellung. Die Analyse der Unterschiede in der „de-jure-Betrachtung“ zeigt zunächst, dass die ausländischen Investoren mit 5,63% (im Vergleich zu 11,25%) einen um die Hälfte reduzierten Wert aufweisen. Diese Abweichung ist ausschließlich begründet in der Differenzierung der Kategorien, da einige der anfänglich als ausländische Investoren im MDAX und SDAX identifizierten Anleger nun den Kategorien „Kapitalanlagegesellschaft“ sowie „Staat/Staatsfonds“ zuzurechnen sind. Diese Einordnung vereinfacht (zumindest für einen Teil der ausländischen Investoren) die Interpretation ihrer Investitionsziele. Neben den angesprochenen Kapitalanlagegesellschaften und Staaten konnten zusätzlich Investoren der Kategorie „Genossenschaft/Verein“ zugeordnet werden.

⁵⁸ Aussagen dieser Art können aus den Daten so oder so nicht abgeleitet werden, solange man nicht weiß, wer die ausländischen Investoren sind und welche Strategien sie verfolgen. Man weiß ja nicht einmal, ob sie Kontrollabsichten haben. Die Analyse der Schwellenwerte der Aktienanteile liefern nur Angaben über Handlungspotentiale bzw. -restriktionen, die durch die überwiegende Praxis (hier: HV-Präsenz) und rechtliche Vorschriften (Sperrminorität) gesetzt werden. Mit diesen Daten kann man über Absichten und tatsächliche Handlungsweisen in Bezug auf Kontrolle der Unternehmen nichts ausgesagt werden.

⁵⁹ Die Berechnung der De-facto Blockbildung erfolgte auf Basis der tatsächlichen Präsenz der Investoren auf der letzten Hauptversammlung des jeweiligen Unternehmens.

Weiterhin lassen sich mit 38% die meisten Investoren der Kategorie Einzelpersonen/Familien/Stiftungen zuordnen.

Die Analyse der Unterschiede in der Betrachtung der „de-facto-Blockholdings“ zeigt, dass neben den nun identifizierten Kapitalanlagegesellschaften, Staatsfonds sowie Genossenschaften (und dem damit verbundenen Rückgang des Anteils ausländischer Unternehmen) ebenfalls ein Unternehmen identifiziert werden konnte, dessen Besitz an eigenen Aktien zu einer Sperrminorität gereicht. Mit etwa 37%, sind auch in der „de-facto-Betrachtung“ die Einzelpersonen bzw. Familien wichtigster Investor in den betrachteten Unternehmen.

Tab. 4.15: De facto „Blockholding“ nach SOFI-Kategorien bei den 160 DAX-Firmen Ende 2014

Kategorien → Index ↓	Kein Block	Mit Block	1	2	3	4	5	6	7	8	9	11
DAX30	13	17	0	0	0	1	4	8	3	1	0	0
MDAX	14	36	3	0	2	3	3	9	8	7	0	1
SDAX	8	42	3	1	1	0	1	27	5	3	0	1
TecDAX	11	19	1	0	0	0	0	15	1	1	1	0
Total	46	114	7	1	3	4	8	59	17	12	1	2

Prozentuale Anteile

Kategorien → Index ↓	Kein Block	Mit Block	1	2	3	4	5	6	7	8	9	11
DAX30	43,3%	56,7%	0%	0%	0%	3,3%	13,3%	26,7%	10%	3,3%	0%	0%
MDAX	28%	72%	6%	0%	4%	6%	6%	18%	16%	14%	0%	2%
SDAX	16%	84%	6%	2%	2%	0%	2%	54%	10%	6%	0%	2%
TecDAX	36,7%	63,3%	3,3%	0%	0%	0%	0%	50%	3,3%	3,3%	3,3%	0%
Total	28,8%	71,3%	4,4%	0,6%	1,9%	2,5%	5%	36,9%	10,6%	7,5%	0,6%	1,3%

Quelle: SOFI-Erhebung

1= KAG 2= Bank 3=Versicherung 4=Staatsfond/Staat 5=Deutsche Gebietskörperschaft 6= Einzelperson/ Familien/Stiftungen 7= deutsches nichtfin. Unternehmen 8= ausl. Untern. o. Einzelperson 9= vom Emittenten gehalten 11= Genossenschaft/Verein

Neben der Zusammensetzung der Ankerinvestoren interessiert auch die Zusammensetzung der bedeutsamen Finanzinvestoren. Mit den Mitteln unserer Untersuchung können wir nur die Werte oberhalb bzw. um die Schwelle von 3% ermitteln (Stimmrechtsmitteilung §21 WPhG). Wir können folglich nur diejenigen Finanzinvestoren erfassen, die überhaupt irgendwo im Sample einmal mindestens 3% der Stimmen halten. Nicht erfassen können wir das gesamte Anteilspaket dieser Investoren an allen Unternehmen des Samples. Insgesamt sind an den 160 untersuchten Unternehmen zum Erhebungszeitpunkt (neben den strategi-

schen Investoren) 128 finanzielle Investoren mit einem Anteilsbesitz von (meist) mehr als 3% beteiligt. Die 14 Beteiligungen mit einem Anteilsbesitz von weniger als 3% konnten über Stimmrechtsmitteilungen und Angaben der Unternehmen in eigenen Veröffentlichungen identifiziert werden. Auf die identifizierten finanziellen Investoren entfallen insgesamt 375 individuelle Beteiligungen. Etwa die Hälfte der Beteiligungen (185) entfällt auf die nachfolgend aufgeführten zehn Investoren mit den meisten individuellen Beteiligungen. BlackRock ist mit Abstand der am häufigsten vertretene Investor, was sich alleine schon dadurch erklärt, dass BlackRock über Indexfonds in nahezu allen Indexunternehmen automatisch dabei ist. Mit dem norwegischen Staatsfonds ist einer der vielen Staatsfonds unter den 10 größten Investoren vertreten, der seine Investments breit streut. Katar (4), Singapur (2), Belgien (1) und Abu Dhabi (1) folgen weiter unten auf der Liste der 128 identifizierbaren Investoren. Nähere Analysen der (unterschiedlichen) Strategien der bedeutsamen Finanzinvestoren müssten klären, inwieweit auch diese „geduldig“ sind, in dem Sinne, dass sie ihre Anlagestrategie nicht von quartalsweisen Gewinn- bzw. Kursentwicklungen oder Ausschüttungsversprechen abhängig machen.⁶⁰ Ferner wäre zu prüfen, ob sie („geduldig“ oder nicht) versuchen Einfluss auf die Unternehmensführung zu nehmen, auf welchen Wegen dies ggf. geschieht und zu welchen Themen. Dies ist eine Aufgabe, die hier nicht geleistet werden kann (vgl. Faust i.E., Kädtler/Mautz i.E.). Auffällig ist auf alle Fälle, dass unter den Spitzenreitern der Tabelle 4.16 mit BlackRock, der Capital Group und dem norwegischen Staatsfonds erklärte Langfristinvestoren vertreten sind, die sich oft auch mit Bezug auf ESG-Themen (Environmental, Social, Governance) als „engagiert“, aber nicht „aktivistisch“ bezeichnen (vgl. Faust i.E.). BlackRock ist hierbei ein besonderer Fall, der „zwangsweise geduldig“ ist, weil sein Aktienportfolio zu rund 80% in Indexfonds angelegt ist, die Käufe und Verkäufe nur nach Maßgabe der Indexgewichte von Unternehmen vornehmen.

Tabelle 4.16: Die 10 größten Finanzinvestoren und ihre Beteiligungen an den 160 DAX-Firmen Ende 2014

Finanzieller Investor:	Anzahl Beteiligungen
BlackRock	47
Allianz Global Investors	22

⁶⁰ Wegen häufiger Missverständnisse in der Literatur weisen wir hier ausdrücklich darauf hin, dass eine „ungeduldige“ Haltung eines Aktionärs niemals bedeuten kann, dass er Kapital vom Unternehmen abzieht, wenn er unzufrieden ist. Das einmal eingezahlte Kapital (via IPO oder Kapitalerhöhung) bleibt „eingeschlossen“ (Stout 2012). Das gehört zu den Grundprinzipien einer Aktiengesellschaft. Allenfalls kann er seine Aktie auf dem Sekundärmarkt an einen anderen Aktionär verkaufen, was sich auf die Preisbildung auswirken kann, aber kein operativ wirksames Kapital abzieht. Der normale Aktionär, der Aktien kauft und verkauft, investiert nicht in das Unternehmen in dem Sinne, dass er dem Unternehmen für Innovationen, Expansion oder sonst welche Projekte Finanzmittel zur Verfügung stellt, sondern er legt Geld in einem Wertpapier an, dessen Wert über verschlungene, oft nicht nachvollziehbare Wege und mit wechselnden Zeitbezügen an die zukunftsbezogenen Fiktionen der wirtschaftlichen Erfolgsträchtigkeit des Unternehmens gebunden bleibt.

Staat Norwegen	21
Capital Group	20
Deutsche Asset & Wealth Management	17
Fidelity	16
Franklin Templeton Investments	15
Sun Life Financial	12
BNP Paribas	7
Threadneedle	6

Quelle: SOFI-Erhebung.

4.4.5 Zwischenfazit: Anteile Ankerinvestoren im Zeitablauf

Bezüglich der Frage, in welchem Umfang börsennotierte Unternehmen in Deutschland potentiell schützende Ankerinvestoren mit Sperrminorität aufweisen bzw. umgekehrt wie hoch der Anteil an börsennotierten Unternehmen ist, die sich in Streubesitz befinden, lässt sich ein Zwischenfazit ziehen, indem wir die Entwicklung des Indikators „Ankerinvestor“ im gesamten hier zugrunde gelegten Zeitraum betrachten. Wohl wissend, dass die aus den verschiedenen Studien zusammen getragenen Ergebnisse wegen unterschiedlicher Grundgesamtheiten und Samplegrößen nur eingeschränkt vergleichbar sind (s.o.), ergibt sich folgendes Bild (Tabelle 4.17). Die Unterscheidung zwischen de-jure und de-facto Sperrminorität wurde von den früheren Studien nicht angewandt, so dass diesbezüglich keine Aussagen möglich sind. Wenn man wie Fichtner (2009) argumentiert, dass oft schon wesentlich geringere Stimmrechtsanteile genügen, um faktisch eine (schützende) Sperrminorität zu erzielen, gilt dies natürlich in die umgekehrte Richtung. Wenn man von einer durchschnittlichen HV-Präsenz von 50% ausgeht, könnte man auch argumentieren, dass die jeweils festgestellte Anzahl von Unternehmen mit de-jure Sperrminorität zugleich eine de-facto (einfache) Mehrheit der Stimmen auf der HV erzielen kann. Mit den neueren Daten aus 2014 ausgedrückt, bedeutet dies, dass 71,2% der Unternehmen eine de-facto Sperrminorität und 58,1% (die mit de-jure Sperrminorität) eine de-facto Mehrheit haben.⁶¹

Wenn wir den Anteil der Unternehmen mit Ankerinvestor bzw. das passende Gegenstück, Unternehmen im Streubesitz (unterstellt, dass es sich zumindest weitgehend um „organisierten“ Streubesitz handelt) als einen wichtigen Indikator für die (begrenzte) Finanzierung von (börsennotierten) Unternehmen zu Rate ziehen, erhalten wir eine gemischte Aussage, je nachdem an welchen Erwartungen wir uns orientieren.

⁶¹ Wie neben den jeweiligen Ankerinvestoren die anderen Investoren die Entwicklung des Unternehmens beurteilen, kann sich allerdings paradoxerweise umso mehr auf den Kurs auswirken, weil die Ankerinvestoren definitionsgemäß nicht mit ihren Anteilen handeln, sondern sie halten, was umgekehrt bedeutet, dass der Aktienpreis von den Handelsaktivitäten der Nicht-Ankerinvestoren bestimmt wird.

Tabelle 4.17: Börsennotierte Unternehmen in Deutschland mit Ankerinvestoren – Entwicklung von 1990 bis 2014

Studie	Untersuchungsjahr	Unternehmen mit de-jure Sperrminorität (%)	Unternehmen mit de-facto Sperrminorität (%)
Franks/Mayer 2001	1990	85,4	
Jenkinson/Ljungqvist 2001	1991	87,4	
Ampenberger 2010	1995	88	
	2000	77	
	2006	67	
Rapp/Wolff 2010	2005 – 2007	ca. 54	
Fichtner 2009	2008	56,3	69,4
Faust/Thamm 2015	2014	58,1	71,2

Quelle: Eigene Darstellung.

Der deutliche Rückgang der Anzahl von Unternehmen mit einem Ankerinvestor im gesamten Zeitraum von 1990 bis 2014 zeigt deutlich eine fortschreitende Finanzialisierung oder Desorganisation an. Gemessen an der idealtypischen Konstellation des „institutionellen Streubesitzes“ einer neuen Formation namens „Finanzmarktkapitalismus“ handelt es sich aber weiterhin um eine begrenzte Finanzialisierung, wenn unter den börsennotierten Unternehmen mehr als die Hälfte weiterhin einen Ankerinvestor aufweist – erst recht gilt diese Aussage, wenn wir die De-facto Sperrminorität berücksichtigen.⁶²

4.5 Familien und Gründer als Ankerinvestoren in börsennotierten Unternehmen

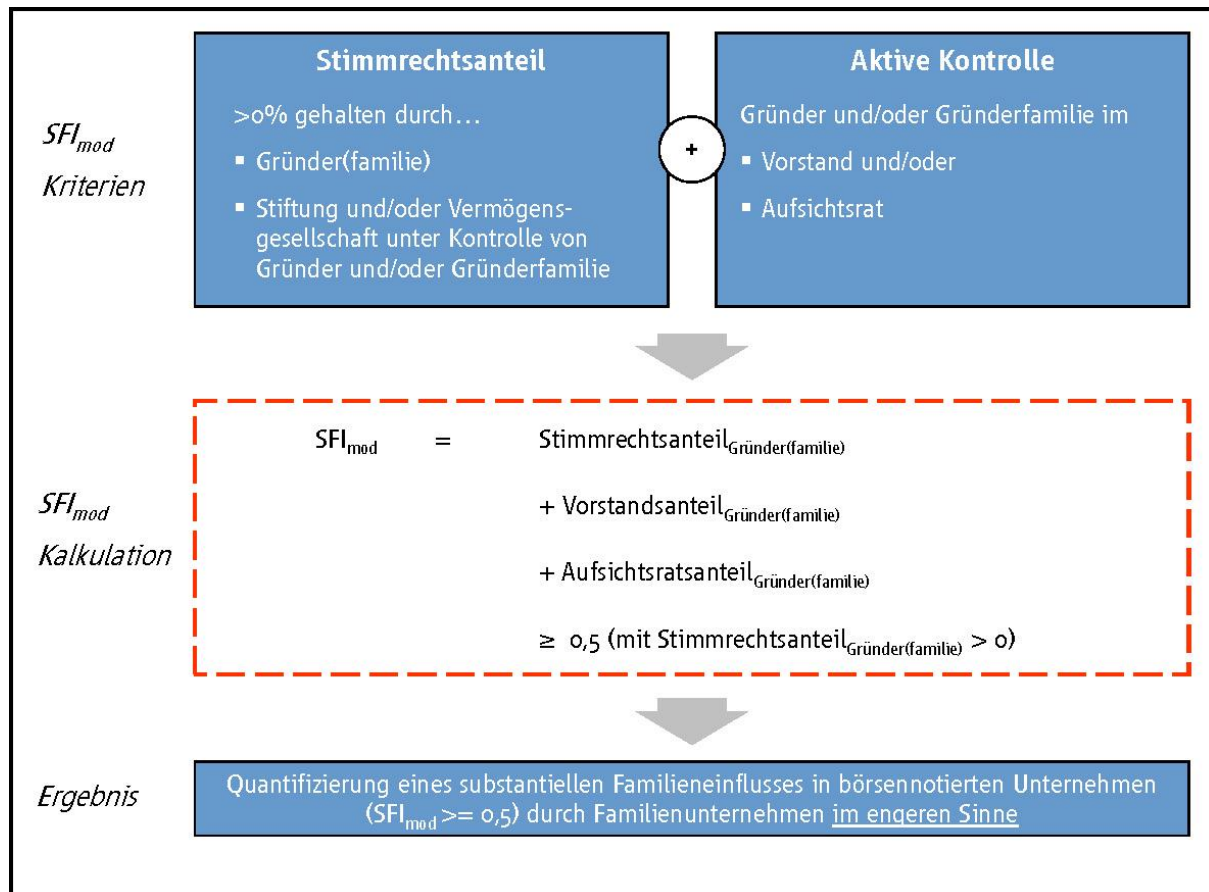
Bislang haben wir die Ankerinvestoren bestimmten Kategorien zugeordnet und darüber schon Hinweise darauf gefunden, welche Kategorien von Akteuren jeweils die Ankerinvestoren stellen. „Private Investoren“ spielten hierbei eine große Rolle, wobei wir bei Ankerinvestoren in der Regel Familien bzw. Gründerpersonen vermuten können. Untersuchungen, die sich gezielt für die Frage interessieren, welche Rolle Familien bei börsennotierten Unternehmen spielen, können hier zusätzliche Aufklärung liefern. Eine solche Studie im Auftrag der Stiftung Familienunternehmen und durchgeführt vom Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) an der TU München (Achleitner et al. 2011.) hat für den Kreis der rund 700 CDAX Unternehmen für die Jahre 1998 bis 2008 untersucht, ob es sich bei den jeweiligen Unternehmen dieses Index um Familienunternehmen gemäß international anerkannter Definitionen handelt.⁶³ Der CDAX (Composit DAX) umfasst die Werte des Prime

⁶² Nach Fichtner (2009) muss man aber bei der Betrachtung von de-facto Sperrminoritäten berücksichtigen, dass in Unternehmen im Streubesitz (also ohne einen schon vorhandenen strategischen Ankerinvestoren) auch aktivistische Hedgefonds relativ schnell an eine solche Sperrminorität kommen könnten, mit deren Hilfe sie das Management zur Einleitung von Maßnahmen in ihrem Interesse veranlassen oder gar zwingen könnten (Sonderdividende, Aktienrückkauf). Eine Sperrminorität ist aber vor allem eine defensive Barriere (sie verhindert bestimmte Veränderungen) und weniger eine positive Machtbasis, die die Durchsetzung bestimmter Maßnahmen ermöglicht.

⁶³ Die tatsächliche Stichprobe ist aufgrund einer Reihe von Bereinigungen kleiner und schwankt außerdem mit der schwankenden Börsenkapitalisierung, der Jahre um die Jahrtausendwende (ein-

Standard und des General Standard gemäß EU-Richtlinien und versammelt rund 95% der Marktkapitalisierung des deutschen Aktienmarktes (Achleitner et al. 2011: 28). Diese Grundgesamtheit ist also folglich wesentlich größer als die, die die von Franks/Mayer (2001), Fichtner (2009) und uns zugrunde gelegt wurde.

Abbildung 4.1: Definitionen von Familienunternehmen nach der FF und SFI_{mod}



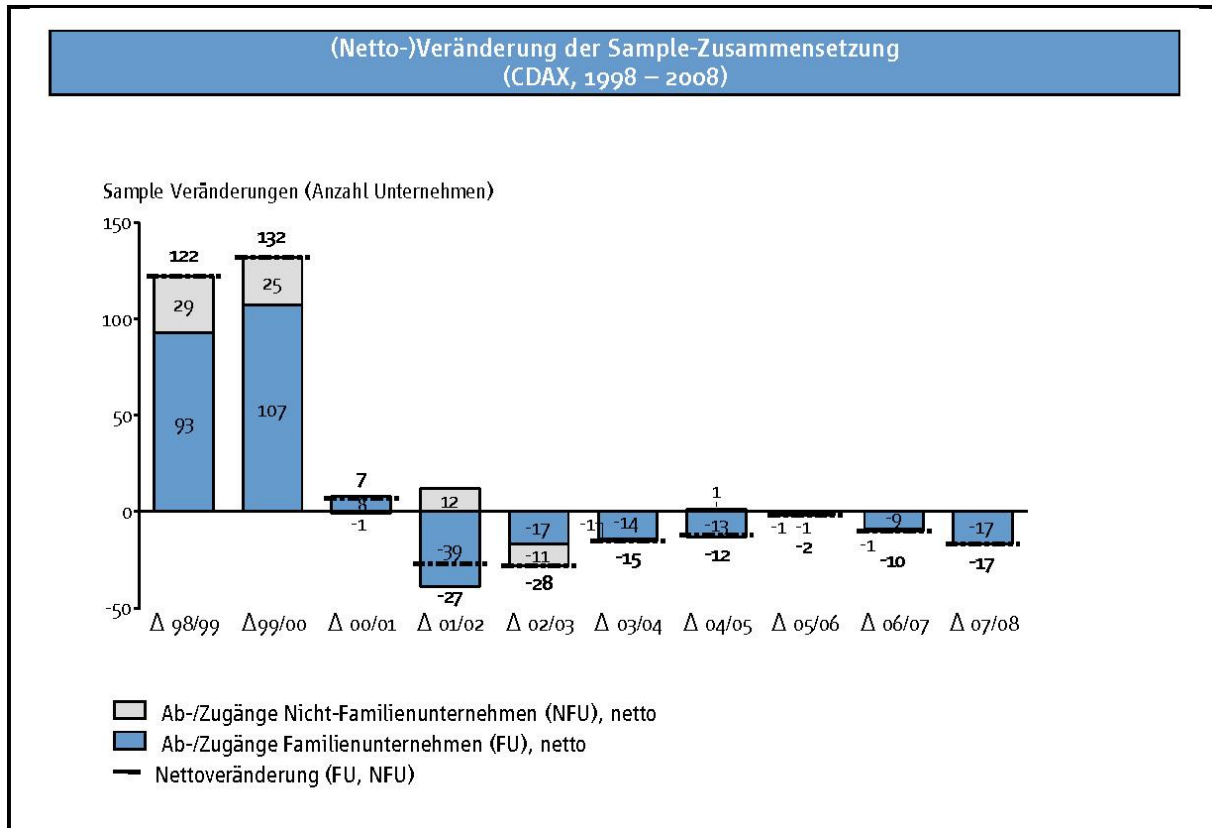
Quelle: Achleitner et al. 2011: 25.

Die Studie verwendet ergänzend zwei alternative Definitionen von Familienunternehmen aus der Literatur, wobei die engere Definition eine Teilmenge der weiteren Definition darstellt. Die weite Definition (Founding Family Definition) bestimmt ein Familienunternehmen danach, ob die Gründer(familie) oder eine durch den Gründer bzw. dessen Familie kontrollierte Stiftung einen bestimmten Mindestanteil an den stimmberechtigten Aktien hält. Für Deutschland wird diese Schwelle mit der bekannten Sperrminorität von 25% festgelegt. Zu den Familienunternehmen gehören nach dieser Definition aber auch Unternehmen, bei denen die Gründerfamilie aktive Kontrolle ausübt, entweder über eine aktive Rolle im Vorstand und/oder im Auf-

schließlich „Neuer Markt“ von 1997 bis 2003) erheblich. Im stärksten Jahr 2001 waren 555 Unternehmen enthalten.

sichtsrat, ohne dass das Stimmrechtskriterium erfüllt sein muss. Die drei Kriterien sind jeweils mit und/oder verknüpft (vgl. Abbildung 4.1)

Abbildung 4.2: Veränderung der Sample-Zusammensetzung



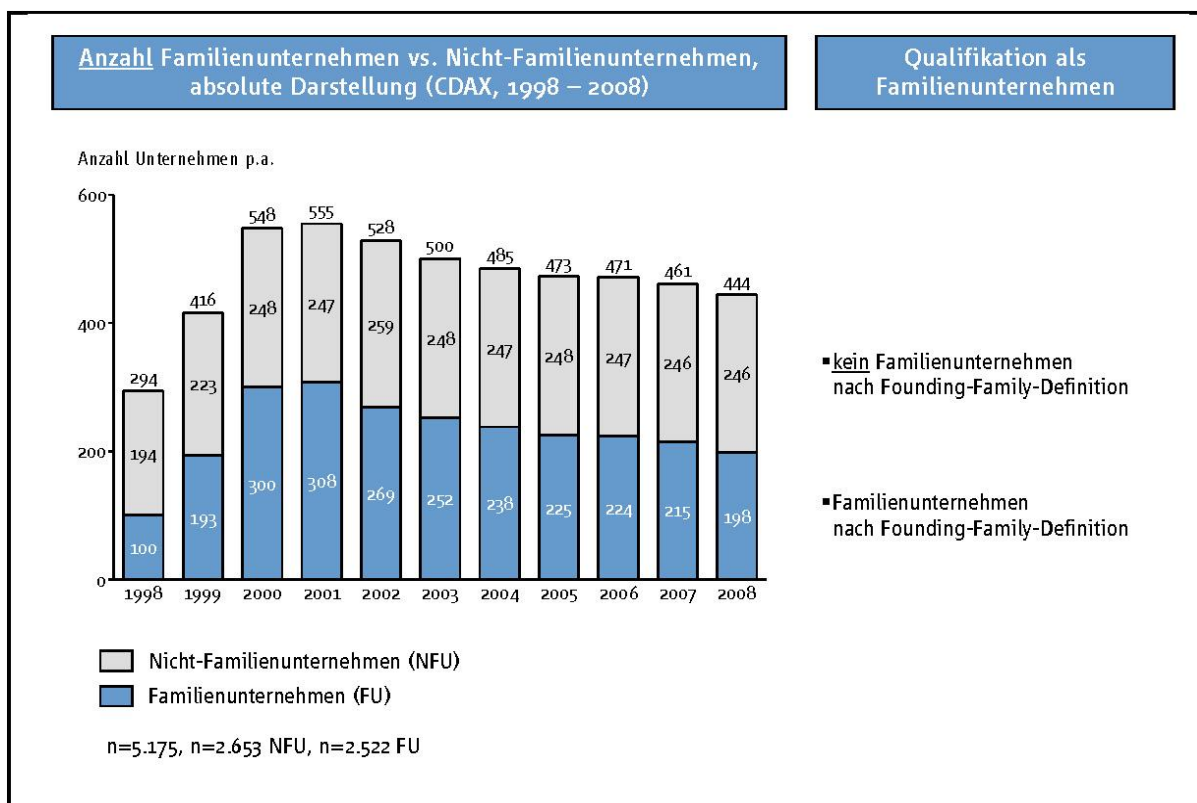
Quelle: Achleitner et al. 2011: 32.

Die engere Definition lehnt sich an die SFI-Definition (Substantial Family Influence) an, die ursprünglich für nicht-börsennotierte (Familien)unternehmen entwickelt wurde und modifiziert diese. Hiernach werden Prozentwerte der Familienbeteiligung für die folgenden drei Werte ermittelt: Stimmrechtsanteil, Anzahl Positionen im Vorstand und Anzahl Positionen im Aufsichtsrat. Die Summe der drei Anteilswerte muss größer 0,5 sein, damit ein Unternehmen nach SFImod ein Familienunternehmen ist, wobei der Stimmrechtsanteil nicht „Null“ sein darf. Das bedeutet zum Beispiel, wenn bei einem Unternehmen der Stimmrechtsanteil der Familie nur noch 0,1 ist (10%), dann muss die Summe der Anteilswerte an Vorstands- und/oder Aufsichtsratsposten größer als 0,4 sein. Die beiden Definitionen werden in der Studie so kombiniert, dass die Familienunternehmen nach SFImod eine Teilmenge der Familienunternehmen nach FF-Methode darstellen (ebd.: 25). Gegenüber den bisherigen reinen Betrachtungen von Stimmrechtsanteilen und deren Schwellenwerten kombinieren diese beiden Definitionen Stimmrechte mit tatsächlicher Kontrolle ausgeübt über Vorstands- und/oder Aufsichtsratspositionen. Eine reale Analyse der Zusammensetzung der Unternehmen nach der Kombination der Merkmale, die sie zu einem Familienunternehmen qualifizieren, zeigt

sich, dass nur in 10% bis 20% der Fälle (je nach Jahr) ein Anteil an der Unternehmensführung oder am Aufsichtsrat ausreicht, ohne dass die Familie auch Anteile hält. Weit überwiegend aber, nämlich in 80% bis 90% der Fälle, qualifizieren sich die Unternehmen auch über den Mindestanteil an den Stimmrechten (ebd.: 41).

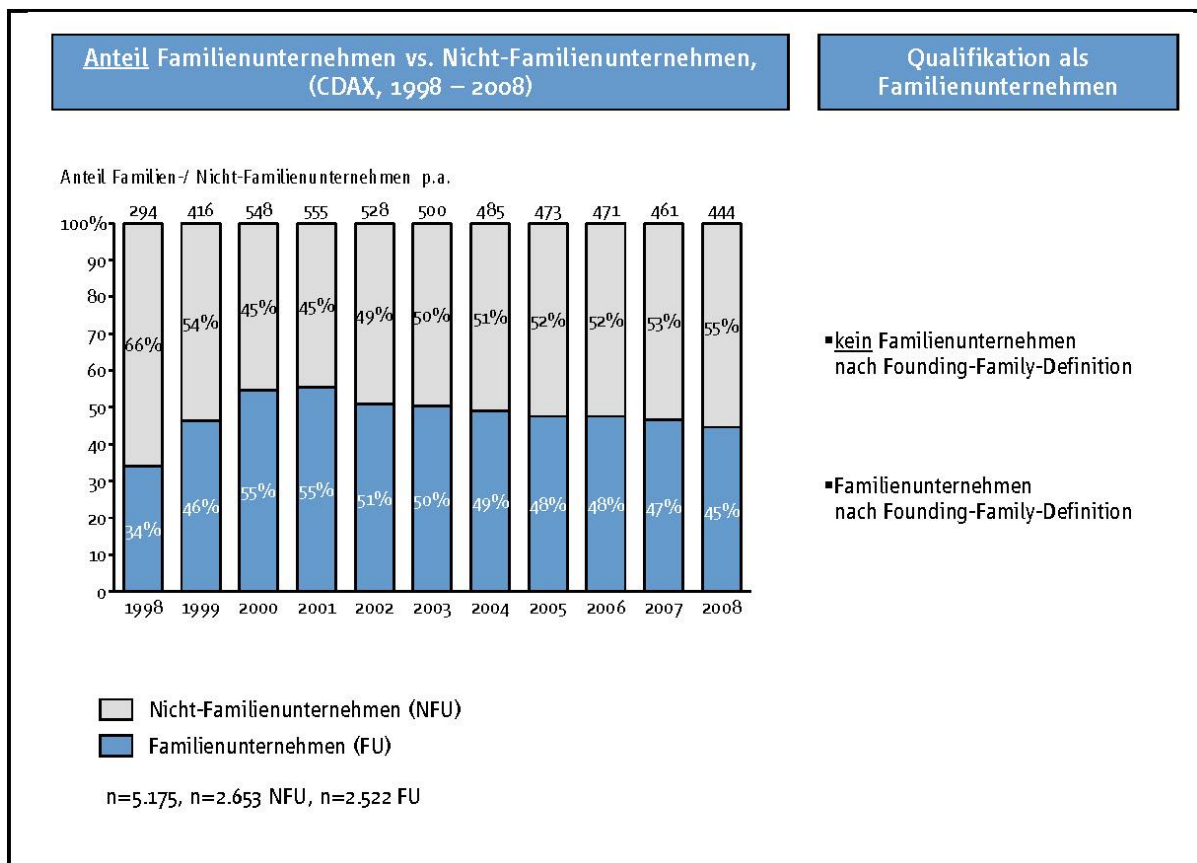
Die Studie liefert zum einen wichtige Erkenntnisse über den Charakter des Börsenaufschwungs der späten 1990er Jahre. Wie Abbildung 4.2 zeigt, war der Börsenaufschwung der Jahre 1998 und 1999 ganz maßgeblich von Gründern und deren Familien getragen, die ihre Unternehmen erstmals an die Börse brachten und dabei aber nicht die Kontrolle aus der Hand geben wollten. Zudem erfolgte ein großer Teil dieser Neugründungen über den „Neuen Markt“. In den unmittelbaren Folgejahren des Börsencrash sind überproportional Familienunternehmen wieder ausgeschieden, die offenbar auf kein tragfähiges Geschäftsmodell bauen konnten, darunter vermutlich auch solche mit haltlosen bis halbseidenen Versprechungen. Dennoch resultiert diese Bewegung in einem dauerhaften, substantiellen Anstieg der Familienunternehmen unter den CDAX-Unternehmen auch nach dem Ende des Börsenbooms, wie die Abbildungen 4.3 und 4.4 zeigen. Mit der insgesamt sinkenden Anzahl von Unternehmen sinkt zwar auch die Anzahl der FU-Unternehmen nach der hier getroffenen Definition. Der Anteil der FU bleibt aber rund 10 Prozentpunkte oberhalb des Ausgangswerts von 1998 bei 45%.

Abbildung 4.3: Anzahl Familienunternehmen



Quelle: Nach Achleitner et al. 2011: 37.

Abbildung 4.4: Anteil (%) Familienunternehmen



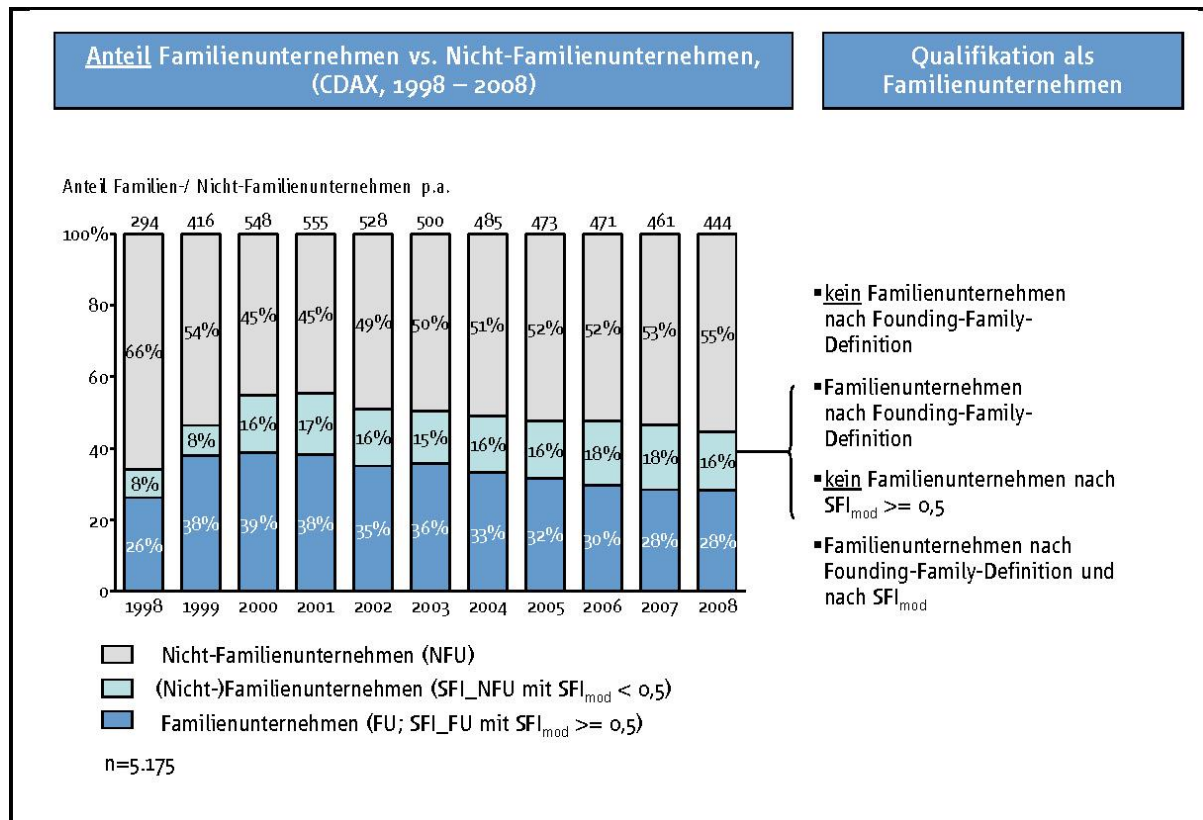
Quelle: Nach Achleitner et al. 2011: 38.

Abbildung 4.5 schlüsselt die bisher dargestellten Werte nach der weiten Definition auf und berücksichtigt auch die engere Definition nach dem SFImod. Nach der engeren Definition sinkt der Anteil der Familienunternehmen am Ende des Untersuchungszeitraums auf 28%. Mit dem Niedergang des Neuen Marktes ist der Anteil der Unternehmen, die kein FU nach SFImod darstellen angestiegen, und schwankt zwischen 15% und 18%.

Die so ermittelten Familienunternehmen (weite Methode) stellen also mit 45% in 2008 einen relevanten Anteil an der Gesamtzahl der Unternehmen, allerdings relativiert sich die Bedeutung dadurch, dass diese Unternehmen nur etwas über 30% der jeweiligen Marktkapitalisierung darstellen. Die Marktkapitalisierung schwankt im Zeitablauf dem Boom und Bust folgend enorm; in den Zeiten des Neuen Marktes hatten die FU-Unternehmen 35%-Anteil (marktwertgewichtet), der mit einigen Schwankungen auf 23% absinkt und bei 31% in 2008 endet (ebd.: 44). Bei den Familienunternehmen handelt es sich also um eher kleinere börsennotierte Unternehmen, schwerpunktmäßig in diversen Dienstleistungsbranchen und im Handel tätig. Dies wird auch an anderen Indikatoren (Bilanzsumme, Umsatz, Beschäftigung) deutlich (ebd. 63-65). So weisen Familienunternehmen im Durchschnitt 6.112 Beschäftigte auf, NFU aber 15.663; hingegen ist die durchschnittliche Wachstumsrate der Beschäftigung im betrachteten Zeitraum bei den NFU 6%, während die FU 27% vorweisen.

Die Studie zeigt also nicht nur, dass die Gruppe der börsennotierten Familienunternehmen selbst sehr heterogen ist, namentlich wenn man die Neue Markt Unternehmen der späten 1990er Jahre bedenkt, die zum traditionellen Mittelstand mit konventionellen Geschäftsmodellen hinzukamen; sie zeigt auch, dass die Vorstellung, man könne sich einen Prototyp von einem börsennotierten Unternehmen modellieren, angesichts der aufgezeigten Heterogenität innerhalb der börsennotierten Unternehmen, irreführend ist.

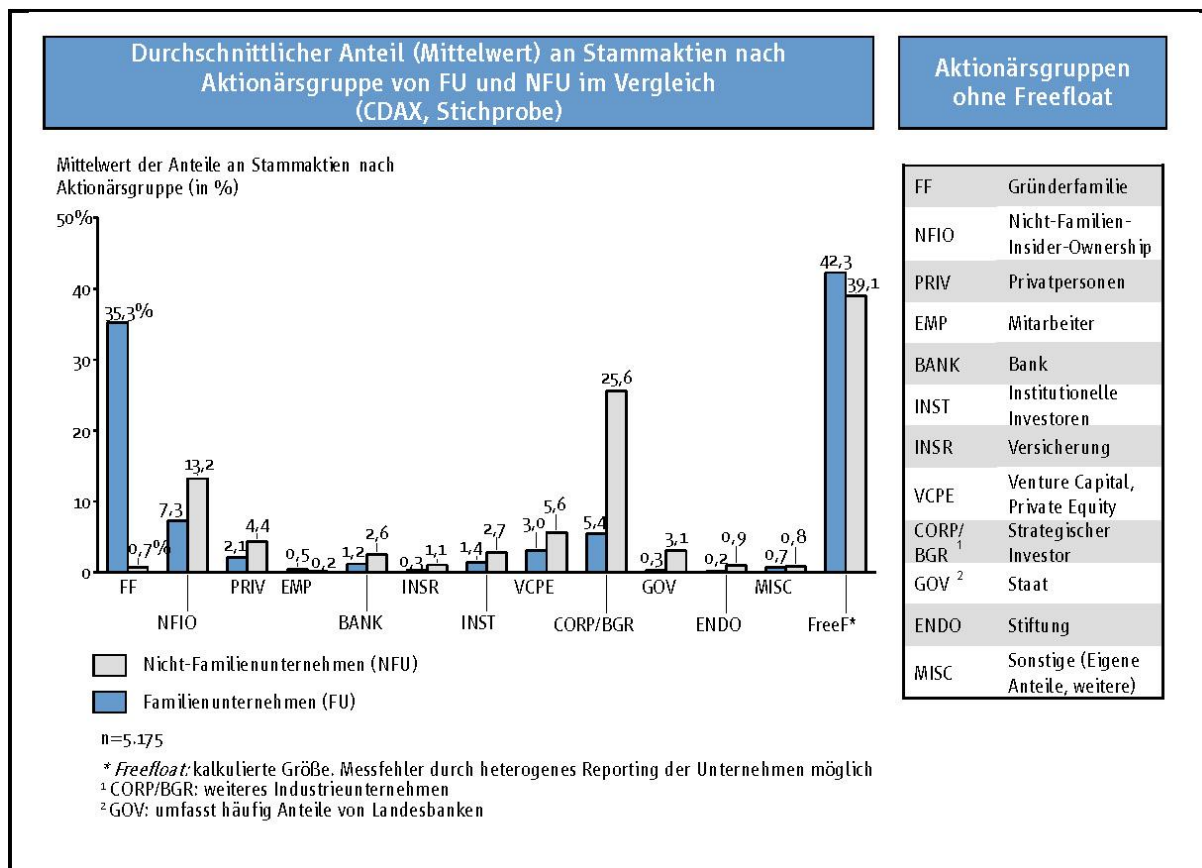
Abbildung 4.5: Anteil (%) Familienunternehmen, FF und SFI_{mod}



Quelle: Nach Achleitner et al. 2011: 38.

Für unsere Fragestellung ist die Studie nicht nur von Interesse, weil sie erlaubt nach erweiterten Kriterien den Anteil familien-kontrollierter börsennotierter Unternehmen abzuschätzen, sondern darüber hinaus liefert sie auch Daten über die generelle Eigentümerkonzentration in dem gewählten Sample. „Die Eigentümerkonzentration wird über drei Maßzahlen abgebildet, den kumulierten Stimmrechtsanteilen der drei größten Aktionäre, den Herfindahl-Index32 der Stimmrechte und die Höhe des Streubesitzes. Bezüglich aller drei Maße zeichnen sich keine wesentlichen Unterschiede zwischen Familien und Nicht-Familienunternehmen hinsichtlich der Eigentümerkonzentration ab. Tendenziell scheinen Familienunternehmen sogar geringfügig über weniger konzentrierte Eigentümerstrukturen als Nicht-Familienunternehmen zu verfügen“ (ebd.: 53).

Abbildung 4.6: Verteilung Stammaktien nach Aktionärsgruppen



Quelle: Nach Achleitner et al. 2011: 54.

Abbildung 4.6 zeigt, dass das Pendant zur Gründerfamilie bei Nicht-FU zur Kategorie (sonstiger) „Strategischer Investor“ (entspricht anderes Industrieunternehmen) und „Nicht-Familien-Insider-Ownership“ gehört. „Beide Aktionärsgruppen – sowohl Großaktionäre mit strategischem Interesse als auch Insider – sind aus einer Corporate-Governance-Perspektive nicht unbedeutend. Großaktionäre können effektive Kontrolle auf das Management ausüben und das Halten von Unternehmensanteilen durch Vorstand und Aufsichtsrat (Insider Ownership) kann zu einer Interessensharmonisierung zwischen Unternehmensleitung bzw. -kontrolle und Aktionären führen. Insofern könnten beide Aktionärsgruppen – im Hinblick auf die anschließende Untersuchung der Unternehmensperformance – durchaus Substitute für den Governance-Mechanismus Familieneigentum sein“ (ebd.: 54). Bei den FU ist der Free Float geringfügig niedriger als bei den NFU.

Insgesamt zeigt diese Analyse, dass wir es offenbar mit zwei unterschiedlichen Typen von Unternehmen mit Ankerinvestor zu tun haben, die sich durch die bisherigen Analysen, die nur nach der prinzipiellen Existenz eines Ankerinvestors fragte, den man dann einer Kategorie zuordnete, nicht in den Blick bekommt. Familienunternehmen, bei denen sich oft Stimmrechte mit aktiver Kontrolle bzw. Beteiligung an der Unternehmensführung verbinden,

stellen einen wesentlichen Anteil an diesen Unternehmen mit „geduldigem Kapital“, sind aber nicht die einzigen.

5. Fazit und Ausblick

Wem die Unternehmen gehören, wie und von wem die Unternehmensleitung beaufsichtigt wird und wie verschiedene Anspruchsgruppen auf die Unternehmenspolitik Einfluss nehmen können, stellt ein zentrales Element einer sozioökonomischen Formation dar. Sozioökonomische Formationsbezeichnungen sind immer das Ergebnis aspekthafter Auszeichnungen von Elementen bzw. von Konfigurationen von Elementen, die zu analytischen Zwecken ausgewählt werden. Die hier gewählte Analyseperspektive wird von Forschern eingenommen, die im Wandel der Finanzierungs- und Eigentumsstrukturen von Unternehmen einen zentralen Aspekt von Formationswandel identifizieren. Die Formationsbegrifflichkeiten stammen zum Teil aus Studien, die vorrangig auf den Wandel in der Zeit abstellen, etwa vom „organisierten Kapitalismus“ oder „Managerkapitalismus“ zum „Finanzmarktkapitalismus“ (Windolf 2005b). Manche Autoren vermeiden es, für das Ergebnis des auch dort unterstellten grundlegenden („transformativen“) Wandels eine Formationsbezeichnung zu wählen. Sie heben stattdessen auf Prozesse ab, die als Liberalisierung, Desorganisation (Streeck 2009) oder Finanzialisierung (Krippner 2005, 2011; Epstein 2005) hinsichtlich der eingeschlagenen Richtung des Wandels näher gekennzeichnet werden. Anderer Formationsbezeichnungen stammen aus dem synchronen Vergleich, der Komparatistik sozial-räumlich abgegrenzter, meist national, manchmal regional konzipierter Kapitalismusvarianten, die auf ähnliche Unterscheidungen abheben: market-based versus bank-based financial systems (Vitols 2005) oder Insider versus Outsider-Systeme der Corporate Governance (Faust 2013 für einen Überblick). Auch das dichotome Modell der „Varieties of Capitalism“ (Hall/Soskice 2001), das zwischen einer liberalen und koordinierten Spielart des Kapitalismus unterscheidet, beruft sich auf ähnliche Unterscheidungen wie die zuvor genannten Modelltypologien, obwohl diese Typologie ansonsten auch noch andere institutionelle Sphären in die Modellkonstruktion einbezieht. Die synchrone (sozial-räumlicher) und die diachrone (zeitlich) Vergleichsperspektive lassen sich ineinander überführen, wenn wir annehmen, dass der unterstellte Wandel im Zeitvergleich einen Fluchtpunkt eines als überlegen bzw. evolutionär bevorzugtem nationalen System bzw. Modell aufweist. Und tatsächlich geht eine Vielzahl von Autoren von einem Fluchtpunkt der Entwicklung aus, der sich am „liberalen“, angelsächsischen Modell orientiert. (Neo)Liberalisierung, Globalisierung und Finanzialisierung werden dann oft synonym verwendet.⁶⁴

⁶⁴ Flaherty (2015: 422) spricht zum Beispiel von einer „era of neoliberal financialization“, die einen „distinct break from other historical epochs of capitalism (...)“ repräsentiert. Diese Formulierungen zeigen aber an, dass der Prozess der Finanzialisierung zu einer neuen „Epoche“ bzw. Formation des Kapitalismus führt.

Wir vermeiden solche Vorab-Entscheidungen über (noch dazu: unvermeidliche) Endpunkte. Wir bevorzugen die (erwähnte) Prozessperspektive und beziehen uns auf den Begriff der „Finanzialisierung“, hier in dem engeren Sinne der Kontroll-Finanzialisierung.⁶⁵ Wenn wir (den Begriff des) „Finanzmarktkapitalismus“ nicht als den notwendigen Endpunkt (oder auch nur notwendiges Durchgangsstadium) der Entwicklung, sondern als Idealtypus auffassen, können wir ihn als Heuristik zur Beurteilung von Graden des Wandels in Annäherung an den Idealtypus auffassen. Dies ist dann überführbar in die Finanzialisierungsperspektive. Wir wollen Grade der Finanzialisierung dingfest machen und entwickeln hierfür Indikatoren. Dabei gehen wir im Einklang mit der bisherigen Forschung von der Hypothese aus, dass es in verschiedenen kapitalistischen Gesellschaften eine Zunahme der Finanzialisierung gegeben hat und dies in einem näher zu bestimmenden Grad auch für Deutschland gilt. Die übliche Terminierung eines solchen Wandels setzt für Deutschland in den 1990er Jahren ein.⁶⁶ Der Grad der Finanzialisierung kann dann zum einen an idealtypischen Modellierungen gemessen werden. In unserem Fall ist das in Bezug auf die Kontroll-Finanzialisierung der „Finanzmarktkapitalismus“ nach Windolf (2005b). Hiernach ist der Fluchtpunkt das börsennotierte Unternehmen in institutionellem Streubesitz. Unsere Indikatoren sollen identifizieren, inwieweit dies im vorliegenden Länderfall Deutschland gegeben ist.⁶⁷ Die Untersuchung ist auch in der Hinsicht ergebnisoffen angelegt, dass wir für den längeren Zeitraum der Datensammlung (1990 bis 2014) auch mit Reversionen von einmal eingeschlagenen Entwicklungen rechnen. Kurzum: Indikatoren können für einen Teilzeitraum eine Zunahme der Finanzialisierung anzeigen, die von einer späteren Verringerung (Definanzialisierung) derselben abgelöst wird, die aber nicht zu dem Ausgangspunkt zurückführen muss. Solche Entwicklungen lassen sich

⁶⁵ Auch die Formulierung „financialized capitalism“ (Carruthers 2015) erlaubt prinzipiell unterschiedliche Grade der Finanzialisierung und auch Gegenbewegungen mitzudenken.

⁶⁶ Wählt man andere Definitionen und/oder andere Länder, werden andere Zeiträume relevant. Krippner (2011: 27) definiert Finanzialisierung als die „growing importance of financial activities as a source of profits in the economy“. Entsprechend zeigen ihre Daten (ebd.: 33) für die USA zu den relativen Anteilen der Unternehmensgewinne von „Manufacturing“, „Services“ und „FIRE“ (Finance, Insurance, Real Estate) einen kontinuierlichen Anstieg des Anteiles von „FIRE“ gegenüber „Manufacturing“ schon seit den 1950er Jahren, der sich aber seit Anfang der 1980er Jahre beschleunigt, seit 1986 nahezu kontinuierlich über „Manufacturing“ liegt und ab Ende der 1990er Jahre geradezu explodiert, während der Anteil von „Manufacturing“ steil abstürzt. Im Endjahr ihrer Zeitreihe, 2001, hat Manufacturing nur noch einen Anteil von 10 Prozent der Unternehmensgewinne, während der Anteil von „FIRE“ auf rund 45 Prozent gestiegen ist.

⁶⁷ Zusätzlich zu Rate gezogen werden können echte Vergleiche mit realen anderen Ländern, namentlich solchen die bei der Formulierung des Idealtypus „Finanzmarktkapitalismus“ Pate gestanden haben. Bei Windolf (2005b) sind das die Vereinigten Staaten von Amerika, wiewohl im Hinblick auf die Regeln der Corporate Governance, die feindliche Übernahmen betreffen, im UK die agenturtheoretischen Vorschläge zur Realisierung der „Shareholder Primacy“ vollständig verwirklicht sind (Stout 2012; Black/Coffee 1994). Aufgrund der begrenzten Ressourcen, die für diese Ausarbeitung zur Verfügung standen, kann der internationale Vergleich hier nur ausnahmsweise realisiert werden. Die Möglichkeiten (und Grenzen) eines systematischeren internationalen Vergleichs müssen für eine Fortführungsperspektive der Sozioökonomischen Berichterstattung genauer geprüft werden.

als einfache Indikatorenveränderungen (etwa: Anzahl der börsennotierten Unternehmen, Aktienmarktkapitalisierung im Verhältnis zum BIP) oder über verschiedene Indikatoren hinweg als funktionale Äquivalente erfassen (Ersatz der Schutzfunktion der Deutschland AG durch anderer Konstellationen von „geduldigem Kapital“). Wie eine solche graduelle Finanzialisierung, einschließlich möglicher (partieller) Reversionen zu beurteilen ist, bleibt ein eigener Interpretationsschritt, der auch einen Maßstab benötigt, ab welchem Grad von gradueller Veränderung man von „transformativer“ Veränderung (Streeck/Thelen 2005) spricht, die einen „Umbruch“ anzeigt. Die Prüfung der hier ausgewählten zentralen Finanzialisierungsindikatoren⁶⁸ ergibt folgendes Bild.

5.1 Rechtsformen und Börsennotierung: schwache Finanzialisierungsindikatoren

Unternehmen mit potentiell börsenfähigen Rechtsformen stellen zahlenmäßig nur einen geringen Anteil an der Gesamtzahl der Kapitalgesellschaften; bei letzteren dominiert die GmbH mit über 130.000 Einheiten, während die Aktiengesellschaft als potentiell börsenfähige Rechtsform nur rund 7800 Fälle aufweist. Obwohl die potentiell börsenfähigen Kapitalgesellschaften nur einen kleinen Teil an der Anzahl der Kapitalgesellschaften stellen, sind sie doch für fast ein Drittel der wirtschaftlichen Aktivität dieser Gruppe und für etwas mehr als ein Sechstel der Gesamtleistung von Unternehmen aller Rechtsformen verantwortlich. Die Anzahl der Unternehmen mit potentiell börsenfähigen Rechtsformen nimmt im Untersuchungszeitraum kontinuierlich zu, aber längst nicht alle diese Unternehmen sind tatsächlich börsennotiert. Am aktuellen Rand (2014) sind 595 Unternehmen börsennotiert, zu Beginn der Zeitreihe im Jahr 1990 413 und im Höhepunkt im Jahr 1999 1043 Unternehmen. Die Börsennotierung nimmt also bis Ende der 1990er Jahre zu, sprunghaft mit der Gründung des Börsensegments des „Neuen Marktes“, was den Börsengang erleichterte. Ein erheblicher Teil der neu börsennotierten Unternehmen weist einen Familien- bzw. Gründer-Ankerinvestoren auf, die die Gunst der Stunde nutzten, in der Börseneuphorie zusätzliches Eigenkapital aufnehmen zu können, ohne die Schutzfunktion der Sperrminorität zu verlieren. Der Rückgang der Börsennotierung nach 1999 wird für zwei Jahre vor der Weltfinanzkrise noch einmal unterbrochen (Zwischenhoch bei 761 Unternehmen in 2007) und setzt sich dann bis 2014 fort. Diesem Muster entspricht auch die Entwicklung der Börsengänge (Erstplatzierungen) und der Kapitalerhöhungen. Börsengänge erfolgen vor allem vor dem Platzen der „New Economy“-Blase und dann in reduziertem Umfang noch einmal im Börsenaufschwung der Vorfinanzkrisenjahre. Durch Börsengänge und Kapitalerhöhungen können vor allem im Zeitraum vor 2001 nennenswerte Beträge mobilisiert werden; in den Jahren vor der Weltfinanz-

⁶⁸ Der Tenor der hier referierten Befunde zur strukturellen Dimension (Börsennotierung und Eigentumsstrukturen) der Kontroll-Finanzialisierung wird durch die Entwicklung des Private Equity Phänomens, die Übernahme von vorhandenen Firmen oder von neu ausgegründeten Firmen (Buy-Outs) durch Finanzinvestoren bestätigt (für einen Überblick vgl. Scheuplein/Teetz 2014; Scheuplein 2012).

krise ist der Zufluss an frischem Geld durch die Börse wesentlich niedriger und erfolgt überwiegend durch Kapitalerhöhungen schon notierter Unternehmen. Dass über die Börse frisches Kapital mobilisiert werden kann, gilt also nur in Ausnahmefällen und an den gesamten Finanzierungsbedürfnissen gemessen in geringem Umfang (vgl. van Treeck et al. 2007). Die Börsennotierung erweist sich also insgesamt als allenfalls schwach ausgeprägter Finanzialisierungsindikator; vor allem zeigt er keine kontinuierliche Entwicklung an, sondern Phasen der Finanzialisierung und anschließender De-Finanzialisierung. Ein voll ausgebildeter „Finanzmarktkapitalismus“ (börsennotierte Unternehmen in institutionellem Streubesitz) ist jedenfalls schon deswegen nicht in Sicht, weil die Börsennotierung von Unternehmen nicht einmal bei den Kapitalgesellschaften zur Regel wird. Ein zur Einordnung der Befunde geeignetes relatives Maß der Finanzialisierung des Unternehmenssektors stellt die Börsenkapitalisierung eines Landes im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt dar. Auch dieser Indikator zeigt einen Anstieg der Finanzialisierung für einen begrenzten Zeitraum. Dies ist aber eine instabile Entwicklung unterbrochen von Gegenteilstendenzen und die resultierende Gesamtbewegung zeigt allenfalls eine moderate Finanzialisierung an. Die Kennzahl Börsenkapitalisierung in Prozent des BIP erlaubt auch internationale Vergleiche. Das allgemeine Niveau der Börsenkapitalisierung ist in Deutschland besonders niedrig, was vor allem im Vergleich zur Schweiz, dem UK und den USA auffällt. Dies ist vornehmlich darauf zurückzuführen, dass der Anteil börsennotierter Unternehmen gemessen an der Wirtschaftsleistung insgesamt relativ gering ausfällt, während umgekehrt ein großer Teil der Wirtschaftsleistung durch nicht-börsennotierte Unternehmen erbracht wird. Der Ländervergleich mit den USA zeigt sehr eindrücklich, dass beide Länder mit dem Finanzialisierungsanstieg in den 1990er Jahren ähnliche Entwicklungen durchgemacht haben, dass sich aber die grundlegenden Unterschiede im Grad der Finanzialisierung der Volkswirtschaften im Zeitablauf eher verstärkt haben. Dies ist nur einer von verschiedenen Belegen dafür, dass Länderunterschiede relevant bleiben.⁶⁹

⁶⁹ Streeck (2009: 226) hat pointiert und mit Blick auf die Literatur, die im Ländervergleich einmal festgestellte Unterschiede gewissermaßen einfriert, zurecht auf die Gefahr hingewiesen, die Gemeinsamkeiten (commonalities) kapitalistischer Entwicklung zu übersehen. Daraus sollte aber keine Geringschätzung einer umgekehrt „heilsamen“ Komparatistik abgeleitet werden. Gerade aus der Aufmerksamkeit für die nationalen, regionalen oder sonstige lokalen Unterschiede gesellschaftlicher Entwicklung und Organisation und der Analyse des Zustandekommens der jeweiligen „Abweichung“ lassen sich Hinweise dafür gewinnen, wie man unerwünschte „commonalities“ abmildern, verhindern oder beseitigen könnte (Faust 2011). Eine so verstandene Komparatistik ist auf alle Fälle heilsam gegenüber der Verführung, länderübergreifend geteilte Entwicklungsmomente zu reifizieren, d.h. zu Entwicklungsgesetzen des Kapitalismus zu machen - TINA von der anderen Seite.

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

Der „Zerfall“ oder die „Erosion der Deutschland AG“ (Höpner/Krempel 2003) ist zu einer geradezu sprichwörtlichen Kennzeichnung für einen Regimewechsel in der politischen Ökonomie Deutschlands geworden und steht für die Ablösung des „organisierten Kapitalismus“ (Höpner 2003) durch eine liberal-marktorientierte Variante. Die Erosionsthese stützt sich auf die Analyse der Eigentumsstrukturen der 100 größten Unternehmen in Deutschland, wie sie die Monopolkommission alle zwei Jahre in ihren Hauptgutachten vorlegt. Die 100 größten Unternehmen sind eine relevante Untersuchungseinheit, insofern diese Unternehmen für einen bedeutenden Teil der Wertschöpfung in Deutschland stehen (16 bis 20 Prozent); sie stellt aber nicht *die* „deutsche Wirtschaft“ dar. Einschränkend ist ferner festzuhalten, dass der Anteil der 100 größten Unternehmen an der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung im Zeitablauf leicht abnimmt. Die These der Erosion der Deutschland AG, gemessen an der sinkenden Anzahl der Beteiligungen der 100 größten Unternehmen untereinander und namentlich am Rückzug der großen Privatbanken und Versicherer aus Industrie- und Finanzbeteiligungen innerhalb dieses Kreises, wird durch die längere Zeitreihe bestätigt bzw. nicht widerlegt, wie man angesichts der oben diskutierten Datenprobleme vorsichtig formulieren muss. Der erneute Anstieg der Verflechtung, die das neueste Hauptgutachten anzeigt, geht auf einen Wechsel des Datenanbieters zurück, der fälschlicherweise die Anteile, die die Vermögensverwalter der großen Banken und Versicherern für andere verwalten, als Anteile der Banken und Versicherungen verbucht (vgl. auch Faust 2014). Allerdings ist die Auflösung des Verflechtungszentrums der „Deutschland AG“ nicht mit Finanzialisierung bedeutungsgleich, obwohl das in der rezipierenden Literatur oftmals als selbstverständlich unterstellt wird. So werden die 100 größten Unternehmen nach ihrem Anteil an der Wertschöpfung in Deutschland ausgewählt, damit sind die einbezogenen Unternehmen aber nur teilweise börsennotierte Unternehmen. Ergänzend zu den Daten, die die Monopolkommission zur Verfügung stellt, haben wir als Finanzialisierungsindikator geprüft, ob diese Unternehmen börsennotiert sind: einmal als deutsche Unternehmen direkt, einmal als Tochtergesellschaften ausländischer Unternehmen über die ausländische Obergesellschaft. Der so gemessene Anteil der börsennotierten Unternehmen an den 100 größten schwankt zwischen 54 und 63, allerdings ohne einheitlichen Trend. Zum Anfangs- und Endzeitpunkt der Messung sind es jeweils 54 börsennotierte Unternehmen; Zu- und Abnahmen des Anteils börsennotierter Unternehmen folgenden den Auf- und Abs der Börsenentwicklung insgesamt. Die Daten sind wegen der sich immer wieder verändernden Zusammensetzung des Samples schwer zu interpretieren. Mit dem von der Monopolkommission zur Verfügung gestellten Datenmaterial analysieren wir, inwieweit die für den „Finanzmarktkapitalismus“ idealtypisch unterstellte Eigentümerkonstellation institutionellen Streubesitzes gegeben ist. Die Kategorie „Über 50% Streubesitz“, die die Hauptgutachten verwenden, kann nur als unvollkommene Näherung für die Ei-

gentümerkonstellation des idealtypischen Finanzmarktkapitalismus genommen werden; üblicherweise nimmt man mindestens 75% Streubesitz an, damit Sperrminoritäten überstimmt werden können. Auch mit diesem (nur eingeschränkt brauchbaren) Indikator zeigt sich im Zeitablauf keine fortschreitende Finanzialisierung. Der Anteil der Unternehmen mit mehr als 50% Streubesitz nimmt jedenfalls nicht zu, sondern gemessen am Ausgangspunkt von 1990 sogar tendenziell ab. Auch der Wertschöpfungsanteil der Streubesitz-Unternehmen geht tendenziell eher leicht zurück. Insgesamt lässt sich aus den Daten über die Mehrheitsverhältnisse an den 100 größten Unternehmen im Zeitverlauf keine Diagnose wachsender Finanzialisierung (gemessen an der Kategorie Börsennotierung und/oder Streubesitz) des hier abgebildeten Unternehmenssektors ableiten, obwohl es zweifellos zu der beschriebenen Entflechtung im Sinne der „Erosion der Deutschland AG“-These gekommen ist. Die Hauptgutachten der Monopolkommission stellen aber in vielerlei Hinsicht keine gute Datengrundlage zur Beantwortung der Frage zur Verfügung, ob es zu einer verstärkten Kontroll-Finanzialisierung gekommen ist.

Das zu übersehen, schlägt sich verschiedentlich nieder. So mündet Wolfgang Streecks (2009: 77-89) kompakte Darstellung „Corporate Governance: the decline of Germany Inc.“ in dem einflussreichen Werk „Re-forming Capitalism“ in die Botschaft, dass Deutschland einen Prozess der Desorganisation und Liberalisierung durchlaufen hat. Die Desintegrationsthese bezieht sich explizit und nahezu ausschließlich auf die hier zur Debatte stehende Datengrundlage, die im MPIfG von verschiedenen Autoren in einer hauseigenen Datenbank ergänzt und ausgewertet wurden. Die Desintegrationsthese wird über die Verflechtungsanalyse hinaus noch mit anderen Argumenten unterfüttert, insbesondere dem Bedeutungsverlust der Industrie- und Wirtschaftsverbände, der auch Auswirkungen auf die Regulierung der Arbeit hat. Aber in Bezug auf die Unternehmen selbst argumentiert Streeck mit dem Rückgang der „cross-shareholdings“ unter den 100 größten Unternehmen und speziell dem Rückzug der großen Banken und Versicherungen als Anteilseigner. Im Hinblick auf die Einordnung der Ergebnisse und die Diagnose der Finanzialisierung als Kennzeichnung des im obigen Sinne disorganisierten Kapitalismus fehlt in der Streeckschen Darstellung jegliche Unterscheidung zwischen börsennotierten und nicht-börsennotierten Unternehmen im Kreis der 100 größten. Dies wird durch die Bezugnahme auf die Studie Höpners (2003) nahe gelegt, der aus dem 100er-Datensatz der Monopolkommission die 40 börsennotierten Nicht-Finanzunternehmen auswählte. Welcher Art die Zusammensetzung der Eigentümer auch der börsennotierten Unternehmen nach dem Niedergang der Deutschland AG ist, wird ebenfalls nicht betrachtet. Trotzdem bringt Streeck die Argumente ins Spiel, die üblicherweise mit der Börsennotierung und der Eigentümerstruktur des institutionellen Streubesitzes verbunden sind, nämlich dass die resultierende Börsen- bzw. Kapitalmarktabhängigkeit die Unternehmenspolitik verändert (zum Beispiel vermittelt über die Drohung mit feindlicher Übernahme).

So unterbleibt eine wirkliche empirische Überprüfung, inwieweit die Bedingungen für die Wirksamkeit der hypothetischen Mechanismen in dem Sample der 100 größten Unternehmen überhaupt zutreffend sind bzw. wofür die Rede von der Erosion der Deutschland AG eigentlich steht. Je enger man den Kern der (ursprünglichen) Verflechtung definiert, desto begrenzter wird aber auch die Reichweite der getroffenen Aussagen. Dem möglichen Vorwurf, dass eine Geschichtsschreibung, die sich nur auf den Kern der so definierten Deutschland AG bezieht, für eine Gesamtdiagnose zu eng sei, tritt Streeck in einer Fußnote (ebd.: 89) entgegen. Die hier getroffene Aussage, dass eine im hier betrachteten Buch aus Platzgründen nicht enthaltene Geschichte des deutschen Mittelstandes ebenso „a story of progressive disorganization“ wäre, gründet er auf zwei Argumente. Zum einen sei der wirtschaftliche Bedeutungsgewinn des Mittelstandes ein Ergebnis der Disorganisation der großen Unternehmen, zum anderen gerieten die mittelständischen Firmen im Zuge der Internationalisierung als Zulieferer unter steigenden Druck von Seiten der großen Endhersteller. Diese Argumente sind sicherlich teilweise zutreffend. Welchen *Stellenwert* diese beiden Argumente aber wirklich haben, ist strittig oder kann gar nicht beurteilt werden. Auffallend ist jedenfalls, dass bei all diesem die Börsennotierung, die Eigentumsstruktur und damit der Grad der Kapitalmarktexposition der betrachteten Unternehmen keinerlei Rolle spielt. Für die Vorzeigebbranche des deutschen Exportmodells, die Automobilindustrie, mit ihren weiterhin stark national ausgeprägten Hersteller-Zuliefererbeziehungen könnte jedenfalls zu denken geben, dass unter den Endherstellern (VW mit seinem Markenuniversum, BMW und Daimler) die Unternehmen in Familien- respektive öffentlichem Eigentum (trotz Börsennotierung) vorherrschen (VW, BMW). Auch unter den großen Zulieferern, die drei der fünf weltweit größten Automobilzulieferfirmen stellen, sind zwei nicht-börsennotierte Stiftungsunternehmen zu finden, nämlich Bosch und die ZF, die gerade ein amerikanisches börsennotiertes Unternehmen aufgekauft hat und so in die Riege der weltweit fünf Größten aufgestiegen ist. Der dritte Großzulieferer ist ein börsennotiertes Unternehmen, das sich von einem Unternehmen in Streubesitz zu einem börsennotierten *Familienunternehmen* gewandelt hat, nämlich Continental nach der Übernahme durch die Schaeffler Gruppe.

5.3 Konstellationen mit Ankerinvestoren nehmen ab, aber bleiben relevant

Wie sich die Eigentümerstruktur börsennotierter Unternehmen im Hinblick auf die Zusammensetzung der verschiedenen Kategorien von Aktionären entwickelt, insbesondere welchen Anteil hieran Finanzinvestoren aufweisen, und ob die börsennotierten Unternehmen stark dem Kapitalmarkt exponiert sind, weil sie keinen potentiell schützenden Ankerinvestor aufweisen, das sind zwei wichtige Indikatoren der Kontrollfinanzialisierung, die die Datengrundlage, die die „Erosion der Deutschland AGs“ belegt, nicht liefert. Zur Beantwortung dieser Frage gibt es verschiedene, mehr oder weniger gut geeignete Datengrundlagen. Die Daten aus der *Finanzierungsrechnung der Deutschen Bundesbank*, die vielfach (Fichtner 2009;

Vitols 2005; Deeg 2011) zu Rate gezogen wurden, um die durchschnittlichen Anteile verschiedener Aktionärskategorien am Aktienbesitz zu ermitteln, erweisen sich als ungeeignet, da sie erst ab 2013 den Besitz an inländischen, börsennotierten Aktien getrennt ausweisen. Frühere Verwendungen dieser Daten umfassen auch ausländische börsennotierte Aktien und/oder auch nicht börsennotierte Aktien.⁷⁰ Diese Daten sind als Finanzialisierungsindikator nicht geeignet. Die hierfür korrekten Daten sind erst ab 2013 verfügbar, so dass bislang keine längere Zeitreihe vorliegt. Die neueren, korrekten Daten aus dieser Datenquelle weisen aber im Hinblick auf den Ausweis des Anteils von Finanzinvestoren einige Mängel auf, vor allem weil die in 2013 und 2014 deutlich über 50% ausmachende Auslandskategorie nicht aufgeschlüsselt werden kann.

Erst ab 2005 stehen die Daten aus der *Meldepflicht der Depotbanken über ihre Wertpapierbestände* für eine Analyse der durchschnittlichen Zusammensetzung der Aktionäre von inländischen börsennotierten Unternehmen zur Verfügung. Diese Daten eignen sich wegen des begrenzten Zeitraums für die hier angestrebte Langfristbeobachtung nur bedingt. Dafür werden aber eindeutig inländische börsennotierte Aktien erfasst und im Gegensatz zu den Daten der Monopolkommission werden die Anteile von Investmentfonds, als „Sondervermögen“ erfasst, gesondert ausgewiesen und nicht Banken oder Versicherungen als Obergesellschaften (sofern die Vermögensverwalter Tochtergesellschaften derselben sind) zugerechnet. Die Analyse zeigt für den verfügbaren Zeitraum von 2005 bis 2014, dass der Inländeranteil in der Finanzkrise auf einen Höchstwert von 48,4% ansteigt und danach auf knapp 43% abfällt, zwangsläufig durchläuft der Ausländeranteil die entsprechende Gegenbewegung. Im Inland geht der Anteil der privaten Haushalte ebenso zurück wie die Anteile von Investmentfonds unter den finanziellen Investoren, während der Anteil der „nicht-finanziellen Investoren“ erheblich schwankt, aber tendenziell in der Gesamtbewegung wächst. Unter Berücksichtigung diverser Mess- und Zuordnungsprobleme lässt sich im eingeschränkten Beobachtungszeitraum für die inländischen Aktionäre jedenfalls keine Erhöhung des Anteils der finanziellen Investoren feststellen, eher das Gegenteil. Ob dieser wichtige Finanzialisierungsindikator auf Unternehmensebene insgesamt in diese Richtung weist, lässt sich aber nicht beantworten, weil die tendenziell wachsende Ausländer-Kategorie nicht weiter aufgeschlüsselt werden kann. Es spricht einiges dafür, dass sich unter der Rubrik Ausland viele Anteile von Investmentfonds (incl. Pensionsfonds und Hedge Fonds) finden lassen. Zum Ausland gehören aber auch Staatsfonds, die in unterschiedlicher Weise agieren, und (sonstige) strategische Investoren.

Beide Datensammlungen liefern folglich aus verschiedenen Gründen keine gute Datenbasis, um den Finanzialisierungsgrad im Hinblick auf die Eigentümerstruktur im gesamten

⁷⁰ Hierdurch wird der Anteil der inländischen Nicht-Finanzunternehmen als Aktionäre erheblich überschätzt.

Untersuchungszeitraum verlässlich zu messen. Beiden Datensammlungen erlauben es vor allem nicht, die Existenz von Ankerinvestoren festzustellen, da sie beide auf Durchschnittsbetrachtungen nach Aktionärgattungen beruhen und die Konstellationen auf Ebene des Einzelunternehmens sich so nicht entschlüsseln lassen.

Letzteres kann nur erfasst werden, wenn man unternehmensbezogen die Daten der Aktionärsstruktur auf Basis vorhandener Datenquellen (BAFin, kommerzielle Datenanbieter) auswertet. Im Rahmen der vorliegenden Studie wurde 2014 eine Stichtagsuntersuchung zu den DAX-Unternehmen durchgeführt, die mit ähnlich gelagerten Untersuchungen aus den Jahren 1990/91, 1995-2006 und 2008 verglichen werden kann. In Anlehnung an Fichtner (2009) erfassen wir neben der De-Jure Sperrminorität auch die De-facto Sperrminorität unter Berücksichtigung der jeweiligen Hauptversammlungspräsenz. Rund 58 Prozent der erfassten börsennotierten Unternehmen haben 2014 einen De-jure und rund 71 Prozent einen De-facto Blockholder. Allerdings liegt der Anteil der Unternehmen mit Ankerinvestor bei den eher großen Unternehmen des DAX30 niedriger (30 bzw. 57 Prozent). Zu Beginn der 1990er Jahre waren die entsprechenden Werte aus den Untersuchungen von Franks/Mayer (2001) mit rund 85 Prozent und Jenkinson/Ljungqvist (2001) mit 87 Prozent noch wesentlich höher, während sie nach Ampenberger (2010) in den Jahren von 1995 (88 Prozent) über 2000 (77 Prozent) bis 2006 (67 Prozent) sukzessive sanken. Nach Fichtner (2009) ist der De-jure Wert auf rund 56 Prozent abgesunken. Der De-facto Wert, der von den früheren Studien nicht ermittelt wurde, liegt im Jahr 2008 bei 69 Prozent. Das bedeutet, dass im Vergleich der Daten von 2008 (Fichtner 2009) und 2014 (SOFI) der Anteil der Ankerinvestoren wieder angestiegen ist; er bleibt aber deutlich unter den Werten von 1990/91. So erhalten wir bezüglich dieses zentralen Finanzialisierungsindikators eine gemischte Aussage, je nachdem an welchen Erwartungen wir uns orientieren. Der deutliche Rückgang der Anzahl von Unternehmen mit einem Ankerinvestor im gesamten Zeitraum von 1990 bis 2014 zeigt eine fortschreitende Finanzialisierung oder Desorganisation an. Allerdings scheint der Wert schon niedriger gewesen zu sein, so dass es zumindest zeitweise auch eine Gegenbewegung gegeben haben muss. Gemessen an der idealtypischen Konstellation, einer neuen Formation namens „Finanzmarktkapitalismus“, die durch „institutionellen Streubesitzes“ gekennzeichnet ist, handelt es sich aber weiterhin um eine eher begrenzte Finanzialisierung, wenn unter den börsennotierten Unternehmen, deren Anzahl selbst stagniert, deutlich mehr als die Hälfte weiterhin einen Ankerinvestor aufweist – erst recht gilt diese Aussage, wenn wir die De-facto Sperrminorität berücksichtigen, die zwei Drittel der Unternehmen aufweisen. Die zusätzlich zu Rate gezogene Studie zu börsennotierten Familienunternehmen (Achleitner et al. o.J.), die die Jahre 1998 bis 2008 abdeckt und ein größeres Sample aus börsennotierten Unternehmen umfasst, bestätigt insgesamt die hohe Eigentümerkonzentration und zeigt, dass ein erheblicher Teil der Ankerinvestoren aus Familien bzw. Unternehmensgründern besteht (zwischen

26 und 39 Prozent im Zeitverlauf nach der engen Definition), das Phänomen Ankerinvestor aber nicht darin aufgeht. Ankerinvestoren haben eine sehr heterogene Herkunft, neben Familien und Gründern, auch Stiftungen und Genossenschaften, deutsche Gebietskörperschaften, deutsche und ausländische Nicht-Finanzunternehmen, Banken, Versicherungen und ausländische Staatsfonds bzw. Staaten, wie unsere eigene Analyse aus 2014 zeigt.

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

5.4 Profit-Finanzialisierung – eine ergänzende Betrachtung

Die bisherigen Aussagen zur Einordnung unserer Befunde betreffen die Kontrollfinanzialisierung. In jüngerer Zeit, vor allem im Gefolge der Weltfinanzkrise, hat die sogenannte Profit-Finanzialisierung (bezugnehmend auf Deeg 2011) Aufmerksamkeit erzeugt. Krippner (2011: 27) hat in diesem Sinne Finanzialisierung als die „wachsende Bedeutung von finanziellen Aktivitäten als eine Quelle von Profit in der Wirtschaft“ definiert und die substantiellen Arbeiten für die US-Entwicklung vorgelegt. Ein Teilindikator, nämlich der Anteil der Profite, die Nicht-Finanzunternehmen aus Finanzanlagen erzielen, könnte selbst als ein Ausfluss der Kontroll-Finanzialisierung angesehen werden.⁷¹ Die Berichterstattung hierüber ist selbst nicht Gegenstand dieses WP, kann aber zur Einordnung der hier vorgetragenen Befunde hilfreich sein. Solche Indikatoren wurden als verursachende Faktoren in Untersuchungen zu den Effekten der Finanzialisierung auf die Verhandlungsmacht von Arbeitern bzw. Gewerkschaften und vermittelt darüber auf die Einkommensungleichheit herangezogen.⁷² Die Entwicklung der

⁷¹ Nach Froud et al. (2006), die diese Praktiken in den Fallstudien zu Ford und General Electric ausführlich analysieren, ist der Ausbau des Finanzgeschäfts *eine* mögliche, aber keine notwendige strategische Bewegung des Managements unter den Bedingungen des gegenwärtigen Kapitalismus in den USA und UK, um allzu einfachen Vergleichsmöglichkeiten am Kapitalmarkt zu entkommen und sich Manövrierspielraum zu bewahren.

⁷² Ein Schwerpunktheft der Socio-Economic Review (13(3), 2015) der Gastherausgeber Kornrich und

Profit-Finanzialisierung in Deutschland (soweit dokumentiert), zeigt im Vergleich zur Kontrollfinanzialisierung sogar ein noch stärker abweichendes Muster gegenüber dem US-Vergleichsfall. Während etwa die berichtete Entwicklung der Börsenkapitalisierung im Verhältnis zum BIP s.o.) noch als Gemeinsamkeit der kapitalistischen Entwicklung trotz fortbestehender Unterschiede im Niveau interpretiert werden konnte, zeigen zentrale Indikatoren der Profit-Finanzialisierung den Studien von van Treeck et al. (2007) und Deeg (2011) folgend, eine sich vergrößernde Differenz zwischen Deutschland und den USA im gleichen Zeitraum an. Zentrale Indikatoren der Finanzialisierung, die Krippner (2005, 2011) für die USA herausgestellt hat, folgen nach van Treeck et al. (2007) in Deutschland nicht dem gleichen Trend, sondern sind geradezu gegenläufig (siehe die Schaubilder A5.1 im Anhang). So steigt von 1960 bis 2005 in den USA das Verhältnis der Bruttowertschöpfung und der Unternehmensgewinne von finanziellen zu nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften tendenziell über den gesamten Zeitraum an; besonders dramatisch ist dort die relative Gewinnentwicklung zu Gunsten der finanziellen Kapitalgesellschaften seit Ende der 1990er Jahre. Ganz anders die Entwicklung der gleichen Größen in Deutschland (ab 1980 gemessen). Die Verteilung der Bruttowertschöpfung bleibt über den gesamten Zeitraum nahezu konstant, allenfalls leicht abfallend. Die Unternehmensgewinne des Finanzsektors haben sich gegenüber denen der nicht-finanziellen Sektoren im Gegensatz zu den USA sogar umgekehrt entwickelt. Sie fallen relativ ab Mitte der 1980er Jahre für den gesamten Zeitraum des dramatischen Anstiegs dieser Größe in den USA. In der Spitze liegt der Indikator Unternehmensgewinne finanziell/nicht-finanziell in den USA bei einem Wert von 0,7, am Ende des Betrachtungszeitraums bei 0,5. In Deutschland liegt der gleiche Wert am Ende unter 0,25; der Spitzenwert während der 1990er Jahre erreicht nur 0,35 (vergleiche Tabellen A.5 im Anhang). Was die „commonalities of capitalism“ (Streeck 2009: 226) angeht, sind diese Kennzahlen im Vergleich der beiden Länder eher in den 1980er Jahren auf gleichem Niveau, dann erst entwickeln sie sich dramatisch auseinander. Ähnliche Ergebnisse liefert der Vergleich des Finanzialisierungsgrades zwischen Deutschland und Großbritannien, die Deeg (2011) vorgenommen hat. Was den Indikator „Corporate profits from financial activity“ angeht, berichtet Deeg (2011: 128) einen tendenziell sinkenden prozentualen Anteil im Zeitraum von 1994 (deutlich über 45%) bis 2006 (rund 25%).

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

Eingangs hatten wir vorgeschlagen, verschiedene Dimensionen der Finanzialisierung zu unterscheiden. Dabei folgen wir einem analytischen Zugriff (Beckert 2010 folgend), wonach

Hicks (2015) widmet sich „The rise of finance: causes and consequences of financialization“. Darin befassen sich drei Aufsätze mit den „Wirkungen“ von Finance auf die Einkommensungleichheit, die Verhandlungsposition der Lohnempfänger bzw. Gewerkschaften und die Arbeitsmarktinstitutionen: Flaherty (2015), Alvarez (2015) und Darcillon (2015). Die dort vorgestellten Studien sind aber nicht geeignet, Aussagen über den deutschen Fall zu treffen.

ökonomische Akteure generell und so auch kollektive Akteure wie Unternehmen in dreierlei Hinsicht „eingebettet“ sind: (1) *strukturell in personale und organisationale Netzwerke* von Beziehungen, die Ressourcen, Ideen und Gelegenheiten bereit stellen, aber auch Loyalitätsverpflichtungen, Abhängigkeiten und kognitive Beschränkungen mit sich bringen, (2) in feldbezogen ausgeprägte institutionelle Regeln, die Rechte begründen und Handlungsweisen autorisieren, aber auch andere Handlungsweisen untersagen und delegitimieren und damit auch bestimmte Akteurstypen konstituieren, und (3) kognitive Rahmungen, die als Ideen und Konzepte oft mehr nahe legen als präzise vorschreiben, wie in bestimmten institutionellen Kontexten gehandelt werden kann und soll. Jede dieser drei Strukturierungen ist eigenständig relevant, aber alle drei Strukturierungen sind gemeinsam, d.h. verschränkt wirksam. In diesem Working Paper steht die strukturelle Einbettung im Vordergrund. Aber erst die Zusammenschau der drei Dimensionen und die Berücksichtigung der verschiedenen Dimensionen im Zusammenspiel auf der Unternehmensebene ergibt das Gesamtbild. Daher unternehmen wir hier einen knappen Versuch einer solchen mehrdimensionalen Zusammenschau (siehe auch Faust 2013). Hiermit stellen wir auch heraus, dass das Unternehmen prinzipiell nicht nur finanzialisiert sein kann; es ist immer multipel in Netzwerke eingebettet, verschiedenen, auch konfliktären institutionellen Regeln und ebensolchen Ideen und Konzepten ausgesetzt. Dies hat auch Konsequenzen für die komplexe Frage, welche Wirkungen von der Finanzialisierung ausgehen, im guten wie im schlechten Fall.

Eigentumsstrukturen und den Wandel der Zusammensetzung der Aktionäre lässt sich während der 1990er Jahre eine (moderate) Ausdehnung des Sektors börsennotierter Unternehmen beobachten, die sich vor allem am Börsensegment des „Neuen Marktes“ vollzieht, aber auch durch spektakuläre Privatisierungen ehemaliger Staatsunternehmen befördert wird. In den großen börsennotierten Unternehmen des Verflechtungszentrums der Wirtschaft vollzieht sich die Auflösung der Deutschland AG, manifestiert nicht zuletzt im Rückzug der großen Banken und der Allianz-Versicherung als Eigentümer und Aufsichtsräte. Dies war durch sinkende Renditen im umkämpften Kredit- und Privatkundengeschäft und außergewöhnliche Renditeaussichten im globalen Investmentbanking motiviert, das sich mit der Insiderrolle in der Deutschland AG nicht verträgt. Auch in den großen, oft breit diversifizierten Industrie-Konzernen kommt es zu Entflechtungen im Zuge der Konzentration auf Kerngeschäfte, so dass auch die Industrie-Industrieverflechtungen abnehmen. Den (partiellen) Wandel von einem Insider- zu einem Outsider-System der Corporate Governance zeigt der parallele Aufstieg des institutionellen Investors als „neuem Eigentümer“ an. Ausländische Investoren fühlten sich besser informiert und geschützt und wittern neue Anlagemöglichkeiten, während in Deutschland selbst das Aktiensparen in der Form des Aktienfonds für ein breiteres Publikum eine Zeitlang an Popularität gewinnt, gestützt durch öffentliche Förderung einer ergänzenden, kapitalgedeckten Altersvorsorge. Ein Teil der deutschen Großunternehmen,

darunter einige der Flaggschiffe wie Siemens, Bayer, BASF oder Daimler repräsentieren seither den Strukturtyp institutioneller Streubesitz, der eine der Voraussetzungen für die disziplinierende Wirkung eines Marktes für Unternehmenskontrolle herstellt. Einzelne spektakuläre Fälle feindlicher Übernahmen bestärken diese Drohkulisse (Höpner/Jackson 2001). Institutionelle Investoren nehmen auch außerhalb der formalen Arenen der CG („behind the scenes“) Einfluss, nicht zuletzt in den Einzelgesprächen mit Vorständen und agieren somit nicht wie die passiven Privataktionäre des Managerkapitalismus (Faust et al. 2011a; Faust i.E.).

Aber einschränkend bleibt festzuhalten: der Sektor der börsennotierten Unternehmen, der überhaupt Shareholder kennt, bleibt vergleichsweise klein und wird nach dem Höhepunkt der „New Economy“ wieder kleiner. Selbst unter den größten, multinationalen Unternehmen gibt es Stiftungs- und Familienunternehmen, die schon aufgrund der Rechtsform nicht dem Einfluss institutioneller Investoren als Anteilseigner unterliegen. Trotz der Auflösung der Deutschland AG finden sich auch unter den größten börsennotierten eine beträchtliche Zahl von Unternehmen mit einem stabilen Ankerinvestor; dies gilt erst recht für breiter gefasste Indizes deutscher inländischer börsennotierter Unternehmen. Selbst unter den börsennotierten Unternehmen, erst recht in der gesamten Volkswirtschaft spielen Familien und Gründer weiterhin eine bedeutsame Rolle, teils als Unternehmensführer selbst, teils als strategische Eigentümer. Entsprechend unterentwickelt ist der „Markt für Unternehmenskontrolle“⁷³ und die damit in Verbindung gebrachte Möglichkeit, „Finanzmarktlogiken“ auf die Unternehmen zu übertragen (nach Windolf 2005a). Somit ist die Reichweite der für das Shareholder Modell typischen Eigentümerstruktur begrenzt (Gourevitch/Shinn 2005) und in der deutschen Wirtschaft gibt es strukturell bedingt unterschiedliche Corporate Governance-Systeme nebeneinander (Deeg 2005).

In der Finanzialisierungsliteratur geht zudem häufig unter, dass auch das finanzialisierte Unternehmen immer auch in andere als Finanz-Märkte und Beziehungsstrukturen eingebettet ist und sich weiterhin in Produkt- und/oder Dienstleistungsmärkten behaupten muss.⁷⁴ Auch Kunden und Zulieferer erheben Ansprüche und können je nach Machtverteilung im Feld diese zu Lasten der Ansprüche der Aktionäre durchsetzen (Froud et al. 2006; Faust et al. 2011a).⁷⁵ So legen einige Autoren nahe, dass die Finanzialisierung des Unternehmens

⁷³ Diese Feststellung Lanes von 2003 kann mit neueren Daten nur bestätigt werden.

⁷⁴ So liefert Scheuplein (2012) eine überzeugende Analyse des Scheiterns bestimmter (Wachstums)strategie von Private Equity Investoren, die die vermachteten Strukturen des Automobilzuliefermarktes nicht aufbrechen können.

⁷⁵ Nach Froud et al. (2006: 94-98) führt das Bestreben des individuellen Managements, Wertsteigerungen zu erzielen, in Produktmärkten mit ausgeprägtem Wettbewerb dazu, dass durch das gleichgerichtete Handeln der Gruppe von Firmen die „Gewinne“ („benefits“) an die Kunden weiter gereicht werden. So könne das Management zwar firmenbezogen „moves“ vollziehen und damit den Eindruck unaufhörlicher Aktivität und Initiative erzeugen, aber aufgrund der „constraints“ des Wettbewerbs auf den Produktmärkten haben die individuellen Firmen nur wenige Hebel, um die finanziel-

dazu führt, dass das Management kurzfristige finanzielle Ergebnisse aufpoliert, um den Börsenkurs des Unternehmens zu stützen, dafür auch Investitionen für innovative Projekte kürzt und damit langfristig die Wachstums-, womöglich auch die Überlebensmöglichkeiten des jeweiligen Unternehmens untergräbt (etwa Deutschmann 2008). Wenn man in die Analyse einbezieht, dass in bestimmten Branchen bzw. für Unternehmen mit bestimmten Wettbewerbspositionen Innovation bzw. Innovativität einen zentralen Wettbewerbsparameter darstellt, dann sind solchen Strategien der Aktionärsberuhigung Grenzen gesetzt, zumal sich die Kapitalmarktakteure selbst, Analysten und Fondsmanager, „ausrechnen“ können, dass die „Wertsteigerungspotentiale“ von solchen innovationsabstinenten Firmen schwach sind.⁷⁶ Auch im Hinblick auf die Frage, ob die Finanzialisierung die Verhandlungsposition von Arbeitnehmern und Gewerkschaften untergräbt und so zu Effekten wie ungleicher werdender Einkommensverteilung beiträgt, ist die Tatsache, dass Unternehmen multipel eingebettet sind von zentraler Bedeutung. Die „Globalisierung“ der güterwirtschaftlichen, aber auch dienstleistungsbezogenen Produktions- und Beschaffungsmöglichkeiten (vgl. Faust et al. 2004) gilt zu Recht als ein wesentlicher Faktor, der die Verhandlungsmacht von Arbeitnehmern und ihren Vertretungen beeinflusst und darüber vermittelt in verschiedener Hinsicht (Lohnhöhe, Beschäftigung, Karrieremöglichkeiten) auch die Teilhabechancen von Lohnabhängigen. Die Ausprägung der Bedingungen von Produktions- und Beschaffungsinternationalisierung, die Möglichkeiten der Unternehmen von diesen Bedingungen Gebrauch zu machen oder sich ihnen zu entziehen, wenn sie sie als Bedrohung wahrnehmen, variieren aber unabhängig von der „Globalisierung“ der Finanzmärkte und namentlich der Verbreitung der Kontroll-Finanzialisierung (vgl, auch Haipeter 2016: 34; Lehndorff 2016).⁷⁷

len Resultate anzuheben. Dass Firmen durch ihre Strategien in die Lage versetzt werden, auf eine Industrie und ihre Regeln grundlegend einzuwirken, so dass sie sich den Restriktionen des Wettbewerbs entziehen können, sei aber die rare Ausnahme: „most firms most of the time cannot act upon the industry“ (96, Hv. d.d.V.), weil zum Beispiel strukturelle Machtungleichgewichte zu Lieferanten oder Kunden nicht überwunden werden können. Zudem seien viele Problemlösungen derart, dass sie in kurzer Zeit von Wettbewerbern nachgeahmt werden können.

⁷⁶ Hierfür haben wir Belege aus den Fallstudien des Projekts „Finanzmarktorientierung und Mitbestimmung“ aus der vergleichenden Analyse zweier Automobilunternehmen aus dem Premium-Segment mit unterschiedlichen Eigentümerkonstellationen. Die Eigentümerkonstellation mit stabilem Ankerinvestor erlaubt dem Management in Innovationsfragen einen langen Atem, während in der Konstellation mit starker Kapitalmarktexposition die Versuchung größer ist, Innovationsvorhaben zu verschieben oder auszutrocknen. Dennoch ist auch in der zweiten Konstellationen allen Beteiligten klar, dass das Unternehmen nur reüssieren kann, wenn es im angestammten Marktsegment im Innovationswettbewerb an vorderer Stelle rangiert. Im Einzelnen gibt es diesbezüglich immer Interpretationsmöglichkeiten und daher auch die Möglichkeit unterschiedlicher Prioritätensetzung bei der Mittelverwendung und den konkreten Projekten (was genau muss dafür getan werden, muss man parallel verschiedene Entwicklungslinien gleichermaßen vorantreiben, was muss man eigenständig, was kann man in Koalitionen betreiben), aber in beiden Unternehmen mit den unterschiedlichen Eigentumskonstellationen teilen die maßgeblichen Personen in Management und Aufsichtsrat eine Sicht, worauf es in dieser Branche ankommt. Das entgeht auch Analysten und Fondsmanagern nicht gänzlich.

⁷⁷ In Deutschland ist eine der am frühesten globalisierten Industrien die Bekleidungsindustrie, die bis

Dieses Muster von Finanzialisierung (mit begrenzter Reichweite), Gegenbewegung⁷⁸ und widersprüchlichen Elementen, findet sich wieder, wenn wir die anderen, hier nicht mit Daten(reihen) belegten Dimensionen der Kontroll-Finanzialisierung betrachten.⁷⁹

Eine Reihe von *institutionellen Regeln* sowohl der Aktiengesellschaft als auch des Kapitalmarkts werden seit den 1990er Jahren aktionärsfreundlicher ausgestaltet (siehe insgesamt hierzu Höpner 2003, 2007; Deeg 2005, Riekers/Spindler 2004; zusammenfassend Faust et al. 2011: 29-46, 395-424; Faust 2011). Die Unternehmen unterliegen erhöhten externen Anforderungen an Transparenz und Rechenschaftslegung, worüber auch das Verstecken von Reserven im Interesse von Gläubigern und anderen Stakeholdern erschwert wird; durch die Abschaffung von Höchst- und Mehrfachstimmrechten wird das Prinzip „one share – one vote“ verwirklicht, wodurch die Rechte von Minderheitsaktionären gegenüber „Blockholdern“ und dem Management gestärkt werden sollen; Insidergeschäfte werden verboten und wirkungsmächtiger überwacht, um insbesondere ausländischen Investoren den deutschen Kapitalmarkt schmackhafter zu machen; den Unternehmen wird das Instrument der Aktienrückkaufprogramme als neue Form der Ausschüttung von Überschüssen an die vorhandene Aktionäre an die Hand gegeben; bei der Vorstandsvergütung wird das Instrument der Aktienoptionen vorgesehen, das im Einklang mit der Agenturtheorie die Interessen der Vorstände an die Interessen der Aktionäre koppeln soll. Nicht zuletzt werden die Möglichkeiten der Banken eingeschränkt, Aufsichtsratsmandate wahrzunehmen und Stimmrechte als Depotbanken nach eigenem Gutdünken wahrzunehmen. Aber auch bezüglich der *institutionellen Regeln* koexistieren widersprüchlicher Elemente. Trotz aktionärsfreundlicher Reformen bleibt es beim pluralistischen Konzept des Unternehmens; der Vorstand bleibt dem langfristigen Gedeihen des Unternehmens verpflichtet und nicht den Interessen *eines* Stakeholders, den Aktionären. Trotz erheblicher Anfeindungen bleibt die Unternehmensmitbestimmung unangestastet und somit ein Hindernis für eine ultimative Kontrolle der „Residualeinkommensempfänger“ (Aktionäre), wie es die Agenturtheorie des Unternehmens vorsieht. Namentlich nach den Erfahrungen der Finanz- und Wirtschaftskrise hat sich die politische Legitimität der Mitbestimmung eher noch gefestigt. Die Stärkung des Aufsichtsrats gegenüber dem Vorstand (etwa durch die Verankerung „zustimmungspflichtiger Geschäfte“) kommt auch den Arbeitnehmervertretern im Aufsichtsrat zugute (Jürgens et al. 2008) wie generell die erweiterten

auf wenige Reste im Inland keine industrielle Beschäftigung mehr aufweist und oft auch im Ausland nicht mehr in eigenen Werken produzieren lässt (Faust 2005), sehr weitgehend durch Familienunternehmen gekennzeichnet. Börsennotierte Unternehmen spielen kaum eine Rolle, allenfalls einige Private Equity Unternehmen.

⁷⁸ Durchaus im Sinne von „countermovements“ (Polanyi) zu verstehen; siehe auch Lehndorf 2016.

⁷⁹ Zu jeder dieser Dimensionen gibt es einen mehr oder weniger umfassenden Forschungsstand bezüglich der deutschen Verhältnisse. Hier kann nur ein Versuch unternommen werden, ein grobes Bild zu zeichnen. Die jeweiligen Berichtsgegenstände sind auch ganz unterschiedlich gut in einfache und dennoch aussagekräftige Indikatoren zu überführen, die zudem noch einer institutionalisierten Dauerbeobachtung unterliegen sollten.

Transparenzanforderungen, die „kommunikative Dimension“ des Shareholder Value ambivalent sind (Höpner 2003). Es kommt aber auch zu Korrekturen im Zeitablauf: Nach den Erfahrungen der globalen Finanzkrise werden die Regeln für die Vorstandsvergütung in der Absicht korrigiert, Kurzfristorientierung zu vermeiden. Kurzum, es handelt sich um eine „institutionelle Rekonfiguration“ widersprüchlicher Elemente (Jackson 2005).

Im Hinblick auf die Wirkungen der Finanzialisierung auf Arbeit, Beschäftigung, Löhne und Verteilungsrelationen (vgl. Haipeter et al. 2016; Kornich/Hicks 2015) müssen andere institutionelle Regelungskomplexe wie die Arbeitsgesetzgebung, die sektoralen, überbetrieblichen und betrieblichen Regeln der industriellen Beziehungen als Regelungskomplexe angesehen werden, die einer eigenen politischen Agenda folgen, in eigenen Arenen ausgehandelt werden und eigenständig auf der Unternehmens- bzw. Betriebsebene wirken. Keinesfalls sollten sie als ein bloßes Anhängsel der Finanzialisierung behandelt werden (vgl. auch Haipeter 2016: 34).⁸⁰ Parallel zur Finanzialisierung verlaufende Prozesse der „Liberalisierung“ auf dem Arbeitsmarkt bzw. bezüglich der Institutionen der Erwerbsarbeit, die durch geteilte „neoliberale“ Hintergrundsüberzeugungen gestützt werden, sind in verschiedenen Sektoren der Wirtschaft unterschiedlich ausgeprägt (etwa die Erosion der Flächentarifverträge). Diese unterschiedlichen Grade der Liberalisierung bzw. „Abdeckung“ durch dekommodifizierende Institutionen folgt aber nicht den Graden der Kontroll-Finanzialisierung. Insbesondere in den großen, börsennotierten Unternehmen ist die Abdeckung durch Flächentarifverträge, die gewerkschaftliche Verhandlungsmacht gestützt auf Organisationsgrade und die Machtposition der betrieblichen Mitbestimmungsträger tendenziell eher höher als in den nicht-finanzialisierten Sektoren.⁸¹ Umgekehrt wirkt die durch institutionelle Reformen ermöglichte bzw. erleichterte Durchsetzung atypischer und prekärer Beschäftigung in finanzialisierten und nicht- oder weniger-finanzialisierten Sektoren gleichermaßen und es bleibt der fall-

⁸⁰ Die Formulierung, zwischen den Institutionen des „Finanzmarktkapitalismus“ und der Arbeit (Arbeitsorganisation und Arbeitsregulierung) gebe es ein „neues Ensemble institutioneller Entsprechungsverhältnisse“ (Haipeter 2016: 17) engt unseres Erachtens die Analyse vorschnell ein. Das „Entsprechungsverhältnis“ lässt sich vermutlich besser auf der Ebene der übergeordneten Leitideen finden. Die substantiellen Analysen in Haipeter et al. (2016) belegen dann auch mehr Eigenständigkeit bzw. Entkopplung der verschiedenen Regulierungs- bzw. Strukturierungsebenen bzw. –domänen. Wir favorisieren die knappe Formel: Finanzialisierung “has effects that are conjunctural, contradictory and non-totalising” (Savage/ Williams 2008: 9).

⁸¹ Solche Aussagen sind überwiegend fallstudiengestützt (Streeck/Höpner 2003; Faust et al. 2011) oder beziehen sich auf die großen börsennotierten Unternehmen der (ehemaligen) Deutschland AG (Höpner 2003). Mit großen Fallzahlen operierende Studien sind uns hierzu für Deutschland nicht bekannt. Anekdotische Evidenz legt jedenfalls nahe, dass einige der miesesten Jobs (einschließlich illegaler Beschäftigungsformen), man denke an die fleischverarbeitende Industrie in ländlichen Regionen Niedersachsens, in familiengeführten Unternehmen beheimatet sind, die nach gängigen Kriterien nicht-finanzialisiert sind. Die Profite erzielen diese Unternehmen aus eben diesen in doppelter Hinsicht „anrühigen“ Geschäften und so sind sie gar nicht auf „finanzielle Aktivitäten als eine Quelle von Profit“ (Krippner 2011: 27) angewiesen, wiewohl sie vermutlich entnommene Gewinne auch anderswo verzinsen lassen.

weisen Analyse überlassen, in welchem Zusammenspiel unterschiedlicher Einflussfaktoren Verschlechterungen oder Verbesserungen von Teilhabemöglichkeiten erzeugt werden.

Im Hinblick auf die *kognitiv-kulturelle Dimension*⁸² lässt sich seit den 1990er Jahren ein Wandel der Leitideen der Unternehmensführung und –aufsicht beobachten, der zugleich das Rüstzeug für die Reformen auf institutioneller Ebenen bereit stellt als auch die Akteure auf der Unternehmensebene mit neuen Rechtfertigungs- und Begründungsordnungen ausstattet. Es verbreiten sich seit den 1990er Jahren *neue Konzepte des Unternehmens und der Unternehmensführung* in Wissenschaft, Unternehmensberatung und Management (Kädtler 2009, 2010). Die Agenturtheorie des Unternehmens, die den Vorrang der Aktionärsinteressen begründet, findet Unterstützer und das Shareholder Value Konzept findet Resonanz im Management. Was genau darunter zu verstehen ist, variiert in den Selbstdarstellungen der Praxis wie in den wissenschaftlichen Kategorisierungen. Üblicherweise gehören die folgenden Elemente dazu: die Definition einer kapitalmarktadäquaten Zielrendite (mit der ein Überschuss über die Kapitalkosten verdient werden kann) und daran gebundener Zielvereinbarungs- und Belohnungssysteme, die diese Zielrendite operativ verbindlich machen sollen; die systematische Pflege der „Investor Relations“; eine den Kapitalmarkterwartungen entsprechende Qualität der Berichterstattung (quartalsweise und Ad-hoc-Berichterstattung, Kapitalflussrechnung, Segmentberichterstattung, internationale Rechnungslegungsstandards) und die Einführung angeblich mit den Interessen der Shareholder kompatibler Vergütungssysteme (höhere Variabilität der Vergütung, Verknüpfung mit anspruchsvollen Ergebnis- und Marktwertgrößen) (siehe den Shareholder-Value-Index bei Höpner 2003). Ferner, findet die strategische Leitlinie der „Konzentration auf Kerngeschäfte“ zunehmend Resonanz. Sie wird von Analysten und Fondsmanagern mit Nachdruck versehen, weil sie die Diversifizierungsentscheidung ihres Portfolios selbst vornehmen wollen und das Prognoserisiko von Konglomeraten scheuen (Faust/Bahn Müller 2007). Schließlich gewinnt das Finanzressort innerhalb der Unternehmen an Bedeutung und damit die Orientierung an (Finanz)kennzahlen.

Aber auch die Verbreitung der neuen Ideen der Unternehmensführung ist begrenzt und wird bzw. bleibt auch dort, wo sie an Boden gewinnen, von anderen Ideen, oft verkörpert in konkurrierenden beruflichen oder Professionsverständnissen, herausgefordert. So findet man in deutschen Unternehmen selten ein offenes Bekenntnis zur „shareholder primacy“ wie im angelsächsischen Kontext (vgl. Stout 2012); statt des „Shareholder Value“ wird eher das semantisch unverfänglichere Konzept der „Wertorientierung“ verwendet. Ein pluralistisches Unternehmenskonzept und die Idee der Sozialpartnerschaft sind weiterhin breit akzeptiert, nun aber mit einer stärkeren Einfärbung als „Wettbewerbskoalition“ (Lütz 2003:30; vgl. auch

⁸² Befunde hierzu stammen zumeist aus punktuellen Fallstudien (etwa: Goutas/Lane 2009; Faust et al. 2011) oder anekdotischer Evidenz. Systematische Diskursanalysen etwa auf Basis von Geschäftsberichten oder der Wirtschaftspresse, die auch Diskursverschiebungen im Zeitverlauf einfangen könnten, fehlen (siehe aber Meyer/Höllner [2010] für Österreich als nachahmenswertes Beispiel).

Höpner 2003). Systeme „wertorientierter Unternehmensführung“ erfahren pragmatische Anwendung und Konsequenzen werden in zeitlicher und sachlicher Hinsicht unter den Bedingungen der Mitbestimmung ausgehandelt (Vitols 2004; Faust et al. 2011). Kurzum, das global gehandelte Leitbild des „Shareholder Value“ erfährt unter den Bedingungen von Mitbestimmung und variierenden Akteurskonstellationen auf Unternehmens- oder Branchenebene eine jeweils lokale bzw. feldbezogene „Übersetzung“ (Goutas/Lane 2009; Jürgens et al. 2000; Scheuplein 2012).

Wann sprechen wir von einem finanzialisierten Unternehmen, wenn wir Finanzialisierung mehrdimensional konzipieren? Hierzu haben wir noch keine Antwort gegeben und nach unserem Eindruck gilt dies für die gesamte Finanzialisierungsliteratur. Ist ein Unternehmen finanzialisiert, wenn zentrale Indikatoren in einer Dimension erfüllt sind oder nur wenn Indikatoren in allen Dimensionen in die gleiche Richtung zeigen? Dies ist kein triviales Problem. Unseres Erachtens gibt es diesbezüglich auch kein richtig oder falsch. Begriffliche Festlegungen können für die Verfolgung bestimmter Fragestellungen allenfalls mehr oder weniger gut geeignet sein. Eine pragmatische Lösung, der wir uns hier verschrieben haben, besteht darin, von Graden der Finanzialisierung auszugehen, die mehrdimensional beschrieben werden können.

Zweifellos finden sich Elemente der Finanzialisierung, die wir in der kognitiv-kulturellen Dimension beschrieben haben, bzw. die Anwendung darauf bezogener Praktiken auch in Unternehmen, die weder nach Rechtsform noch Eigentümerkonstellation finanzialisiert sind. So können auch in Unternehmen, die nicht an der Börse sind, Mindest- bzw. Zielrenditen festgelegt werden und Finanzkennzahlen zur Steuerung von Unternehmenseinheiten und zur Bewertung von Managern zum Einsatz kommen. Wenn man Finanzialisierung so definiert hat, dass jedwede Anwendung von Finanzkennzahlen die Kennzeichnung von Finanzialisierung erlaubt, so ist dies legitim.⁸³ Man sollte es dann nur entsprechend ausweisen.

In der empirischen Analyse können sich dann die Tücken einer solchen Definition von Finanzialisierung erweisen, weil neu von alt wenig trennscharf unterschieden werden kann. Lockert man dann noch die Kriterien bei der Bestimmung bzw. Auswahl der Finanzkennzahlen und bei der Betrachtung der Entscheidungsrelevanz von Kennzahlen (es gibt auch „Kennzahlenfriedhöfe“) ist plötzlich die Finanzialisierung der Unternehmen allgegenwärtig und der Begriff diskriminiert nicht mehr.⁸⁴ Finanzialisierung stellt dann einfach nur ein neues

⁸³ So versteht Vollmer (2012: 88) unter Finanzialisierung eine spezifische Ausrichtung individueller Akteure. Sie entsteht „als Resultat der vielfachen Verwendung von und Orientierung an Finanzzahlen in sozialen Situationen und der lokalen Verhaltensordnungen, die aus diesen Verwendungskontexten erwachsen“.

⁸⁴ „Man sollte also nicht den Gebrauch jeder kaufmännischen oder finanziellen Kennzahl als Anzeichen eines sich durchsetzenden Finanzmarktkapitalismus überbewerten. Nicht dass Kennzahlen genutzt werden ist entscheidend, sondern welche Kennzahlen genutzt werden und das „Wie“ der Nutzung für die Durchsetzung finanzmarktorientierter Steuerungsimpulse. Insofern ist es nach den

Wort für ein altbekanntes Phänomen zur Verfügung, nämlich dass die Profitorientierung des kapitalistischen Unternehmens sich nicht naturwüchsig ergibt (hinter dem Rücken der Produzenten) sondern durch bewusste Steuerung immer wieder hergestellt werden muss, weil das Profitziel (betriebswirtschaftlich gesprochen: das „Formalziel“) (leider) nur durch die Verfolgung von Gebrauchswertproduktion („Sachzielen“) verwirklicht werden kann, die notorisch ganz eigensinnige Mucken entwickelt: technische Probleme zeigen sich bei der Gebrauchswertproduktion; murrende Kunden, auf die man nicht ganz verzichten kann, mischen sich ein; Berufsarbeiter identifizieren sich mit bestimmten Qualitätsmerkmalen ihrer Produkte, technischer Expertise oder gar Kundenbedürfnissen, um nur einige zu nennen. Bromberg und Haipeter (2016: 268) problematisieren dies ähnlich, wenn sie anmerken, dass „Finanzialisierungsziele nur schwer von traditionellen Zielen der Profitsteigerung zu trennen“ sind, bleiben aber unklar in Bezug auf die Konsequenzen. Wenn Finanzialisierung nur gegeben sein soll, wenn das Renditeziel mit Begründungsordnungen in Verbindung gebracht werden (kann), in denen die Finanzmärkte eine Rolle spielen (ebd.), heißt das, dass Finanzialisierung dann doch nur im börsennotierten Unternehmen vorliegt, weil nur hier Finanzmarkterwartungen explizit formuliert werden und „Shareholder“ existieren?

Wir haben in der vorliegenden Untersuchung den Schwerpunkt auf Börsennotierung und Eigentumsstrukturen als strukturell definierte Kriterien für Finanzialisierung gelegt. Diese Kriterien spielen auch in der Definition von Finanzmarktkapitalismus nach Windolf (2005b) eine zentrale Rolle, ebenso in einer Vielzahl von Studien aus der Political Economy. Andere Merkmale/Definitionen von Finanzialisierung bleiben zweifellos möglich, wir plädieren aber dafür, in allen Studien zur Finanzialisierung offen zu legen, in welchem strukturellen Kontext die Phänomene angesiedelt sind, über die berichtet wird bzw. zu erklären, warum diese für nicht relevant gehalten werden.⁸⁵ Dies gilt umso mehr, wenn man nicht (Grade der) Finanzialisierung auf Unternehmensebene bestimmen will, sondern eine gesellschaftsweite Formationsbestimmung anstrebt. So geht es Haipeter et al. (2016) generell um „Arbeit und Arbeitsregulierung *im Finanzmarktkapitalismus*“. Diese Rahmung ist für das ganze Buch und alle Beiträge schon immer vorausgesetzt, die Bestimmung ihrer Existenz wird aber analytisch nicht eingelöst. Im Eingangskapitel (Haipeter 2016) wird Finanzmarktkapitalismus als Formation über fünf Merkmale definiert, wobei die Eigentumsstrukturen bzw. der Aufstieg „neuer Akteure“ in Gestalt von Finanzinvestoren ebenso ein Merkmal darstellen wie die Veränderung der Kontrollformen für Investoren und der Regeln der Corporate Governance. Ob aber diese Bedingungen in Deutschland gegeben sind, in welchem Umfang sie gegeben sind, ob

dargestellten Befunden eher gerechtfertigt, weiterhin von einer produktmarktgetriebenen Produktion auszugehen“ (Latniak 2016: 56). Diese bedenkenwerten Anmerkungen Latniaks zeigen aber auch, dass für eine solche kontextsensible und situierte Analyse keine einfachen Indikatoren zur Verfügung stehen.

⁸⁵ Oft geschieht das nicht.

der Wandel kontinuierlich in diese Richtung fortschreitet oder innehält, gegebenenfalls auch Veränderungen wieder revidiert werden, all dies wird nicht einmal systematisch als Fragestellung aufgeworfen.⁸⁶ Demnach scheint der Wandel auch in Deutschland vollzogen. „Finanzmarktkapitalismus“ ist dann auch in Deutschland eine zutreffende Zeitdiagnose, so dass man nur noch die Fragen nach den Wirkungen stellen muss. Bezüglich dieser Anschlussfragen argumentieren die meisten Beiträge aus diesem Sammelband vorsichtig und abwägend, können aber aus den geschilderten Gründen nicht systematisch die Frage mitführen, ob unterschiedliche Arbeitswirkungen nicht mit unterschiedlichen Verwirklichungsgraden der (definitiv gegeben) formationsbildenden Merkmale zu tun haben.⁸⁷ Auch aus diesem Grund halten wir die empirische Prüfung dieser strukturellen und institutionellen Gegebenheiten für unerlässlich. Dass die Börsennotierung und die jeweilige Aktionärsstruktur einen relevanten Faktor darstellen, wenn man die eingangs aufgeworfene Frage nach dem Grad der Verwirklichung eines „Finanzmarktkapitalismus“ bzw. dem Grad der Finanzialisierung beantworten will, das steht wohl außer Frage. Dass damit noch nicht alle Folgefragen nach den Arbeits- und sonstigen Teilhabewirkungen mit beantwortet sind, steht auf einem anderen Blatt und wird uns noch beschäftigen.

Wie in der *Gesamtschau die Gewichte in Bezug auf Wandel und/oder Persistenz* des bisherigen Insider-Systems der Corporate Governance oder des organisierten Kapitalismus in Deutschland gesetzt werden sollen, ist (wie auch das eben erwähnte jüngste Beispiel zeigt) strittig. Es überwiegen die Deutungen, dass es sich um einen zwar graduellen, aber dennoch transformativen Wandel handelt. Aber auch bei diesen Deutungen wird oft nicht spezifiziert, welche Reichweite der transformative Wandel aufweist, d.h. in welchen Geltungskontexten er vorzufinden ist bzw. ob er ggf. nur für ein „Subsystem“ gilt wie Deeg (2005) nahelegt. An welchem Maßstab (Ausmaß oder Art der graduellen Veränderung) die Transformativität des Wandels festgemacht werden soll, wird in aller Regel auch nicht spezifiziert.

Bei den Diagnosen, die Deutschland als hybriden Fall zwischen den „reinen“, idealtypischen Modellen oder als ein Nebeneinander verschiedener Modelle in einem Land bestimmen, bleibt strittig, ob solche Mischformen dauerhaft Bestand haben können oder nur vorübergehende, instabile Zwischenphasen darstellen, so dass die „corporate governance in transition“ (Rieckers/Spindler 2004) unweigerlich zu einer der reinen Formen kippen muss (etwa: Hall/Soskice 2001; Schmidt 2004). Oder können wir über die Stabilitätsbedingungen

⁸⁶ Der Text arbeitet hier mit vielen Verweisen auf Entwicklungen in den USA und partiellen Einsichten in die Entwicklung in Deutschland. Er operiert damit ähnlich wie Windolf (2005b), der auch nicht klar zwischen einer idealtypischen Bestimmung einer Formation und einer länderbezogenen Realanalyse unterscheidet.

⁸⁷ In einzelnen Beiträgen des Bandes wird zumindest ausgewiesen, ob die beobachteten Phänomene nach Unternehmensformen und Eigentumsstrukturen variieren (Gerlmaier 2016; Haipeter/Slomka 2016)

solcher institutionellen Rekonfigurationen (Jackson 2005) theoriebasiert einfach keine Aussage treffen und bleiben auf die weitere Analyse der Prozesse und ihrer Effekte verwiesen? Eine Reihe von Autoren erwartet eher den Übergang zu dem angelsächsischen Modell, weil die theoretisch vorausgesetzten Komplementaritätsbedingungen durch den schon erfolgten Wandel verletzt sind (Schmidt 2004). Die theoretische Annahme von systemischen Komplementaritäten kann allerdings auch zur gegenteiligen Prognose verführen, so dass das gestörte Gleichgewicht wieder zu dem Ausgangsmodell zurückführen könnte (tendenziell: Hall/Soskice 2001). Andere Autoren hingegen sehen die Veränderungen der Corporate Governance als Teil einer breiteren Liberalisierungsbewegung, die durch die Globalisierung quasi-naturwüchsig gestützt wird, während die Wieder- oder Neuherstellung von wechselseitigen Verpflichtungen und Beschränkungen kapitalistischer Dynamik von politischem Willen und Anstrengungen größeren Ausmaßes getragen werden müssten, die zumindest gegenwärtig und auf den nunmehr adäquaten supra-nationalen Ebenen nicht zu erkennen sind (Streeck 2009). Andere Autoren lassen diese Frage aus theoretischen Gründen offen. Dieser Sichtweise wollen wir uns anschließen. Wir halten widersprüchliche institutionelle Rekonfigurationen für möglich und gehen nicht von Gleichgewichtsvorstellungen (wie ein Teil der Political Economy Literatur etwa Hall/Soskice folgend) aus, sondern von Institutionenkonflikt und Institutionenpolitik. Diese können verschiedene Verlaufsformen und Ergebnisse hervorbringen, die man aber nicht theoretisch „ableiten“, sondern nur empirisch analysieren kann. Hierbei könnten erweiterte, über die Dichotomie der beiden kompakten Grundmodelle hinausgehende Typologien, die an typische politische und/oder unternehmenspolitische Koalitionen gebunden sind (etwa nach Gourevitch/Shinn 2005; Höpner 2003, Faust et al. 2011), differenziertere Beschreibungsmöglichkeiten des Wandels liefern.

Literatur

- Achleitner, A.-K. et al. (2011): Börsennotierte Familienunternehmen in Deutschland. München: Stiftung Familienunternehmen.
- Aguielera, R. V., Filatotchev, I., Gospel, H., Jackson, G. (2008): An Organizational Approach to Comparative Corporate Governance: Costs, Contingencies, and Complementarities. In: *Organization Science*, 19(3), S. 475-492.
- Alvarez, I. (2015): Financialization, non-financial corporations and income inequality: the case of France. *Socio-Economic Review*, 13(3), S. 449-75.
- Ampenberger, M. (2010): Unternehmenspolitik in börsennotierten Familienunternehmen. Eine Analyse von Investitions-, Diversifikations- und Kapitalstrukturentscheidungen. Gabler Research, CEFS Entrepreneurial and Financial Studies
- Baethge, M., Bartelheimer, P. (2005): Deutschland im Umbruch. In: SOFI, Soziologisches Forschungsinstitut / IAB, Institut für Arbeitsmarkt- u. Berufsforschung / ISF, Institut für Sozialwissenschaftliche Forschung / INIFES, Internationales Institut für empirische Sozialökonomie (Hrsg.) (2005): *Berichterstattung zur sozioökonomischen Entwicklung in Deutschland - Arbeit und Lebensweisen. Erster Bericht*. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften, S. 11-36
- Beckert, J. (2010): How Do Fields Change? The Interrelation of Networks, Institutions, and Cognition in the Dynamics of Markets. In: *Organization Studies*, Jg. 31, Heft 5, S. 605–627.
- Beyer, J. (2009): Varietät verspielt? Zur Nivellierung der nationalen Differenzen des Kapitalismus durch globale Finanzmärkte. In: Beckert, J., Deutschmann, C. (Hrsg.): *Wirtschaftssoziologie* (Sonderheft der Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie 49). Wiesbaden: VS Verlag, S. 305-325.
- Beyer, J. (2007): Primat der Finanzmarktorientierung - Zur Logik der Auflösung der Deutschland AG. In: *Berliner Debatte Initial* 18/4-5, 2007, S. 56-64.
- Beyer, J. (2006): Pfadabhängigkeit. Über institutionelle Kontinuität, anfällige Stabilität und fundamentalen Wandel. Frankfurt/New York: Campus.
- Beyer, J. (2004): Deutschland AG a.D.: Deutsche Bank, Allianz und das Verflechtungszentrum großer deutscher Unternehmen. MPIfG Working Paper 02/4. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- Beyer, J. (1999): Unternehmensverflechtungen und Managerherrschaft in Deutschland. In: *Leviathan*, Jg. 27, Heft 4, S. 518–536.
- Beyer, J. (1998): Managerherrschaft in Deutschland? „Corporate Governance“ unter Verflechtungsbedingungen. Opladen: Westdeutscher Verlag.
- Beyer, J., Hassel, A. (2002): The Effects of Convergence: Internationalisation and the Changing Distribution of Net Value Added in Large German Firms. In: *Economy and Society*, Jg. 31, Heft 3, S. 309-332.
- Black, B.S., Coffee, J.C. (1994): Hail Britannia? Institutional Investor Behavior under Limited Regulation. In: *Michigan Law Review*, Jg. 92, S. 1997-2087.
- Brinkmann, U. (2011): Die unsichtbare Faust des Marktes. Betriebliche Kontrolle und Koordination im Finanzmarktkapitalismus. Berlin: edition sigma.
- Bromberg, T., Haipeter, T. (2016): Mitbestimmung im Finanzmarktkapitalismus. Neue Perspektiven durch Beteiligung? In: Haipeter, T., Latniak, E., Lehdorff, S. (Hrsg.) (2016): *Arbeit und Arbeitsregulierung im Finanzmarktkapitalismus. Chancen und Grenzen eines soziologischen Analysekonzepts*. Wiesbaden: Springer, S.259-283.
- Carruthers, Bruce, G. (2015): Financialization and the institutional foundations of the new capitalism. Presidential Address, SASE Annual Meeting 2014, Northwestern University and the University of Chicago. *Socio-Economic Review*, 13(2), S. 379-98.
- Clarke, T., Chanlat J.-F. (2009): Introduction: A New World Disorder? The Recurring Crisis in Anglo-American Corporate Governance and the Increasing Impact on European Economies and Institutions. In: Clarke, T., Chanlat J.-F. (eds.) *European Corporate Governance. Readings and Perspectives*. London and New York: Routledge, S. 1-42.
- Culpepper, Pepper, D. (2005): Institutional change in Contemporary Capitalism. Coordinated Financial Systems since 1990. In: *World Politics* 57 (January 2005), S. 173-199

- DAI (2008): DAI-Factbook 2008. Statistiken, Analysen, und Graphiken zu Aktionären, Aktiengesellschaften und Börsen. Frankfurt: DAI.
- DAI (2011): DAI-Factbook 2011. Statistiken, Analysen, und Graphiken zu Aktionären, Aktiengesellschaften und Börsen. Frankfurt: DAI.
- Darcillon, T. (2015): How does finance affect labor market institutions? An empirical analysis in 16 OECD countries. In: *Socio-Economic Review*, 13(3), S. 477-504.
- Deeg, R. (2011): Financialization and models of capitalism. A comparison of the UK and Germany. In: Lane, C., Wood, G. (eds.): *Capitalist Diversity and Diversity within Capitalism*. London and New York: Routledge, S. 121-149.
- Deeg, R. (2005): Change from Within: German and Italian Finance in the 1990s. In: Streeck, W., Thelen, K. (eds.): *Beyond Continuity. Institutional Change in Advanced Political Economies*. Oxford: Oxford University Press, S. 169-202.
- Deutsche Bundesbank (2015): Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland – 2009 bis 2014. Statistische Sonderveröffentlichung 4, Mai 2015.
- Deutsche Bundesbank (2014a): Eigentümerstruktur am deutschen Aktienmarkt: allgemeine Tendenzen und Veränderungen in der Finanzkrise. Monatsbericht September 2014, S. 19-34.
- Deutsche Bundesbank (2014b): Methodische Änderungen in der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung – Motivation, Konzeption und ausgewählte Ergebnisse. Monatsbericht Oktober 2014, S. 13-27.
- Deutsche Bundesbank (2010): Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland – 1991 - 2009. Statistische Sonderveröffentlichung 4, Juni 2010.
- Deutschmann, C. (i.E.): Finanzialisierung als Mehrebenenphänomen: Chancen und Probleme einer soziologischen Erklärung. In: Faust, M., Kädler, J., Wolf, H. (Hrsg.): *Finanzialisierung – Arbeit – Innovation*. Campus: Frankfurt
- Deutschmann, C. (2009): Die Herrschaft der Rentiers – Finanzmarktkapitalismus und politische Demokratie. *Zeitschrift für Sozialökonomie*, Jg. 46, Nr. 160/161, S. 3-10.
- Deutschmann, C. (2008): Kapitalistische Dynamik. Eine gesellschaftstheoretische Perspektive. Wiesbaden: VS.
- Deutschmann, C. (2005): Finanzmarktkapitalismus und Wachstumskrise. In: Windolf, P. (Hrsg.): *Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen*, Wiesbaden: VS, S. 58-84.
- Dörre, K. (2009): Die neue Landnahme. Dynamiken und Grenzen des Finanzmarktkapitalismus. In: Dörre, K., Lessenich, S., Rosa, H. (Hrsg.): *Soziologie – Kapitalismus – Kritik. Eine Debatte*. Frankfurt: Suhrkamp, S. 21-86.
- Dörre, K. (2001): Das deutsche Produktionsmodell unter dem Druck des Shareholder Value. In: *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie*, Jg. 53, Heft 4, S. 675-704.
- Dörre, K., Brinkmann, U. (2005): Finanzmarkt-Kapitalismus: Triebkraft eines flexiblen Produktionsmodells? In: Windolf, P. (Hrsg.): *Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen*. Wiesbaden: VS, S. 85-116.
- Dörre, K., Holst, H. (2009): Nach dem Shareholder Value? Kapitalmarktorientierte Unternehmenssteuerung in der Krise, In: *WSI-Mitteilungen*, Jg. 62, Heft 12, S. 667-674.
- Dörre, K., Holst, H., Matuschek, I (2011): Der Shareholder Value ist tot, es lebe die Maximalrendite! In: Schröder, L., Urban, H.-J. (Hrsg.): *Gute Arbeit. Folgen der Krise – Arbeitsintensivierung – Restrukturierung*. Frankfurt/M.: Bund-Verlag, S. 80-95.
- Eckardstein, D. von, Konlechner, S. (2008): Die Berücksichtigung der gesellschaftlichen Funktion großer Kapitalunternehmen in Vergütungssystemen für die Mitglieder von Vorständen. Arbeitspapier im Auftrag der Hans-Böckler-Stiftung. Düsseldorf: HBS.
- Epstein, G. (2005): Introduction, In: Ders. (Hrsg.): *Financialization and the world economy*. Cheltenham: Elgar, S. 77-110.
- Evers, H. (2012): Betriebliche Altersversorgung von Vorstandsmitgliedern, eine Auswertung für die HBS-Mitbestimmungsförderung, Düsseldorf, Mai 2012.

- Faust, M. (i.E.): „Global Corporate Control“? (Wie) beeinflussen Finanzmarktakteure börsennotierte Unternehmen? In: Faust, M., Kädtler, J., Wolf, H. (Hrsg.): *Finanzialisierung – Arbeit – Innovation*. Campus: Frankfurt.
- Faust, M. (2014): „Global Corporate Control“? Über Fallstricke einer Netzwerkanalyse. soeb-Working-Paper 2014-1.
- Faust, M. (2013): Corporate Governance. In: Hirsch-Kreinsen, H., Minssen, H. (Hrsg.): *Lexikon der Arbeits- und Industriesoziologie*. Berlin: editon sigma, S. 151-158.
- Faust, M. (2011): The Shareholder Value Concept of the Corporation and Co-Determination in Germany: Unresolved contradictions or reconciliation of institutional logics. In: Lane, C., Wood, G.T. (eds.): *Capitalist Diversity and Diversity within Capitalism*. London: Routledge, S. 150-188.
- Faust, M. (2005): Reorganization and Relocation in the German Fashion Industry. Paper prepared for the Conference "Organisational Configurations and Locational Choices of Firms: responses to globalisation in different industry and institutional environments", University of Cambridge, Cambridge (UK), 14-15 April 2005. Abrufbar unter: http://www.sofi-goettingen.de/fileadmin/Michael_Faust/Material/faust-cambridge.pdf
- Faust, M./ Bahnmüller, R. (2007): Die Zeit der Aktienanalysten. In: Langenohl, Andreas/Schmidt-Beck, Kerstin (Hrsg.): *Die Markt-Zeit der Finanzwirtschaft. soziale, kulturelle und ökonomische Dimensionen*, Marburg: Metropolis, S.37-74.
- Faust, M., Bahnmüller, R., Fisecker, C. (2011a): *Das kapitalmarktorientierte Unternehmen. Externe Erwartungen, Unternehmenspolitik, Personalwesen und Mitbestimmung*. Berlin: edition sigma.
- Faust, M., Ittemann, U. (i.V.): Funktionale Äquivalente zur Deutschland AG. Koalitionsbildung im öffentlichen Interesse. Fallstudien zur Verhinderung unerwünschter Übernahmeversuche. soeb-Working-Paper.
- Faust, M., Kädtler, J. (i.E.): Das (nicht nur) finanzialisierte Unternehmen. In: Faust, M., Kädtler, J., Wolf, H. (Hrsg.): *Finanzialisierung – Arbeit – Innovation*. Campus: Frankfurt.
- Faust, M., Kädtler, J., Thamm, L. (2011b): Bedeutsame institutionelle Finanzinvestoren an deutschen Börsen. Expertise für die Hans-Böckler-Stiftung, März 2011, Göttingen: SOFI.
- Faust, M., Schneider, K. (2014): Functional Equivalents to External Consulting - a Case Study on a Reluctant German Corporation. In: Faust, M. (Hrsg.): *Globale Managementberatung. Bedingungen, Versprechen, Enttäuschungen und Alternativen*. München und Mering: Rainer Hampp Verlag, S. 155-192.
- Faust, M., Voskamp, U., Wittke, V. (Hrsg.) (2004): *European Industrial Restructuring in a Global Economy: Fragmentation and Relocation of Value Chains*, SOFI-Berichte, Göttingen.
- Fichtner, J. (2009): Activist hedge funds and the erosion of Rhenish capitalism: The impact of impatient capital. CCGES/CCEAE Working Paper Series Number 17
- Flaherty, E. (2015): Top incomes under finance-driven capitalism, 1990-2010: power resources and regulatory orders. *Socio-Economic Review*, 13(3), S. 417-447.
- Franks, J., Mayer, C. (2001): Ownership and Control of German Corporations. *Review of Financial Studies*, 14(4), S. 943 - 977.
- Fiss, P.C., Zajac, E.J. (2004): The Diffusion of Ideas over contested Terrain. The (Non)adoption of a Shareholder Value Orientation among German Firms. *Administrative Science Quarterly*, 49(4), S. 501-534.
- Froud, J., Sukhdev, J., Leaver, A., Williams, K. (2006): *Financialization and Strategy – Narrative and Numbers*. London: Routledge.
- Gerke, W., Fleischer, J., Langer, M. (2002): Kurseffekte durch Aktienrückkäufe – eine empirische Untersuchung für den deutschen Aktienmarkt. Beitrag zum 56. Deutschen Betriebswirtschaftler-Tages am 24.09.2002 in Frankfurt.
- Gerlmaier, A. (2016): Wissensarbeit im Finanzmarktkapitalismus. In: Haipeter, T., Latniak, E., Lehdorff, S. (Hrsg.): *Arbeit und Arbeitsregulierung im Finanzmarktkapitalismus. Chancen und Grenzen eines soziologischen Analysekonzepts*. Wiesbaden: Springer, S. 106-139.
- Gourevitch, P.A., Shinn, J. (2005): *Political Power & Corporate Control. The New Global Politics of Corporate Governance*. Princeton and Oxford: Princeton University Press.

- Goutas, L., Lane, Ch. (2009): The Translation of Shareholder Value in the German Business System: A Comparative Study of DaimlerChrysler and Volkswagen AG. In: *Competition & Change*, 13(4), S. 327-346.
- Haipeter, T. (2016): Finanzmarktkapitalismus und Arbeit. In: Haipeter, T., Latniak, E., Lehndorff, S. (Hrsg.): *Arbeit und Arbeitsregulierung im Finanzmarktkapitalismus. Chancen und Grenzen eines soziologischen Analysekonzepts*. Wiesbaden: Springer, S. 11-43.
- Haipeter, T., Latniak, E., Lehndorff, S. (Hrsg.) (2016): *Arbeit und Arbeitsregulierung im Finanzmarktkapitalismus. Chancen und Grenzen eines soziologischen Analysekonzepts*. Wiesbaden: Springer.
- Haipeter, T., Slomka, C. (2016): Finanzialisierung der Entgelte? Erfolgsentgelte in der deutschen Metall- und Elektroindustrie. In: Haipeter, T., Latniak, E., Lehndorff, S. (Hrsg.): *Arbeit und Arbeitsregulierung im Finanzmarktkapitalismus. Chancen und Grenzen eines soziologischen Analysekonzepts*. Wiesbaden: Springer, S. 189-215.
- Hall, P., Soskice, D. (2001): An Introduction to Varieties of Capitalism. In: Hall, P., Soskice, D. (eds.): *Varieties of Capitalism. The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford, S. 1–68.
- Hall, P., Gingerich, D. (2004): *Varieties of Capitalism and Institutional Complementarities in the Macroeconomy. An empirical Analysis* MPIfG Discussion Paper 04/5. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung
- Hambrick, D.C., v. Werder, A., Zajac, E.J. (2008): New Directions in Corporate Governance Research. *Organization Science*, 19(3), S. 381-85.
- Hancké, B., Rhodes, M. and Thatcher, M. (2007): Introduction: Beyond Varieties of Capitalism. In: Hancké, B., Rhodes, M., Thatcher, M. (eds.): *Beyond Varieties of Capitalism. Conflict, Contradictions, and Complementarities in the European Economy*. Oxford: Oxford University Press, S. 3-38.
- Hans-Böckler-Stiftung (2010): *Angemessene Vorstandsvergütung. Arbeitshilfen für den Aufsichtsrat 14, 4. erw. Neuauflage*, Düsseldorf: HBS.
- Hirsch-Kreinsen, H. (2010): Innovation und Finanzmarkt. In: *WSI-Mitteilungen*, 3/2010, S. 119-126.
- Höpner, M. (2007): *Coordination and Organization: The Two Dimensions of Non-liberal Capitalism*. MPIfG Discussion Paper 07/12. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung
- Höpner, M. (2004): *Der organisierte Kapitalismus in Deutschland und sein Niedergang. Unternehmenskontrolle und Arbeitsbeziehungen im Wandel*. In: Czada, R., Zint, R. (Hrsg.): *Politische Vierteljahresschrift, Sonderheft 34*. Wiesbaden: VS, S. 300–324.
- Höpner, M. (2003): *Wer beherrscht die Unternehmen? Shareholder Value, Managerherrschaft und Mitbestimmung in Deutschland*. Frankfurt/M., New York: Campus
- Höpner, M., Jackson, G. (2001): *An Emerging Market for Corporate Control? The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance*. MPIfG Discussion Paper 01/4. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung
- Höpner, M., Krempel, L. (2003): *The Politics of the German Company Network*. MPIfG Working Paper 03/9. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung. Verfügbar unter: www.mpifg.de/pu/workpap/wp03-9/wp03-9.html
- Jackson, G. (2010): *Understanding Corporate Governance in the United States: A Historical and Theoretical Reassessment*. Arbeitspapier Nr. 223, Düsseldorf: Hans-Böckler-Stiftung.
- Jackson, G. (2005): *Contested Boundaries: Ambiguities and Creativity in the Evolution of German Codetermination*. In: Streeck, W., Thelen, K. (eds.): *Beyond Continuity. Institutional Change in Advanced Political Economies*. Oxford: Oxford University Press, S. 229-254.
- Jackson, G. (2003): *Corporate Governance in Germany and Japan: Liberalization Pressures and Responses During the 1990s*. In: Yamamura, K., Streeck, W. (Hrsg): *The End of Diversity*. Ithaca and London: Cornell University Press, S. 261-305.
- Jackson, G., Miyajima, H. (2007): *Varieties of capitalism, varieties of markets: Mergers and acquisitions in Japan, Germany, France, the UK, and USA*. <http://ssrn.com/abstract=1012210>.
- Jackson, G., Sorge, A. (2012): *The Trajectory of Institutional Change in Germany, 1979-2009*. *Journal of European Public Policy*, 19(8), S. 1147-1167.
- Jenkinson, T., Ljungqvist, A. (2001): *The Role of hostile stakes in German corporate governance*. *Journal of Corporate Finance*, 7(4), S. 397-446.

- Jensen, M.C., Meckling W.H. (1976): Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), S. 305-360.
- Jessop, B. (2011): Rethinking the diversity of capitalism: varieties of capitalism, variegated capitalism, and the world market. In: Lane, C., Wood, G.T. (Hrsg.): *Capitalist Diversity and Diversity within Capitalism*. London: Routledge, S. 209-237.
- Jürgens, U. (2008): Corporate Governance: Eine kritische Rekonstruktion der Grundlagen, Anwendungen und Entwicklungen aus soziologischer Sicht. In: Maurer, A., Schimank, U. (Hrsg.): *Die Gesellschaft der Unternehmen – Die Unternehmen der Gesellschaft. Gesellschaftstheoretische Zugänge zum Wirtschaftsgeschehen*. Wiesbaden: VS, S. 105-123.
- Jürgens, U., Lippert, I., Gaeth, F. (2008): Information, Kommunikation und Wissen im Mitbestimmungssystem. Eine Umfrage unter Arbeitnehmervetretern im Aufsichtsrat. Baden-Baden: Nomos.
- Jürgens, U., Naumann, K., Rupp, J. (2000): Shareholder Value in an Adverse Environment: the German Case. In: *Economy and Society*, Jg. 29, Heft 1, S. 54-79.
- Kädtler, J. (2010): Finanzmärkte und Finanzialisierung. In: Böhle, F., Voß, G., Wachtler, G. (Hrsg.): *Handbuch Arbeitssoziologie*. Wiesbaden: VS, S. 619-639.
- Kädtler, J. (2009): Finanzialisierung und Finanzmarkttrationalität. Zur Bedeutung konventioneller Handlungsorientierungen im gegenwärtigen Kapitalismus. SOFI Working Paper, Nr. 5, Göttingen.
- Kädtler, J. (2006): Sozialpartnerschaft im Umbruch. Industrielle Beziehungen unter den Bedingungen von Globalisierung und Finanzmarktkapitalismus. Hamburg: VSA.
- Kädtler, J. (2003). Globalisierung und Finanzialisierung. Zur Entstehung eines neuen Begründungskontexts für ökonomisches Handeln. In: Dörre, K., Röttger, B. (Hrsg.): *Das neue Marktregime*. Hamburg: VSA, S. 227-249.
- Kädtler, J., Faust, M. (2008): The Power of Financial Markets – What Does that Mean and How Does it Work for Different Categories of Companies? In: Bluhm, K., Schmidt, R. (Hrsg.): *Change in SMEs. Towards a New European Capitalism?* New York: Palgrave Macmillan, S. 17-38.
- Kädtler, J., Mautz, R. (i.E.): Finanzmarktakteure und Innovationen. Wie beobachten und bewerten (Aktien-)Fondsmanager und Analysten die Innovationsfähigkeit von Unternehmen. In: Faust, M., Kädtler, J., Wolf, H. (Hrsg.): *Finanzialisierung – Arbeit – Innovation*. Frankfurt: Campus.
- Kirchhoff Consult (2014): Rückblick Börsengänge / Mittelstandsanleihen 2014 und Ausblick 2015. Unter: http://www.kirchhoff.de/fileadmin/20_Download/Studien/20150106_IPO-STUDIE_final.pdf (Zugriff: 18.12.2015)
- Kornrich, S., Hicks, A. (2015): The rise of finance: causes and consequences of financialization. In: *Socio-Economic Review*, 13(3), S. 411-15.
- Krempel, L. (2008): Die Deutschland AG 1996-2004 und die Entflechtung der Kapitalbeziehungen der einhundert größten deutschen Unternehmen. In: Rehberg, K.S. (Hrsg.): *Die Natur der Gesellschaft: Verhandlungen des 33. Kongresses der Deutschen Gesellschaft für Soziologie in Kassel 2006*. Frankfurt a.M.: Campus, S. 818-830.
- Krippner, G. R. (2011): *Capitalizing on Crisis. The Political Origins of the Rise of Finance*. Cambridge (MA): Harvard University Press.
- Krippner, G. R. (2005): The financialization of the American economy. *Socio-Economic Review*, 3: 173-208.
- Lane, C., Wood, G. (Hrsg.) (2011): *Capitalist Diversity and Diversity within Capitalism*. London and New York: Routledge.
- Lane, C. (2005): Institutional Transformation and System Change: Changes in the Corporate Governance of German Corporations. In: Morgan, G., Whitley, R., Moen, E. (Hrsg.): *Changing Capitalism? Internationalization, Institutional Change, and Systems of Economic Organization*. Oxford: Oxford University Press, S. 78-109.
- Lane, C. (2003): Changes in Corporate Governance of German Corporations: Convergence to the Anglo-American Model? *Competition & Change*, 7(2-3), S. 79-100.
- Latniak, E. (2016): "Matching concepts"? Zum Verhältnis von Finanzialisierung, indirekter Steuerung und Kontrolle. In: Haipeter, T., Latniak, E., Lehndorff, S. (Hrsg.) (2016): *Arbeit und Arbeitsregulierung im Finanzmarktkapitalismus. Chancen und Grenzen eines soziologischen Analysekonzepts*. Wiesbaden: Springer, S.45-71.

- Lazonick, W. (2014): Profits without Prosperity. Stock buybacks manipulate the market and leave most Americans worse off. *Harvard Business Review* September 2014, S. 46-55.
- Lazonick, W. (2010): Innovative Business Models and Varieties of Capitalism: Financialization of the U.S. Corporation. *Business History Review*, 84, S. 675-702.
- Lehndorff, S. (2016): Staatliche Arbeitsmarktpolitik im Finanzmarktkapitalismus. Erfahrungen mit der 35-Stundenwoche in Frankreich und Anregungen für Deutschland. In: Haipeter, T., Latniak, E., Lehndorff, S. (Hrsg.): *Arbeit und Arbeitsregulierung im Finanzmarktkapitalismus. Chancen und Grenzen eines soziologischen Analysekonzepts*. Wiesbaden: Springer, S. 219-258.
- Lippert, I., Jürgens, U. (2012): Corporate Governance und Arbeitnehmerbeteiligung in den Spielarten des Kapitalismus. *Pfade der Unternehmensentwicklung in der Automobilindustrie in Deutschland, Schweden und den USA*. Berlin: edition sigma
- Lütz, S. (2003): Governance in der politischen Ökonomie. MPIfG Discussion Paper 03/5. Köln: MPIfG
- Lutz, E., Achleitner, A.-K. (2009): Angels or Demons? Evidence on the Impact of Private Equity Firms on Employment. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft (ZfB), Special Issue Entrepreneurial Finance*, No. 5, S. 53-81.
- Meyer, R.E., Höllerer, M.A. (2010): Meaning Structures in a Contested Issue Field: A Topographic Map of Shareholder Value in Austria. *Academy of Management Journal*, 53(6): 1241-1262.
- Monopolkommission (2014): Eine Wettbewerbsordnung für die Finanzmärkte. Zwanzigstes Hauptgutachten der Monopolkommission 2012/2013. Deutscher Bundestag, Bundestagsdrucksache.
- Monopolkommission (2012): Stärkung des Wettbewerbs bei Handel und Dienstleistungen. Neunzehntes Hauptgutachten der Monopolkommission 2010/2011. Deutscher Bundestag, Bundestagsdrucksache.
- Monopolkommission (2010): Mehr Wettbewerb, wenig Ausnahmen. Achtzehntes Hauptgutachten der Monopolkommission 2008/2009. Deutscher Bundestag, Bundestagsdrucksache.
- Monopolkommission (2008): Weniger Staat, mehr Wettbewerb - Gesundheitsmärkte und staatliche Beihilfen in der Wettbewerbsordnung. Siebzehntes Hauptgutachten der Monopolkommission 2006/2007. Deutscher Bundestag, Bundestagsdrucksache.
- Monopolkommission (2006): Mehr Wettbewerb auch im Dienstleistungssektor! Sechzehntes Hauptgutachten der Monopolkommission 2004/2005. Deutscher Bundestag, Bundestagsdrucksache.
- Monopolkommission (2004): Wettbewerbspolitik im Schatten "Nationaler Champions". Fünfzehntes Hauptgutachten der Monopolkommission 2002/2003. Deutscher Bundestag, Bundestagsdrucksache.
- Monopolkommission (2002): Netzettbewerb durch Regulierung. Vierzehntes Hauptgutachten der Monopolkommission 2000/2001. Deutscher Bundestag, Bundestagsdrucksache.
- Monopolkommission (2000): Wettbewerbspolitik in Netzstrukturen. Dreizehntes Hauptgutachten der Monopolkommission 1998/1999. Deutscher Bundestag, Bundestagsdrucksache.
- Monopolkommission (1998): Marktöffnung umfassend verwirklichen. Zwölftes Hauptgutachten der Monopolkommission 1996/1997. Deutscher Bundestag, Bundestagsdrucksache.
- Monopolkommission (1996): Wettbewerbspolitik in Zeiten des Umbruchs. Elftes Hauptgutachten der Monopolkommission 1994/1995. Deutscher Bundestag, Bundestagsdrucksache.
- Monopolkommission (1994): Mehr Wettbewerb auf allen Märkten. Zehntes Hauptgutachten der Monopolkommission 1992/1993. Deutscher Bundestag, Bundestagsdrucksache.
- Monopolkommission (1992): Wettbewerbspolitik oder Industriepolitik. Neuntes Hauptgutachten der Monopolkommission 1990/1991. Deutscher Bundestag, Bundestagsdrucksache.
- Monopolkommission (1990): Wettbewerbspolitik vor neuen Herausforderungen. Achtes Hauptgutachten der Monopolkommission 1988/1989. Deutscher Bundestag, Bundestagsdrucksache.
- Nicolai, A.T., Thomas, T.W. (2006): De-Diversification Activities of German Corporations from 1988 – 2002: Perspectives from Agency and Management Fashion Theory. In: *Schmalenbach Business Review (sbr)*, LMU Munich School of Management, Jg. 58, Heft 1, S. 56-80.
- Nicolai, A.T., Thomas, T.W. (2004): Kapitalmarktkonforme Unternehmensführung: Eine Analyse im Lichte der jüngeren Strategieprozesslehre. In: *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, Jg. 56, Heft 8, S. 452-469.

- Rapp, M.S., Wolff, M. (2010): Determinanten der Vorstandsvergütung - Eine empirische Untersuchung der deutschen Prime-Standard-Unternehmen. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft (ZfB), 80. Jg, Nr. 10, S. 1075-1112
- Rieckers, O., Spindler, G. (2004): Corporate Governance: Legal Aspects. In: Krahen, J. P., Schmidt, R. H. (eds.): The German Financial System. Oxford: Oxford University Press, S. 350-485.
- Rose, E., Köstler, R. (2014): Mitbestimmung in der Europäischen Aktiengesellschaft (SE). 2. Auflage. Köln: Bund Verlag
- Savage, M., Williams, K. (2008): Elites: remembered in capitalism and forgotten by social sciences. In: Sociological Review, 56(1), S. 1-24.
- Scheuplein, C. (2012): An die Wertschöpfungskette gelegt – Die finanzgetriebene Restrukturierung in der deutschen Automobilzulieferindustrie und ihr Scheitern. In: PROKLA Zeitschrift für kritische Sozialwissenschaft, Heft 166, 42(1), S. 49-64.
- Scheuplein, C., Teetz, F. (2014): Private Equity Monitor Deutschland 2013. Endbericht an die Hans-Böckler-Stiftung. Düsseldorf: Hans-Boeckler-Stiftung.
- Schmidt, R.H. (2004): Corporate Governance in Germany: An Economic Perspective. In: Krahen, J.P., Schmidt, R.H. (eds.): The German Financial System. Oxford: Oxford University Press, S. 386-424.
- Schmidt, R.H., Tyrell, M. (2004): What Constitutes a Financial System in General and the German Financial System in Particular? Working Paper Series: Finance and Accounting 111, Department of Finance, Goethe University Frankfurt am Main.
- Spindler, G., Schmidt, R.H. (2008): Finanzinvestoren aus ökonomischer und juristischer Perspektive. Baden-Baden: Nomos.
- Statistisches Bundesamt (2015): Fachserie 14 Reihe 8.1. Finanzen und Steuern. Umsatzsteuerstatistik (Vorankündigungen). Unter: <https://www.destatis.de/DE/Publikationen/Thematisch/FinanzenSteuern/Steuern/Umsatzsteuer/Umsatzsteuer.html> (Zugriff: 18.12.2015)
- Stout, L. (2012): The Shareholder Value Myth. How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations and the Public. San Francisco: Berrett-Koehler Publishers.
- Streeck, W. (2009): Re-Forming Capitalism. Institutional Change in the German Political Economy. Oxford: Oxford University Press.
- Streeck, W. (2005): Requirements for a useful concept of complementarities. Socio-Economic Review, 3(2), S. 363-366.
- Streeck, W. (1997): German Capitalism: Does it Exist? Can it Survive? In: Crouch, C., Streeck, W. (eds.): Political Economy of Modern Capitalism. Mapping Convergence & Diversity, London/ Thousand Oaks/ New Delhi: Sage, S. 33-54.
- Streeck, W., Thelen, K. (2005): Introduction: Institutional Change in Advanced Political Economies. In: Streeck, W., Thelen, K. (Hrsg.): Beyond Continuity. Institutional Change in Advanced Political Economies. Oxford: Oxford University Press, S. 1-39.
- Streeck, W., Höpner, M. (2003): Einleitung. Alle Macht dem Markt? In: Streeck, W., Höpner, M. (Hrsg.): Alle Macht dem Markt? Frankfurt/Main: Campus, S. 11-59.
- Treack, v. T., Hein, E., Dünhaupt, P. (2007): Finanzsystem und wirtschaftliche Entwicklung: Tendenzen in den USA und in Deutschland aus makroökonomischer Perspektive. IMK-Studies, 5/2007, Düsseldorf: Hans-Böckler-Stiftung.
- Vitali, S., Glattfelder, J. B., Battiston, S. (2011): The network of global corporate control. arXiv: 1107.5728v2 [q-fin.GN].
- Vitols, S. (2005) German Corporate Governance in Transition: Implications of Bank Exit from Monitoring and Control. In: International Journal of Disclosure and Governance, 2(4), S. 357 - 367
- Vitols, S. (2004): Negotiated Shareholder Value. The German Variant of an Anglo-American Practice. In: Competition & Change, Jg. 8, Heft 4, S. 357-374.
- Vitols, S. (2003): Verhandelter Shareholder Value. Die deutsche Variante einer angloamerikanischen Praxis. In: Beyer, J. (Hrsg.): Vom Zukunfts- zum Auslaufmodell? Wiesbaden: Westdeutscher Verlag, S. 133-154.

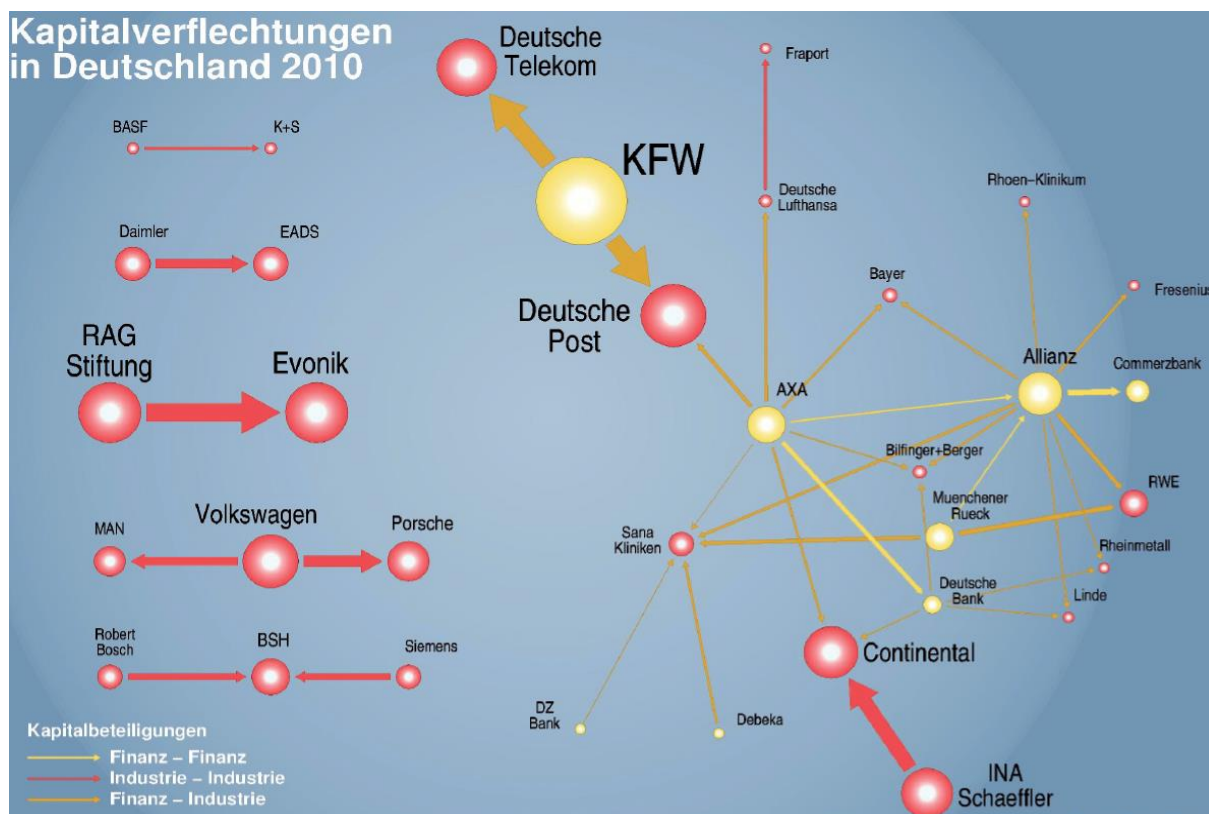
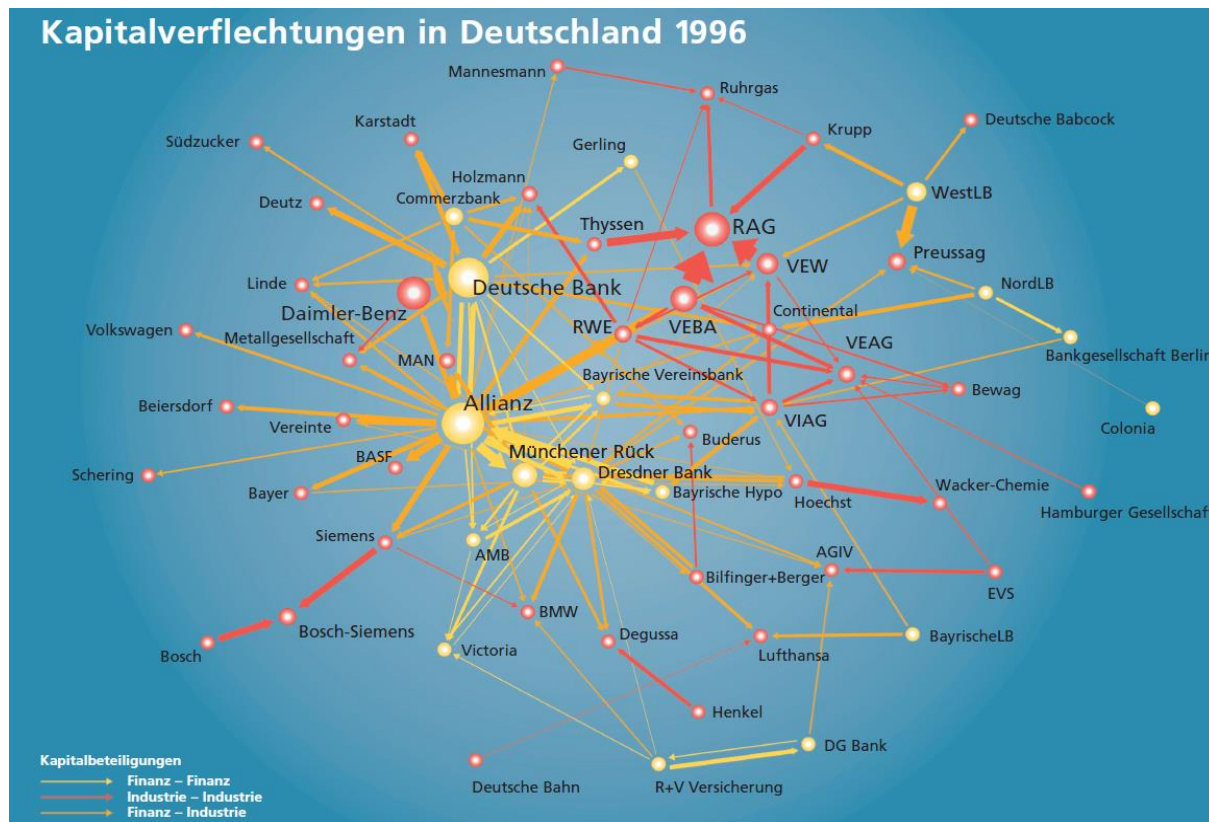
- Vitols, S. (2001): The Origins of Bank-based and Market-based Financial Systems: Germany, Japan and the United States. WZB Discussion Paper FS I 01 – 302, Berlin: WZB.
- Vollmer, H. (2012): Signaturen der Finanzialisierung. Von Finanzmärkten zu Organisationen, zu sozialen Situationen und (von dort) zu allem anderen. In: Kalthoff, H., Vormbusch, U. (Hrsg.): Soziologie der Finanzmärkte, Bielefeld: Transcript, S. 87-112.
- Weber, C. (2002): Der Gesellschaftsvergleich in der Soziologie. In: Seifert, W., Weber, C. (Hrsg.): Japan im Vergleich. München: IUDICIUM, S. 30-54.
- Westphal, J.D., Zajac, E.J. (2001): Decoupling Policy from Practice: The Case of Stock Repurchase Programs. Administrative Science Quarterly, Vol. 46, no. 2, S. 202-228.
- Willke, P., Priessner, C., Schmid, K., Schütze, K., Wolff, A. (2011): Kriterien für die Vorstandsvergütung in deutschen Unternehmen nach Einführung des Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung. Arbeitspapier 239 der Hans-Böckler-Stiftung, Düsseldorf: HBS.
- Windolf, P. (2008): Eigentümer ohne Risiko. Die Dienstklasse des Finanzmarktkapitalismus. In: Zeitschrift für Soziologie, Jg. 37, Heft 6, S. 516-535.
- Windolf, P. (2005a): Die neuen Eigentümer. In: Windolf, P. (Hrsg.): Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen. Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 45/2005, S. 8-19.
- Windolf, P. (2005b): Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus? In: Windolf, P. (Hrsg.): Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen. Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 45/2005, S. 20-57.
- Windolf, P., Beyer, J. (1995): Kooperativer Kapitalismus. Unternehmensverflechtungen im internationalen Vergleich. In: Kölner Zeitschrift für Sozialpsychologie und Soziologie, Jg. 47, Heft 1, S. 1–36.

Sonstige Quellen

- BaFin: Datenbank: Bedeutende Stimmrechtsanteile an inländischen Gesellschaften, die zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind. Unter: <https://portal.mvp.bafin.de/database/AnteileInfo/> (Zugriff: 18.12.2015)
- Statista: Anzahl der Börsengänge in Deutschland seit 1990. Unter: <http://de.statista.com/statistik/daten/studie/152876/umfrage/boersengaenge-in-deutschland-seit-2000/> (Zugriff: 18.12.2015)
- Statistisches Bundesamt: Umsatzsteuerstatistik (Vorankündigungen). Unter: https://www.destatis.de/DE/ZahlenFakten/GesellschaftStaat/OeffentlicheFinanzenSteuern/Steuern/Umsatzsteuer/Tabellen/Vorankundigungen_Rechtsformen.html (Zugriff: 18.12.2015)
- Weltbank (2015a): Datenbank: Market capitalization of listed companies (% of GDP). Unter: <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS> (Zugriff: 18.12.2015)
- Weltbank (2015b): Datenbank: Market capitalization of listed companies (current US\$). Unter: <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (Zugriff: 18.12.2015)
- Weltbank (2015c): Datenbank: Listed domestic companies, total. Unter: <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LDOM.NO> (Zugriff: 18.12.2015)

Anhang

A. 3.1 Kapitalverflechtungen in Deutschland



Quelle: http://www.mpifg.de/aktuelles/themen/doks/Deutschland_AG_1996bis2010.pdf, Zugriff: 18.12.2015.

A.4.1 Verteilung des Aktienbesitzes nach Finanzierungsrechnung der Deutschen Bundesbank – frühere Studien

Tab. 1: Ownership structure of publicly listed companies in Germany 1997-2007 (%)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Households	17.3	16.8	16.9	16.8	15.0	14.0	14.9	14.9	14.1	13.8	13.3
Non-financial	37.6	38.0	35.3	37.8	39.5	36.6	36.5	37.3	36.4	36.4	39.3
Government	5.2	3.9	3.6	2.3	1.8	3.1	3.2	3.0	2.3	2.1	1.9
Banks	13.0	12.0	13.0	11.5	11.5	11.2	9.2	9.8	10.6	10.8	9.7
Insurance corp.	7.7	7.2	4.5	4.7	4.9	6.0	5.4	5.1	4.5	4.2	3.4
Other financial	9.0	10.2	12.7	14.4	13.2	14.2	13.4	13.3	13.6	12.9	11.1
Foreign investors	10.1	11.8	14.0	12.5	14.1	14.8	17.4	16.6	18.4	19.7	21.3

Quelle: Fichtner 2009: 11.

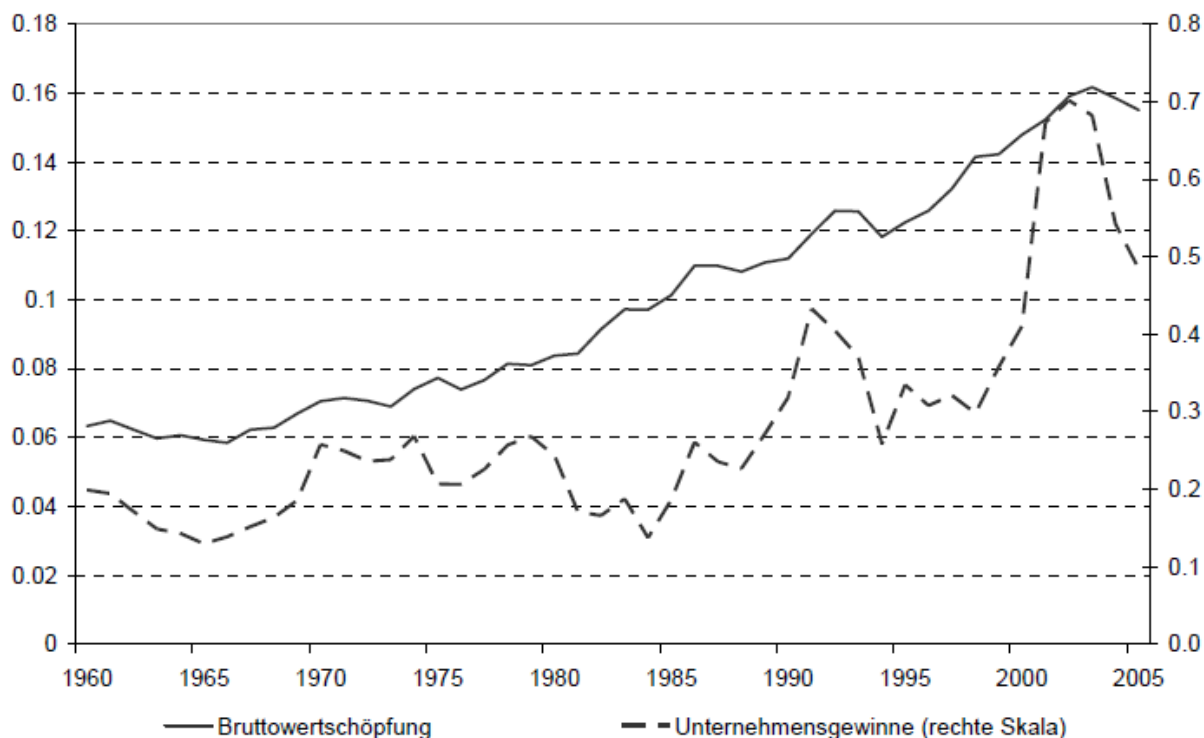
Tab. 2: Distribution of Shareholdings in German Listed Companies (By Owner Type, in percent)

Owning Sector	1960	1970	1980	1990	1992 (1)	1992 (2)	1995	2000	2003
Non-financial Companies	40.7	37.4	42.8	39.0	41.4	45.8	45.8	36.2	32.5
Private households	30.3	31.3	21.2	20.0	17.6	19.8	18.8	16.5	13.9
Public sector	12.0	9.6	8.5	4.4	3.9	2.1	1.8	0.6	0.9
Banks	8.0	9.1	11.6	14.0	14.7	13.0	12.9	11.5	9.0
Insurance	3.4	4.2	4.8	7.8	9.0	5.1	6.3	8.2	13.2
Other financial						4.6		14.4	
						6.2		13.5	
Rest of World	5.6	8.5	11.1	14.8	13.2	9.7	8.2	12.5	17.1

Quelle: Vitols 2005: 5.

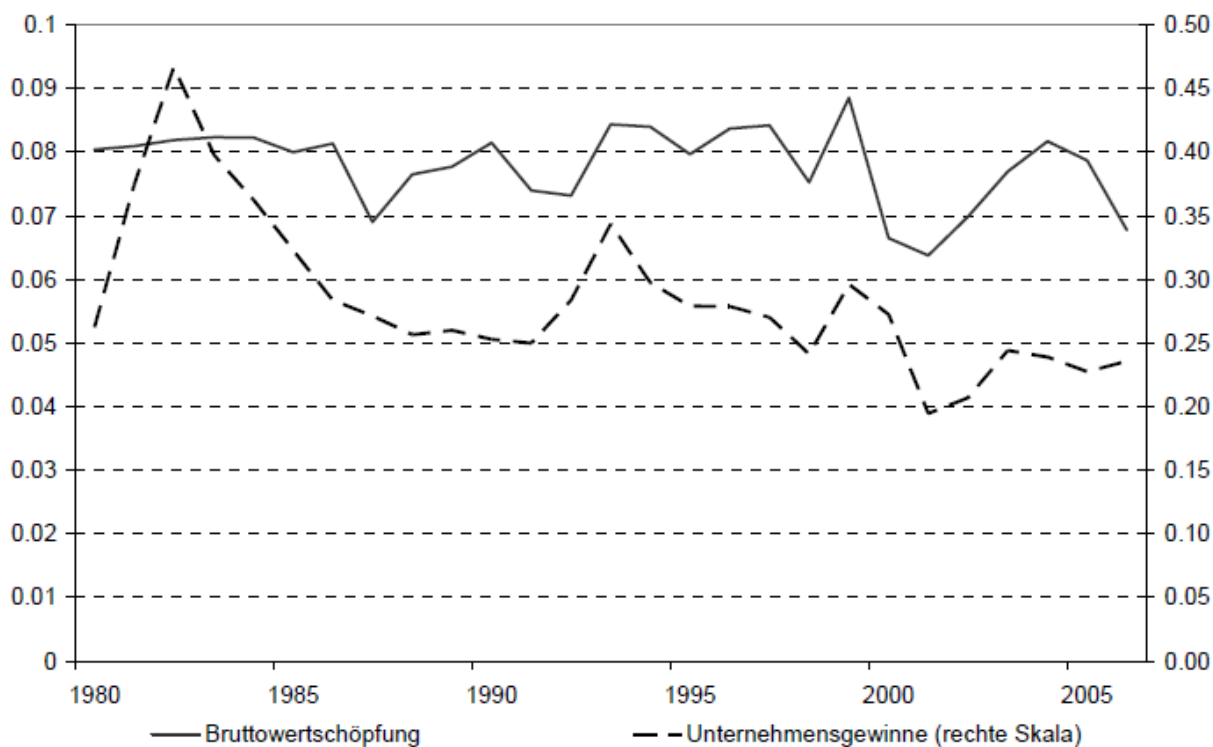
A.5.1: Profitfinanzialisierung

Abb. 1: Verhältnis der nominalen Bruttowertschöpfung und der Unternehmensgewinne von finanziellen zu nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, USA, seit 1960



Quelle: van Treeck et al. 2007: 33.

Abb. 2: Verhältnis der nominalen Bruttowertschöpfung und der Unternehmensgewinne von finanziellen zu nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, Deutschland, seit 1960



Quelle: van Treeck et al. 2007: 66.

Impressum			
Forschungsverbund Sozioökonomische Berichterstattung (Hrsg.): Berichterstattung zur sozioökonomischen Entwicklung in Deutschland. Dritter Bericht.			
Koordination:	Soziologisches Forschungsinstitut Göttingen (SOFI) e.V., Friedländer Weg 31, 37085 Göttingen	Webseite:	www.soeb.de
Projektleitung:	Dr. Peter Bartelheimer	Download:	http://www.soeb.de/fileadmin/redaktion/downloads/Working-Paper/soeb_3_Working-Paper_2014_1_Faust_2015-12-18.pdf
E-Mail:	peter.bartelheimer@sofi.uni-goettingen.de	Redaktion:	Sarah Cronjäger (SOFI)
Tel.:	0551-522 0551	Autoren (für Rückfragen zum Inhalt):	PD Dr. Michael Faust, Lukas Thamm (SOFI)
Abteilung 1:	Erosion des deutschen „Teilhabekapitalismus“ – wie nachhaltig ist das deutsche Entwicklungsmodell?		michael.faust@sofi.uni-goettingen.de lukas.thamm@sofi.uni-goettingen.de
Arbeitspaket 3:	Eigentumsstrukturen im Unternehmenssektor und Corporate Governance		