

Finanzmärkte: Neue Akteure und Strategien und ihre Bedeutung für das “europäische Sozialmodell”

Jörg Huffschmid, PRESOM*

1. Einleitung

Die Diskussion über die Finanzmärkte wird seit fast zwei Jahren fast ausschließlich durch die Turbulenzen bestimmt, die Ende 2006 absehbar wurden, Mitte 2007 in den USA ausbrachen und sich schnell zu einer weltweiten Finanzkrise erweiterten, deren Ende und Folgen auch Mitte 2008 nicht absehbar sind. Diese Krise hat die Irrationalität der von Gier getriebenen Finanzspekulation und ihre Gefahren für die Stabilität nicht nur des Finanzsektors unübersehbar verdeutlicht und eine breite Diskussion befördert. In deren Zusammenhang sind bis in konservative Kreise hinein - Internationaler Währungsfonds, Weltbank, US-Regierung, EU - Forderungen nach Regulierung, Kontrolle und Beschränkung der Spekulation laut geworden, die in einigen Fällen bis zu entsprechenden Regierungsverordnungen und Gesetzesvorhaben gediehen sind.

Kaum diskutiert wurden in diesem Umfeld jedoch die Entwicklungen der Finanzmärkte, die sich weniger spektakulär jenseits den Krisen abgespielt haben, langfristig aber von entscheidender Bedeutung für die ökonomische Funktionsweise und die politischen Machtverhältnisse im gegenwärtigen Kapitalismus sind. Sie haben jenseits des Aufbaus und des Platzens von Spekulationsblasen wesentliche Verschiebungen bei den zentralen Akteuren und Strategien bewirkt, hinter denen die Rationalität einer erfolgreichen Strategie zur Machtausweitung des Kapitals sichtbar wird. Mit diesem Beitrag will ich mehr auf diese rationale, erfolgreiche und besonders gefährliche Seite der Finanzmarktentwicklung abstellen. Dazu präsentiere ich zunächst einige wesentliche empirische Trends der Finanzmärkte und ihre Hintergründe (Abschnitt 2) und skizziere auf dieser Grundlage das Konzept des „finanzmarktgetriebenen Kapitalismus“ und seiner ökonomischen Konsequenzen.(3). Anschließend sollen die Hauptgruppen der Finanzinvestoren als der zentralen Akteure dieser Konstellation etwas genauer betrachtet (4) und gezeigt werden wie ihre Strategien die wirtschaftliche Stabilität, die Unternehmenskulturen und die Wirtschaftspolitik in Europa beeinflussen. Den Abschluss des Beitrags bilden kurze Hinweise (5) zu den Perspektiven des Widerstandes gegen und zu Alternativen zu der aktuell unter dem Druck der Finanzmärkte stattfindenden Transformation der verschiedenen europäischen Sozialmodelle in ein zunehmend einförmiges neo-liberales Entwicklungsmuster.

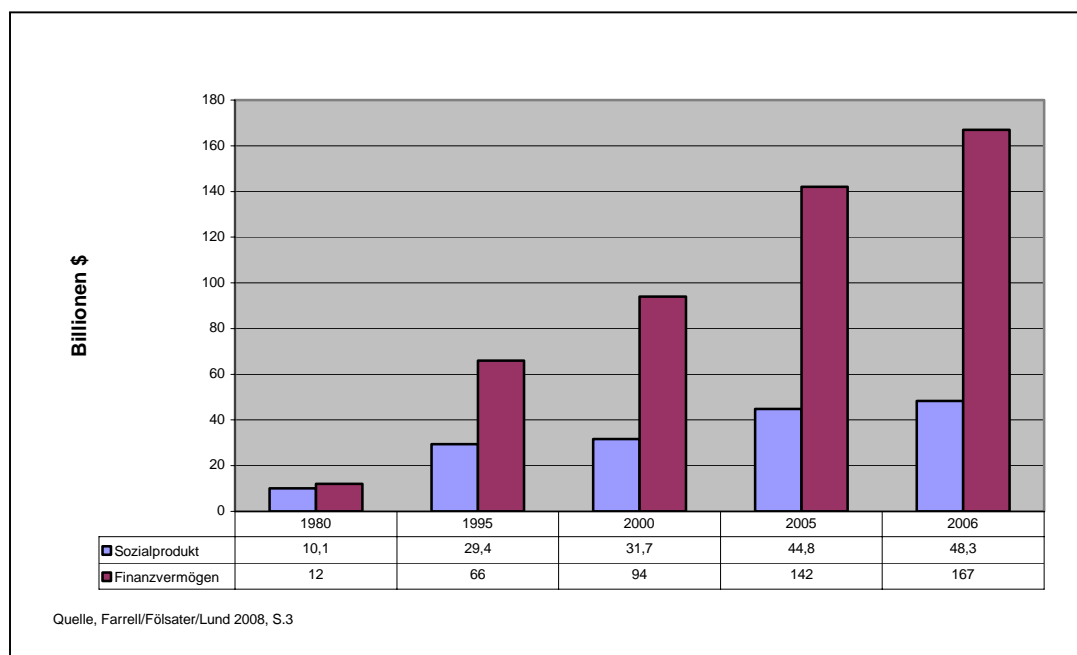
2. Private Finanzakkumulation und Internationalisierung – Megatrends und ihre Hintergründe

Akkumulation und Internationalisierung privater Finanzvermögen

Die gewachsene Bedeutung der globalen Finanzmärkte ergibt sich aus zwei langfristigen Megatrends: Der erste ist die *enorme Zunahme privaten Kapitalvermögens* – Unternehmens- und Staatsanleihen, Aktien, Derivate, Währungen, Bankguthaben. Ihr Umfang stieg von 12 Billionen Dollar in 1980 auf 167 Billionen Dollar in 2006, d.h. auf das 14-fache. In der gleichen Zeit nahm das Weltsozialprodukt von 10 auf 48 Billionen Dollar zu, also nur auf knapp das Fünffache. 1980 waren Weltsozialprodukt und Finanzvermögen ungefähr gleich groß, 2006 war das letztere dreieinhalb mal so groß wie ersteres. (Vgl. Schaubild 1)

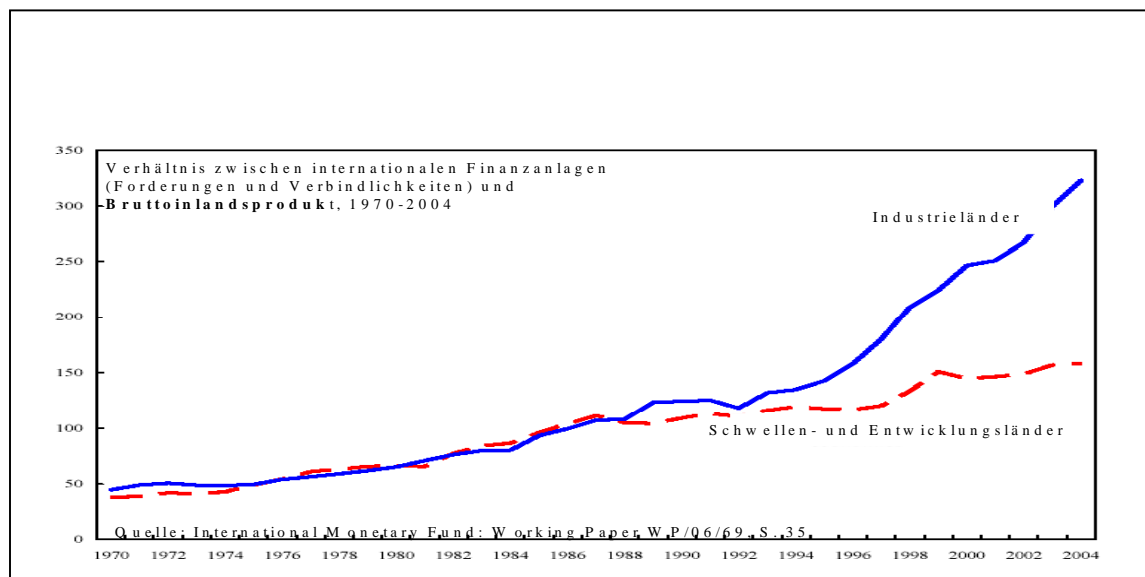
* Europäisches Netzwerk “Privatisation and the European Social Model”

Schaubild 1: Entwicklung von Sozialprodukt und Finanzvermögen weltweit,, 1980-2006



Der zweite Megatrend ist die *Internationalisierung* der Finanzvermögen, die ebenfalls viel schneller erfolgte als das Wachstum des Sozialproduktes (vgl.Schaubild2) - und auch als der internationale Handel

Schaubild 2: Internationalisierung der Finanzmärkte



Quelle: Lane/Milesi-Ferretti 2006: 35

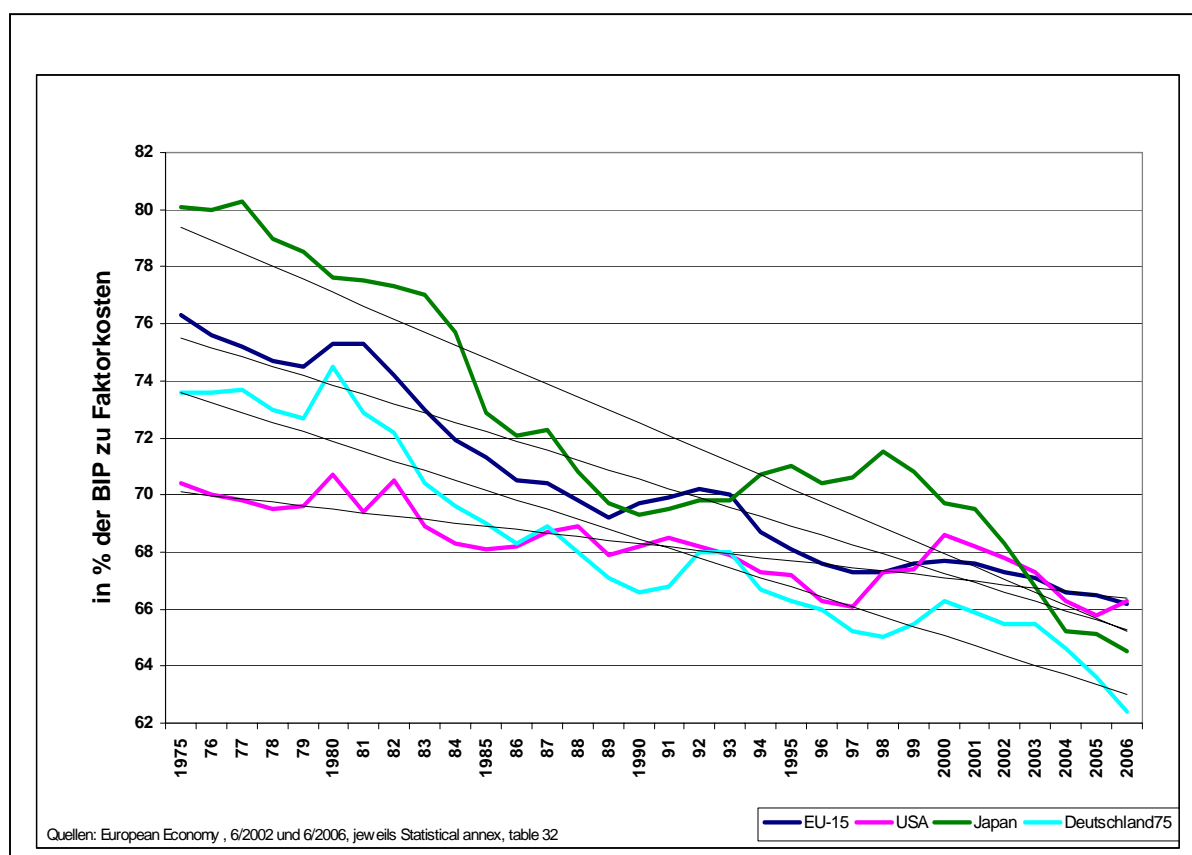
Während der 1970er Jahre entsprach der Umfang der international angelegten Finanzvermögen ca. 50-70% des Weltsozialproduktes, zu Beginn des laufenden Jahrzehnts war dieses Verhältnis für die Industrieländer auf 320% und für die Entwicklungs- und Schwellenländer auf 150% gestiegen. Das Verhältnis Finanzvermögen zu Außenhandel lag für die entwickelten Länder in den 1970er Jahren bei rund 180% und stieg bis 2004 auf 700%. Für die Ent-

wicklungs- und Schwellenländer betrug die entsprechenden Zahlen 140% und 180%. (vgl. Lane et al. 2004: 35)

Diese Megatrends lassen sich auf *vier wesentliche Ursachen* zurückführen

Die *erste* und wahrscheinlich wichtigste ist die seit den 1970er Jahren anhaltende Umverteilung von Einkommen und Vermögen von unten nach oben, die sich deutlich im fallenden Trend der Lohnquote in den drei kapitalistischen Zentren widerspiegelt. (Vgl. Schaubild 3). Sie fiel zwischen 1975 und 2006 um 4 Prozentpunkte (von 70,4% auf 66,3%) in den USA, um 10 Prozentpunkte (von 76,3% auf 66,2%) in der EU15 und um 15,6 Prozentpunkte (von 80,1% auf 64,5%) in Japan.

Schaubild 1: Lohnquoten in den USA, der EU15, Deutschland und Japan, 1975-2006

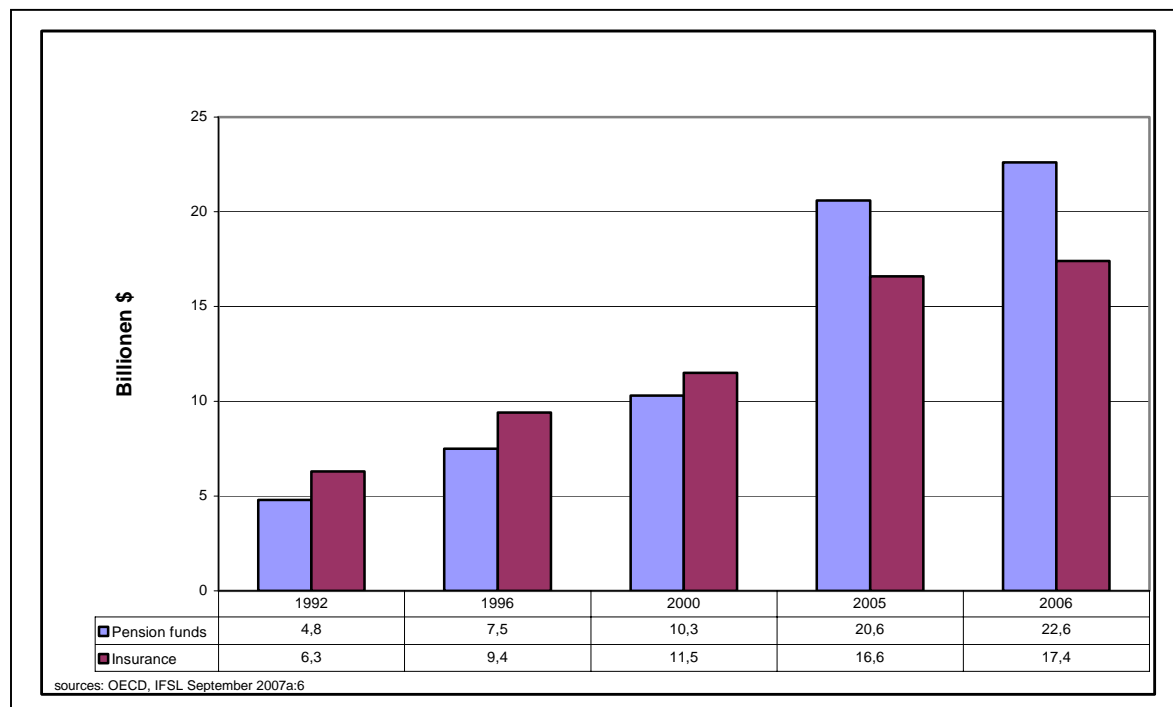


Diese Umverteilung hat auf der einen Seite zu einer starken Konzentration von Reichtum bei einer kleinen Zahl von Personen und Unternehmen geführt. Auf der anderen Seite hat der dauernde Rückstand bei den Löhnen und Gehältern den privaten Verbrauch geschwächt und als Folge dieser schwachen Endnachfrage das Wirtschaftswachstum gebremst.

Die *zweite Ursache* für die Zunahme von Finanzvermögen ist der Trend zu kapitalgedeckten Rentensystemen. Diese waren in den USA, Großbritannien und einigen kleineren Ländern schon lange vorherrschend, aber in den meisten anderen Ländern gab es öffentliche umlagefinanzierte Systeme, bei denen die Beiträge der Versicherten unmittelbar zur Finanzierung der Renten verwendet und nicht über die Kapitalmärkte geleitet wurden. Erst im letzten Viertel des vergangenen Jahrhunderts kamen diese Systeme unter Druck, nicht zuletzt durch internationale Institutionen wie die Weltbank und die OECD. Als Folge dieses Trends zu „Rentenreformen“ flossen größere Teile der Versicherungsbeiträge der Beschäftigten auf die Kapital-

märkte, wo sie von Pensionsfonds und Versicherungen verwaltet wurden. Ende 2006 betrug das Finanzvermögen der Pensionsfonds 22,6 Billionen Dollar und war fast fünfmal höher als 1992 (4,8 Billionen Dollar).

Schaubild 4: In Pensionsfonds und Versicherungen angelegtes Vermögen, 1992-2006



Ein *dritter* Grund für die Anhäufung von Finanzvermögen war die expansive Kreditpolitik der Banken, die ihrerseits durch die große Masse von bei Banken deponierten Finanzvermögen angetrieben wurde. Zwar erfolgte die Kreditvergabe in klaren Zyklen, aber diese Zyklen verliefen auf einem ansteigenden Trend, ihr Gesamtanstieg war stärker als der des Sozialproduktes.

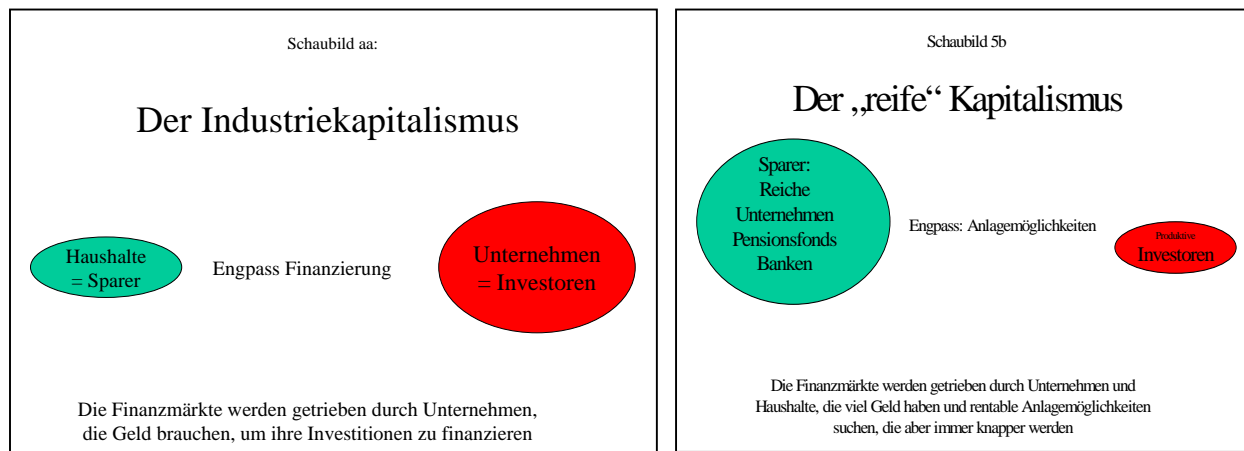
Der *vierte* Faktor bezieht sich auf die starke Internationalisierung von Kapitalflüssen und –anlagen. Sie wurde natürlich erst dadurch möglich, dass der internationale Kapitalverkehr politisch liberalisiert, das Regime der Kapitalverkehrskontrollen des Bretton Woods Systems durch ein Regime unbeschränkter Kapitalverkehrsfreiheit abgelöst worden war.

Diese vier Faktoren, die die Wucht des Wachstums und der Internationalisierung der Finanzmärkte bestimmten, waren nicht der Ausdruck „eherner Gesetze“ oder der „unausweichlichen Logik“ der Kapitals. Sie waren vielmehr Resultat veränderter sozialer Machtverhältnisse (fallende Lohnquote) und politischer Entscheidungen (Rentenreformen, Liberalisierung des Kapitalverkehrs), die ihrerseits Reaktionen auf wirtschaftliche Schwierigkeiten und politischen Druck waren.

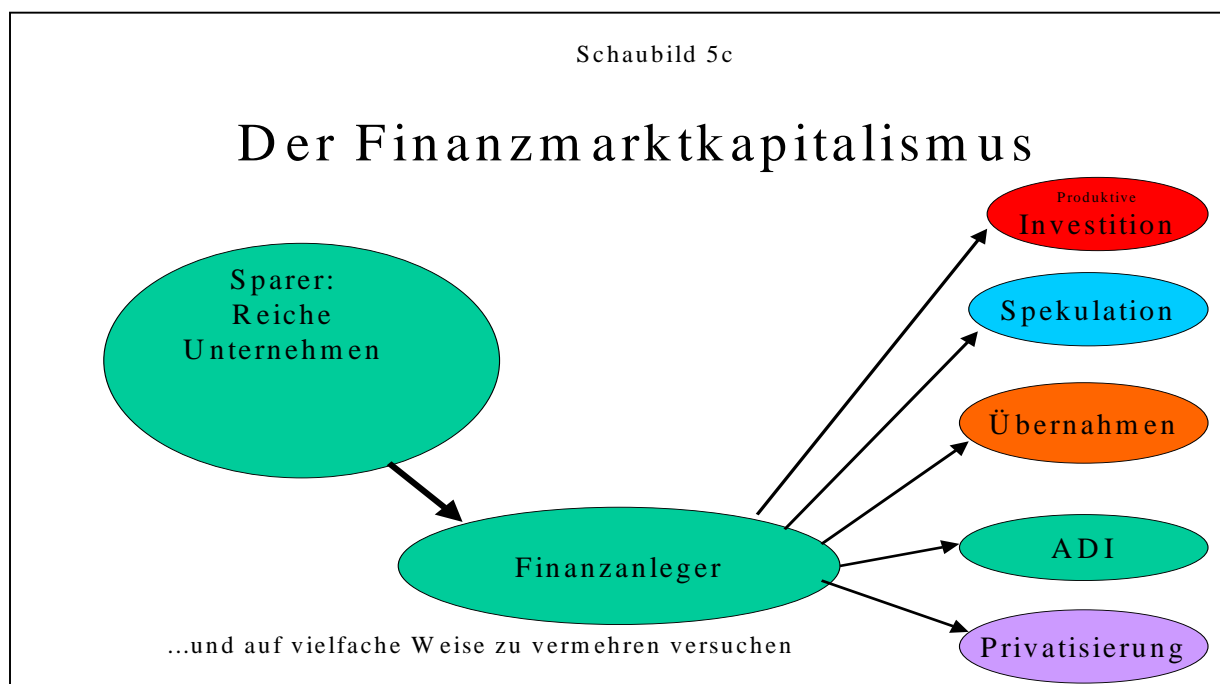
3. Finanzmarktgetriebener Kapitalismus – Begriff für eine neue Konstellation

Die lange enorme Akkumulation und Internationalisierung von privatem Finanzvermögen hat allmählich die quantitativen Proportionen zwischen dem Finanzsektor und dem produktiven Bereichen der Wirtschaft – und damit auch die Beziehungen zwischen den Hauptakteuren und die Engpässe kapitalistischer Entwicklung – in Richtung auf ein finanzmarktgetriebenes Muster verändert. (vgl. Schaubild 5 a-c)

Schaubilder 5a-c: Die veränderte Rolle der Finanzmärkte: von der Investitionsfinanzierung zum Finanzinvestment



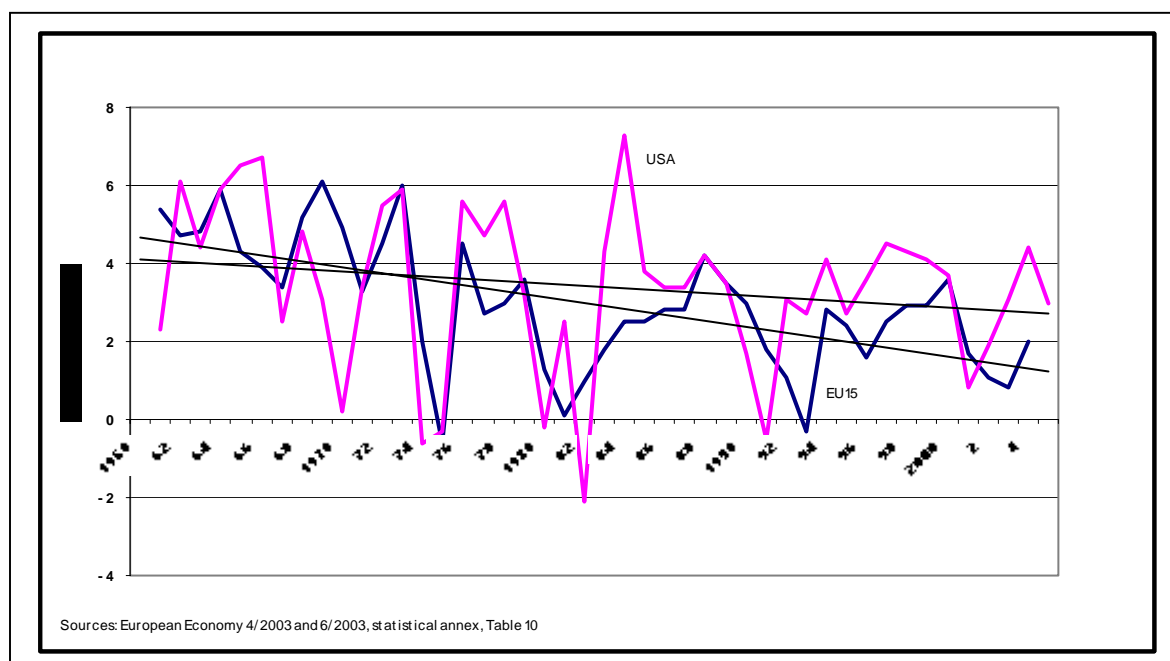
Im traditionellen Muster kapitalistischer Entwicklung waren die Unternehmer oder die Manager die entscheidenden Akteure, und ihre Arbeit bestand in der Organisation der Produktion und des Verkaufs. Die Finanzierung war ein Engpass für Unternehmensinvestitionen und wirtschaftliche Entwicklung. (vgl. Schaubild 5a). Er wurde nicht nur durch das Sparen der Haushalte sondern auch und primär durch die Kreditschöpfung der Banken überwunden die politisch durch die Zentralbank gestützt wurden. Im Unterschied dazu finden wir im „reifen Kapitalismus“ einen Überfluss an Finanzvermögen, für das rentable Anlagemöglichkeiten zunehmend schwieriger zu finden sind (Schaubild 5b) – während gleichzeitig die Kreditschöpfung in großem Umfang weitergeht, weil sie eine wesentlicher Gewinnquelle für den Bankensektor ist. In dieser Situation *finanzieller Überakkumulation* treten Finanzinvestoren zunehmend als zentrale Akteure an die Stelle einzelner Unternehmer oder Manager. Sie sammeln Geld von den letztendlichen Vermögensbesitzern ein, bündeln es zu großen Beträgen und verwenden diese in einem breiten Spektrum von Aktivitäten, unter denen die Produktion von Gütern und Dienstleistungen nur eine von vielen Optionen ist. Kapitalismus wird zu finanzmarktgetriebenem – genauer finanzinvestorgetriebenem – Kapitalismus, jedenfalls in den entwickelten Ländern. (Vgl. Schaubild 5c)



Die allmähliche Herausbildung dieser neuen Konstellation von Märkten und Akteuren verändert die Grundstruktur des Kapitalismus nicht, die darin besteht durch Ausbeutung von Arbeitskraft Mehrwert produzieren zu lassen und als Kapitalprofit anzueignen. Die Finanzinvestoren – ursprünglich nur eine Dienstleistungsbranche zur Management und zur Vermehrung von Finanzvermögen – die jetzt zu zentralen Akteuren werden, sind vom konkreten Produktionsprozess sehr viel weiter entfernt als die traditionellen Unternehmer und auch als die technokratischen Manager großer Industrie- oder Dienstleistungskonzerne. Unter diesem Aspekt ist finanzmarktgetriebener Kapitalismus eine weitere reale Mystifikation der Natur des Kapitalismus. Er eliminiert alle Zwischenstufen zwischen Geld (G) und mehr Geld (G') als dem letzten Zweck des Kapitals – wohingegen der Industriekapitalismus noch der sichtbaren Form $G - W \leftarrow P \rightarrow W' - G'$ folgt.

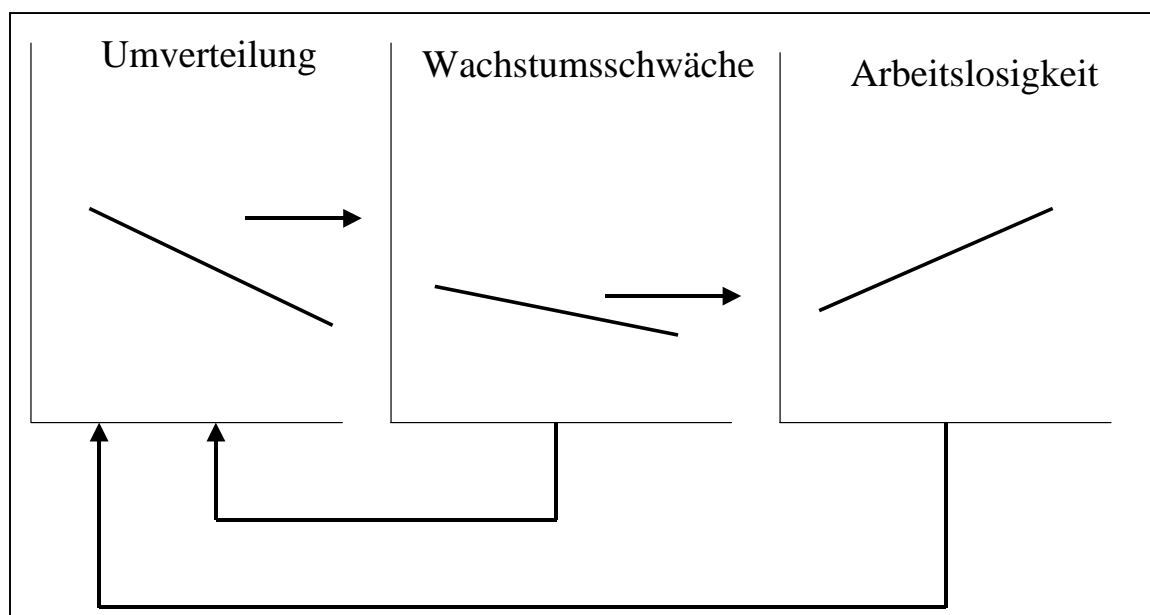
Der Aufstieg des finanzmarktgetriebenen Kapitalismus ging einher mit einer langfristigen Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in den USA und in Europa – zumindest im Vergleich zum Vierteljahrhundert nach dem zweiten Weltkrieg. (Vgl. Schaubild 6)).

Schaubild 6: Wirtschaftswachstum in der EU15 und in den USA, 1960-2005



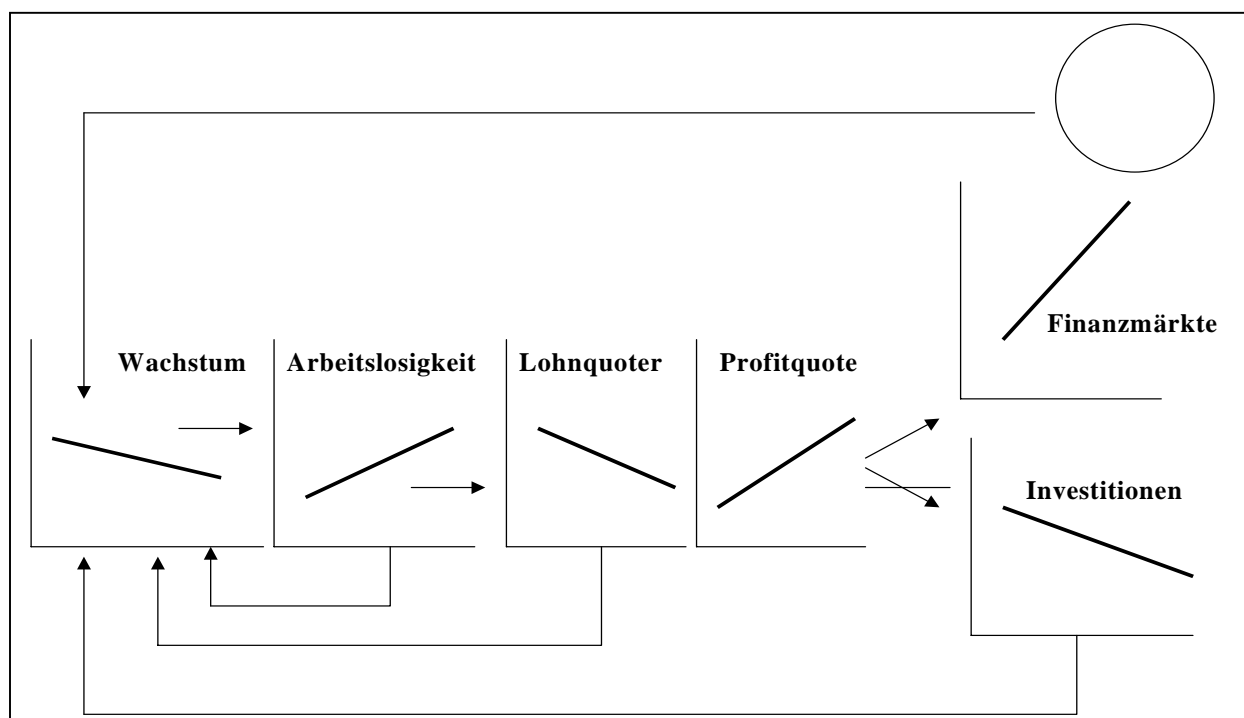
Eine Erklärung hierfür dürfte die anhaltende Umverteilung von unten nach oben sein, die einen Teufelskreis von Wachstumsschwäche, Arbeitslosigkeit und weiterer Umverteilung nach sich zog. (Vgl. Schaubild 7)

Schaubild 7: Teufelskreis Umverteilung, Wachstumsschwäche, Arbeitslosigkeit



Dieses Muster treibt seinerseits das starke Wachstum der Finanzmärkte an. Die Gewinne und hohen Einkommen werden immer weniger für Konsum (jedenfalls über eine gewisse Grenze des Luxuskonsums hinaus) oder der produktiven Investition (wegen der unzureichenden Märkten für Endprodukte und Dienstleistungen) genutzt. Stattdessen werden sie auf den Finanzmärkten angelegt. In bestimmten Abständen können sie dann das Wirtschaftswachstum über den Aufbau massiver Finanzspekulation zeitweise hochtreiben. Aber wenn die spekulativen Blasen dann platzen wird es massive negative Rückwirkungen für Wachstum, Beschäftigung und den Lebensstandard der Mehrheit der Menschen geben. (Vgl. Schaubild 8)

Schaubild 8: Die Folgen von Wachstumsschwäche und Umverteilung – starkes Wachstum der Finanzmärkte

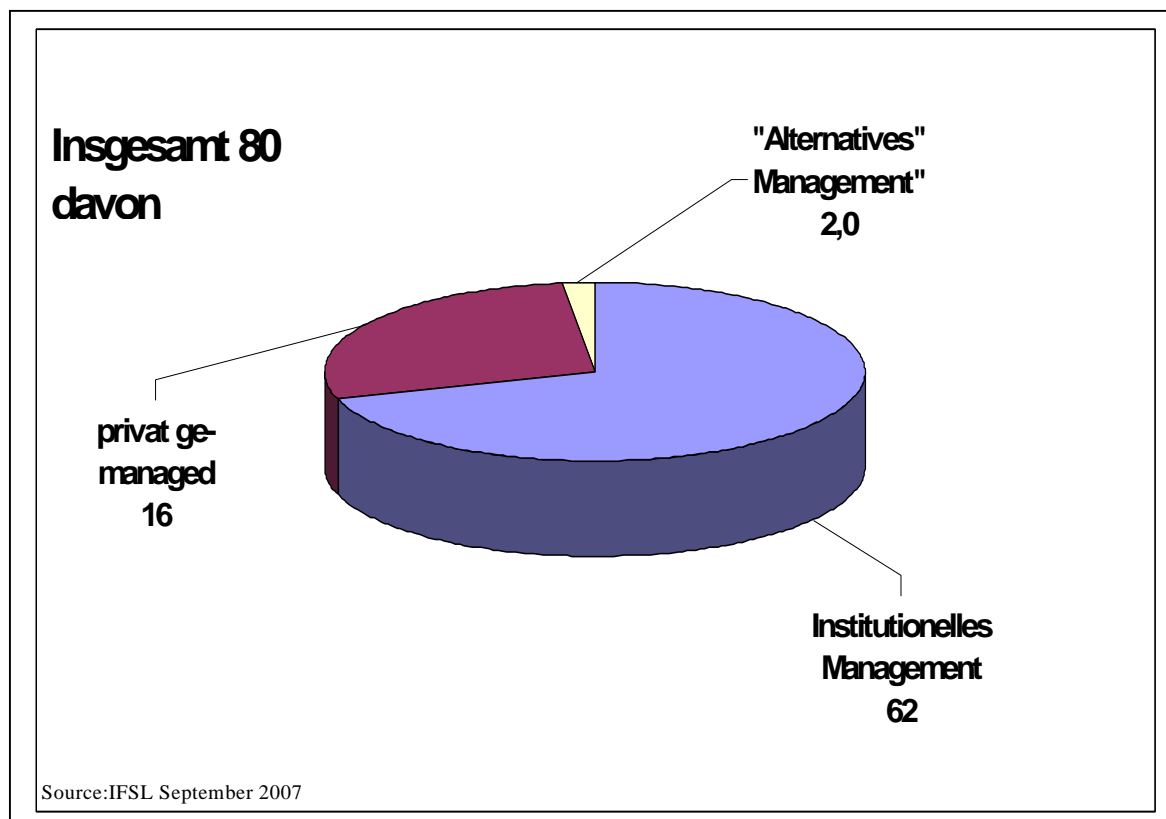


Der Übergang zu diesem Muster finanzmarktgetriebener Entwicklung ist ein allmählicher Prozess, der vor rund 30 Jahren begonnen hat und keineswegs abgeschlossen ist. Es ist auf der einen Seite ein Angriff auf die Erfolge und Errungenschaften progressiver Reformpolitik während der drei Jahrzehnte nach dem zweiten Weltkrieg. Auf der anderen Seite ist es der Ausdruck einer neuen Form von finanzieller Überakkumulation von Kapital, als Alternative zu der traditionellen Form von Überakkumulation. Während letztere sich in Überkapazitäten bzw., der Unterauslastung bestehender Kapazitäten im produktiven Sektor zeigte, kommt erstere zunehmend in der Anhäufung von Finanzvermögen zum Ausdruck, das nicht im produktiven, sondern im Finanzsektor angelegt wird.

4. Finanzinvestoren – die zentralen Akteure im heutigen Kapitalismus

Genauere als die von McKinsey bereitgestellten Zahlen gibt es nicht für das gesamte Finanzvermögen von 167 Billionen Dollar, sondern nur für den Teil, der professionell betreut wird. Der Gesamtbetrag dieses Vermögens belief sich Ende 2006 auf rund 80 Billionen Dollar. Mehr als drei Viertel hiervon entfielen auf institutionelle Investoren, ein Fünftel wurde privat (durch Banken, Stiftungen etc.) verwalet und 2% kamen auf „alternative“ Anlagen, z.B. Hedgefonds und Private Equity. (Vgl. IFSL 2007a: 6, Schaubild 9)

Schaubild 9: Professionell betreute Finanzvermögen weltweit, Ende 2006



Institutionelle Investoren sind die mit Abstand wichtigste Gruppe der Finanzinvestoren. In den letzten 26 Jahren haben die von ihnen betreuten Vermögen von 2,9 Billionen Dollar im Jahre 1980 auf 62 Billionen Dollar im 2006, d.h. um den Faktor 21 zugenommen. Allein in

den letzten vier Jahren belief sich der Anstieg des institutionell oder „konventionell“ gemaagten Vermögens auf 26 Billionen Dollar; es war 2006 um die Hälfte höher als auf dem Höhepunkt des letzten Finanzmarktbooms.(2000:40,1 Billionen \$, vgl. IFSL 2007b:3)).

Institutionelle Investoren unterteilen sich in drei große Gruppen: Investmentfonds, Versicherungen und Pensionsfonds. Die größte Gruppe ist die der Pensionsfonds (23 Billionen Dollar), es folgen Investmentfonds (22 Billionen Dollar) und Versicherungen (17 Billionen Dollar). Die Struktur der institutionellen Investoren unterscheidet sich von Land zu Land erheblich: Während in Frankreich nur 3,5% und in Deutschland nur 5,7% des institutionell verwalteten Vermögens in Pensionsfonds an gelegt sind, entfallen auf diese Gruppe in den Niederlanden 60,6% , in den USA 49,2% und in Großbritannien 34,1% des Gesamtvermögens. In Deutschland werden mehr als drei Viertel des Vermögens von Versicherungen verwaltet, die in den USA weniger als ein Fünftel (16,6%) auf sich vereinigen. (Vgl. Tabelle 1)

	Pensionsfonds		Versicherungen		Investmentfonds		Insgesamt		
	Bill. \$	%	Bill. \$	%	Bill. \$	%	Bill.\$	%	%
USA	15,893	49,2	6,012	18,6	10,414	32,2	32,319	100	52,3
Japan	1,16	27,4	2,49	58,9	0,579	13,7	4,229	100	6,8
Großbritannien	1,686	34,1	2,469	50,0	0,787	15,9	4,942	100	8,0
Frankreich	0,133	3,5	1,863	49,5	1,769	47,0	3,765	100	6,1
Deutschland	0,116	5,7	1,571	77,5	0,34	16,8	2,027	100	3,3
Niederlande	0,827	60,6	0,428	31,4	0,109	8,0	1,364	100	2,2
Schweiz	0,456	46,3	0,368	37,4	0,16	16,2	0,985	100	1,6
Andere	2,376	19,5	2,19	18,0	7,607	62,5	12,174	100	19,7
Insgesamt	22,648	36,6	17,392	28,1	21,765	35,2	61,804	100	100

Quelle: IFSL 2007b: 6

Die Branche ist stark konzentrierte: Die vier größten Unternehmen verwalten jeweils mehr als eine Billion Dollar, und auf die zehn größten entfallen 17% des Gesamtvermögens. (Vgl. Tabelle 2)

Tabelle 2: Die größten Vermögensverwalter weltweit, Ende 2006

Nr.	Name	Land	Vermögen Mrd. \$
1	Barclays Global Investors	UK	1 623
2	State Street Global Advisers	US	1 534
3	Fidelity Investments	US	1 300
4	The Vanguard Group	US	1 050
5	JP Morgan Asset Management	US	898
6	Capital Res. And Management	US	850
7	ING Investment Management	NL	694
8	Deutsche Asset Management	DE	662
9	UBS Global Asset Management	CH	658
10	Credit Agricole Asset Management	FR	642
11	PIMCO Allianz Global Investment	DE	642
12	Northern Trust Global Investors	US	640
13	AllianceBernstein L.P.	US	625

14	Axa Investment Managers	FR	579
15	Prudential Investment Management	US	568

Quelle: IFSL 2007b: 6

Pensionsfonds und die Privatisierung der Alterssicherung

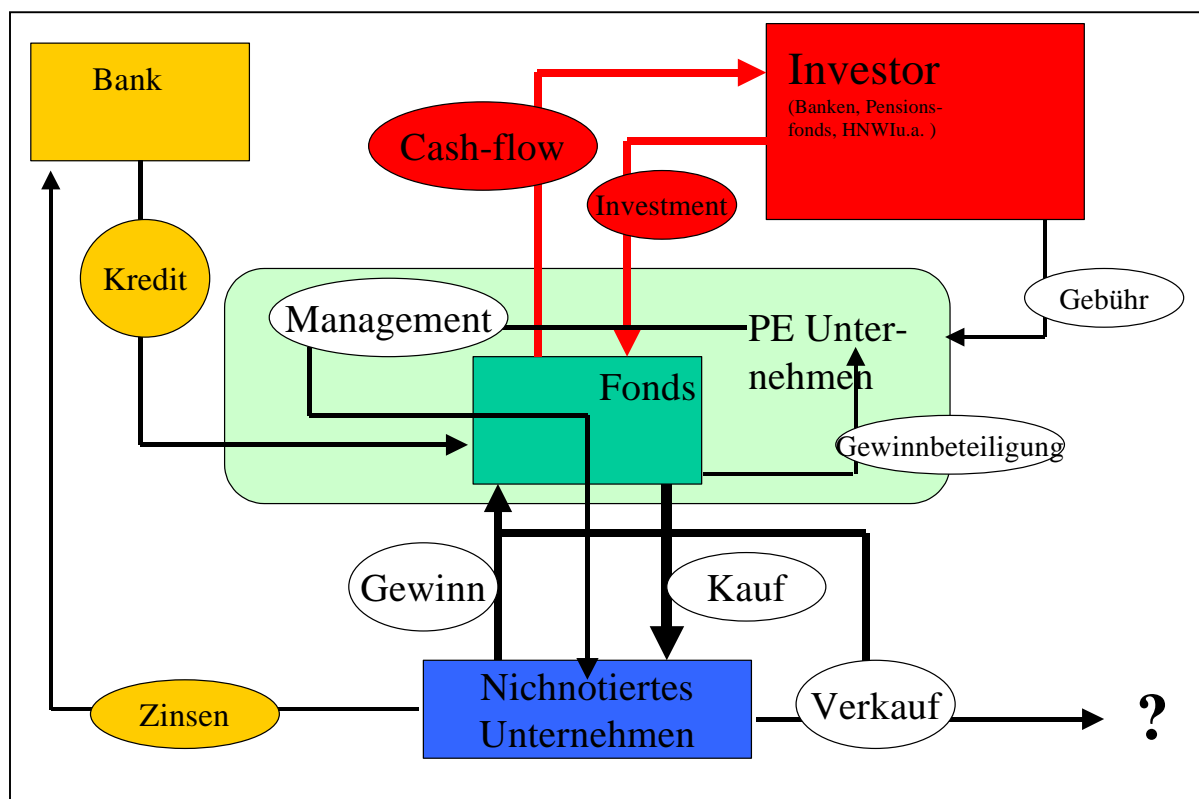
Die Entwicklung der größten Gruppe der institutionellen Investoren, der Pensionsfonds, steht in unmittelbarem Zusammenhang mit der Struktur und den Veränderungen der Alterssicherungssysteme. Während in einigen Ländern wie den USA oder Großbritannien diese Systeme sich traditionell auf die Kapitalmärkte stützten, hat es in den meisten anderen Ländern erst in den letzten drei Jahrzehnten starke Tendenzen gegeben, die traditionellen, öffentlichen und umlagefinanzierten Systeme durch private kapitalmarktgestützte zu ergänzen oder zu ersetzen. Diese Tendenz zur (mindestens Teil-) Privatisierung der öffentlichen Alterssicherungssysteme ist eine weltweite Erscheinung, die bereits in den 1970er Jahren in Lateinamerika begann: die ersten Schritte in diese Richtung fanden in Chile unmittelbar nach dem Putsch des General Pinochet im Jahre 1973 statt. Sie wurde dann durch internationale Finanzinstitutionen wie die Weltbank und die OECD weiter vorangetrieben und erreichte Kontinentaleuropa – West wie Ost – in den 1990er Jahren. Die starke Zunahme des Vermögens der Pensionsfonds kann jedenfalls nicht durch das Wachstum der immer schon privaten Systeme erklärt werden, denn das vergleichsweise schwache Wirtschaftswachstum, die noch schwächere Entwicklung der Löhne und Gehälter (als Basis für die Rentenbeiträge) und die hohe Arbeitslosigkeit dämpften vielmehr die Entwicklung der Beiträge auch zu den Pensionsfonds. Ihr Wachstum resultiert vielmehr aus der Privatisierung zunehmender Teile der öffentlichen Alterssicherungssysteme. Das entsprach den Interessen der Versicherungen und der Pensionsfonds, die – in Europa mehr als in den USA – oft Ableger der großen Finanzinstitute wie Barclays, ING, Allianz, AXA, Deutsche Bank, UBS usw. sind.

Institutionelle Investoren haben sich zunächst relativ kontinuierlich entwickelt. Erst seit Beginn dieses Jahrzehnt hat ihr Vermögen massiv zugenommen. Dieses außerordentliche Wachstum hat es schwieriger gemacht attraktive Gewinne zu erwirtschaften, die sie brauchen, um ihre Kunden (die Beitragszahler) zu halten und ihre Marktpositionen zu behaupten oder zu stärken. Derartige Schwierigkeiten haben Raum für verschiedene Finanzinnovationen und Innovatoren geschaffen, unter deren Einfluss die Bedeutung und der Einfluss von Finanzinvestoren sich verändert hat. Die bekanntesten Finanzinnovatoren sind Private Equity Unternehmen, die *neue Bereiche* der Finanzanlage erschließen, und Hedgefonds, die neue Strategien und Standards im Unternehmensmanagement einführen.

Private Equity Unternehmen

Private equity Unternehmen (PE) sind Unternehmen, die Geld von Banken, Pensionsfonds, reichen Personen (High Net Worth Individuals, HNWI) einsammelt, zusätzliche Mittel von Banken ausleihen und mit diesem Geld andere – in der Regel nicht börsennotierte – Unternehmen kaufen, diese „restrukturieren“ und anschließend mit hohem Gewinn wieder verkaufen, entweder an der Börse, oder an einen strategischen Investor, oder an ein anderes PE Unternehmen. (Vgl. Schaubild 10)

Schaubild 10: Private Equity: wie es funktioniert



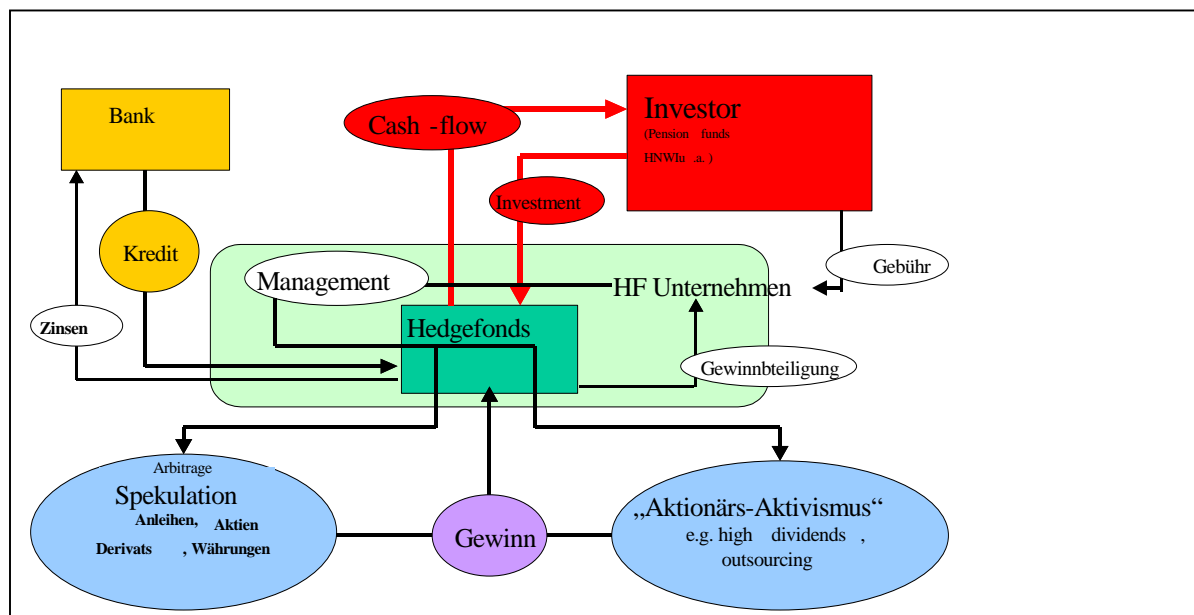
Die weltweiten Anlagen von PE Firmen haben sich in den letzten 10 Jahren sehr ungleichmäßig entwickelt. Sie stiegen von 60 Mrd. Dollar in 1996 auf 200 Mrd. \$ in 2000, fielen dann auf weniger als 100 Mrd. \$ in 2002 zurück, und erholten sich zwischen 2002 und 2005 allmählich wieder. In 2006 sind sie geradezu explodiert und erreichten mit 365 Mrd. Dollar das Dreifache des Vorjahreswertes. Das Wachstum hielt auch im ersten Halbjahr 2007 noch an, bevor es im Zuge der aktuellen Finanzkrise abrupt abbrach. Das außergewöhnliche Wachstum im Jahre 2006 ist zumindest teilweise auf die Tatsache zurückzuführen, dass es in diesem Jahr eine Reihe von Megadeals gab, die bis dahin eher die Ausnahme geblieben waren. Von den 10 größten Transaktionen seit Ende der 1980er Jahre fanden sieben in 2006 oder 2007 statt. (Vgl. IFSL 2007a: 4). Nach wie vor kommt die große Mehrheit der PE Unternehmen aus den USA, aber Europa holt auf, schneller bei den aufgenommenen Mitteln (hier stieg der Anteil Europas von 21% in 2000 auf 44% in 2006), langsamer bei den Anlagen (Anstieg von 21% auf 24%). (Vgl. IFSL 2007: 2)

Hedgefonds

Hedgefonds sind Vermögen, die von HNWI, Banken und – zunehmend – auch von institutionellen Investoren (besonders Pensionsfonds) stammen und von Hedgefonds-Managern in entweder riskanten aber renditeträchtigen Wertpapieren oder in börsennotierten Unternehmen angelegt werden. (Vgl. Schaubild 11) Im ersteren Fall handelt es sich um Finanzspekulation. Im zweiten Fall entwickeln die Hedgefonds-Manager einen neuen Aktionärs-Aktivismus mit dem Ziel hohe Dividendenausschüttungen oder Kurssteigerungen zu erreichen oder die Preise für eine Übernahme in die Höhe zu treiben. Schätzungen gehen davon aus, dass es gegenwärtig 11000 Hedgefonds gibt, die 2,25 Billionen Dollar verwalten. (Vgl. IFSL 2008: 1) Das ist wenig im Vergleich zu den über 60 Billionen Dollar, über die traditionelle institutionelle Investoren verfügen. Es sollte aber beachtet werden, dass Hedgefonds im Unterschied zu letzteren mit einem hohen Kredithebel arbeiten und mit 2,3 Billionen Eigenkapital leicht das Zahn-

fache dieses Betrages bewegen können, womit sie durchaus an die Größenordnung der institutionellen Investoren herankommen.

Schaubild 11: Hedgefonds: Wie sie funktionieren



Auch bei Hedgefonds kommt die Mehrheit noch aus den USA, aber der US-Anteil nahm zwischen 2002 und 2006 von mehr als vier Fünfteln (82%) auf gut zwei Drittel (67%) ab, während Europa auch hier schnell aufholt und seinen Anteil am weltweiten Vermögen der Hedgefonds von 12% auf 22% in der gleichen Zeit fast verdoppelte. Auch die Rolle Asiens als Herkunftsregion von Hedgefonds-Vermögen ist von 5% auf 7% gestiegen, bleibt aber zunächst noch relativ gering. (Vgl. *ibid.*) Ungefähr die Hälfte aller Hedgefonds sind offshore registriert, die meisten davon (57%) auf den Cayman Inseln. Von den Onshore-Hedgefonds haben die meisten ihren Sitz in den USA, vor allem in Delaware. (Vgl. *ibid.*)

5. Strategien der Finanzinvestoren und ihr Einfluss auf die Geschäftsmodelle in Europa

In den 1970er und 1980er Jahren folgten die großen europäischen institutionellen Investoren überwiegend einer Linie des passiven Managements, d.h. sie mischten sich weder in die strategische Ausrichtung noch in das Tagesgeschäft der Unternehmen ein, in denen sie das Kapital ihrer Kunden anlegten. Seit den 1990er Jahren wird diese Haltung jedoch durch ein aktiveres Management mit dem Ziel höherer Renditen abgelöst. Hintergrund hierfür sind der stärkere Druck der US-Anleger, der wachsende Umfang der Finanzvermögen und härtere Konkurrenz, das Auftauchen neuer Gruppen von Finanzinvestoren, insbesondere von Hedgefonds.

Die neuen Strategien können grob in drei Gruppen eingeteilt werden, die sich nicht ausschließen, sondern sogar ergänzen: Finanzspekulation, Aktionärs-Aktivismus und die Ausübung politischen Drucks.

Finanzspekulation und wirtschaftliche und soziale Destabilisierung

Finanzspekulation ist der Kauf oder Verkauf zukünftiger finanzieller Ansprüche zu einem in der Gegenwart festgelegten Preis in der Erwartung, dass dieser zum Zeitpunkt der Fälligkeit verändert (oder nicht verändert) sein wird. Sie wurde ursprünglich als Instrument zur Sicherung der Einkommen von Käufern oder Verkäufern von Rohstoffen gegen über Preisschwankungen oder Wechselkursänderungen entwickelt worden. Im Laufe der Herausbildung von Finanzmärkten entwickelte die Finanzspekulation ihr eigenes, von der Welt der Rohstoffe oder anderer Waren zunehmend getrenntes Leben. Gefördert wurde diese Entwicklung auch durch das Ende des Regimes fester Wechselkurse und Kapitalverkehrsbeschränkungen sowie die anschließende Liberalisierung und Deregulierung der Finanzmärkte in den großen Industrieländern. Als Folge sind in den letzten drei Jahrzehnten eine zunehmende Zahl von Spekulationsblasen entstanden und geplatzt – angefangen mit Lateinamerika in den frühen 1980er Jahren bis zu der jüngsten weltweiten Finanzkrise, die von dem amerikanischen Markt für zweitrangige Hypotheken ausging.

Während Finanzspekulation früher oft eine Angelegenheit von Hedgefonds war, die hier nach wie vor aktiv sind, beteiligen sich in den letzten Jahren zunehmend auch andere Finanzinvestoren, wie Investmentfonds, Private Equity Unternehmen und insbesondere auch Banken in diesen Bereichen. In der aktuellen Krise haben die Banken durch ihre sehr leichtsinnige Kreditpolitik eine wesentliche Rolle gespielt. Sie vergaben in großem Umfang Kredite nicht nur an arme Hausbesitzer sondern auch an Hedgefonds und Private Equity Unternehmen, die billige Kredite als Hebel zur Steigerung der Gewinne ihrer Geldgeber einsetzten. Überdies umgingen die Banken die regulatorischen Eigenkapitalanforderungen, indem sie Kredite in Wertpapiere umwandelten, die sie dann an spekulative Investoren verkaufen, oft an andere Banken, die keine Ahnung von den Risiken hatten, die in diesen Kreditpaketen steckten.

Wenn Spekulationsblasen platzen, beschränken sich die Wirkungen meist nicht auf den Finanzsektor sondern führen zu gesamtwirtschaftlichen Krisen mit schwerwiegenden Folgen für Wachstum, Beschäftigung und Einkommen für die breite Mehrheit der Bevölkerung. Dies hat sich unübersehbar in allen Finanzkrisen in den Entwicklungsländern sowie auch in der dot.com-Krise am Ende der 1990er Jahre gezeigt. Auch die aktuelle Krise beeinträchtigt die Aussichten für Wachstum und Beschäftigung in den USA massiv. Sie hat bisher allerdings nur geringe Auswirkungen auf den nicht-finanziellen Sektor in Europa gehabt. Ein Grund hierfür könnte darin liegen, dass die meisten Länder in Europa noch beträchtliche Barrieren gegenüber spekulativen Aktivitäten ihrer institutionellen Investoren, insbesondere der Pensionsfonds, aufrechterhalten. Daher ist es einigermaßen alarmierend, dass die Europäische Kommission derartige Barrieren als Hindernis gegenüber einer der Grundprinzipien des Vertrages über die Europäische Union, das Prinzip der Kapitalverkehrsfreiheit betrachtet und entschlossen scheint, gegen derartige nationale Regulierungen vorzugehen. In einem „Weißbuch für den Ausbau des Binnenmarkttrahmens für Investmentfonds“ vom November 2006 Papier bekundet die Kommission ihre Absicht, „die Formen der Vertriebs- und der Verkaufsbeschränkungen (zu) prüfen, die im Zusammenhang mit der Anwendung der Wohlverhaltensregeln durch die Wertpapierfirmen beseitigt werden sollten.“ (EU-Kommission 2006: 15) Sie scheint sich dabei auf die Empfehlungen zweier „Expertengruppen“ über Hedgefonds und Private Equity zu stützen, die im Juli 2006 veröffentlicht wurden. Bemerkenswerterweise bestanden diese von der Kommission benannten Expertengruppen ausschließlich aus Vertretern von Finanzinstituten – als wären diese die einzigen, die durch die Tätigkeit von Hedgefonds und Private Equity betroffen sind. Es überrascht nicht, dass sie eine weitere Liberalisierung des Marktes empfahlen. Insbesondere propagieren sie die Aufhebung der bescheidenen Beschränkungen für Kapitalanlagen von institutionellen Investoren in riskanten Anlageklassen (wie Hedgefonds und Private Equity), „die mit einer sehr hohen Wahrscheinlichkeit einer negativen Entwicklung der Anlagerendite behaftet sind.“(ibid.) Hiermit verstärkt die Kom-

mission den Deregulierungsansatz der „Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente“ vom April 2004 (die seit November 2007 in Kraft ist), denn diese „ersetzt die strengen Beschränkungen beim Verkauf bestimmter Instrumente an bestimmte Anlegerkategorien durch ein System, das die Verantwortung auf die Wertpapierfirma überträgt, wenn es darum geht zu ermitteln, ob eine bestimmte Anlage für den jeweiligen Anleger angemessen oder zweckmäßig ist.“ (ibid.)

Die von der EU-Kommission betriebene Aufhebung nationaler Schutzbarrieren könnte und würde aller Wahrscheinlichkeit eine neue Welle von Kapitalanlagen von Pensionsfonds in spekulative Hedgefonds auslösen und dadurch die zunehmend privatisierten Alterssicherungssysteme in der EU destabilisieren. Es sollte die Alarmglocken läuten lassen, dass der Anteil des von Hedgefonds angelegten Kapitals, der von Pensionsfonds stammt, zwischen 1997 bis 2006 von 5% auf 11% gestiegen ist (vgl. IFSL 2007b:3). Dadurch werden die Renten der Beschäftigten in zunehmendem Masse den Risiken der Finanzmärkte ausgesetzt.

„Aktives Management“ und Corporate Governance – die Ausrichtung am “Shareholder Value“

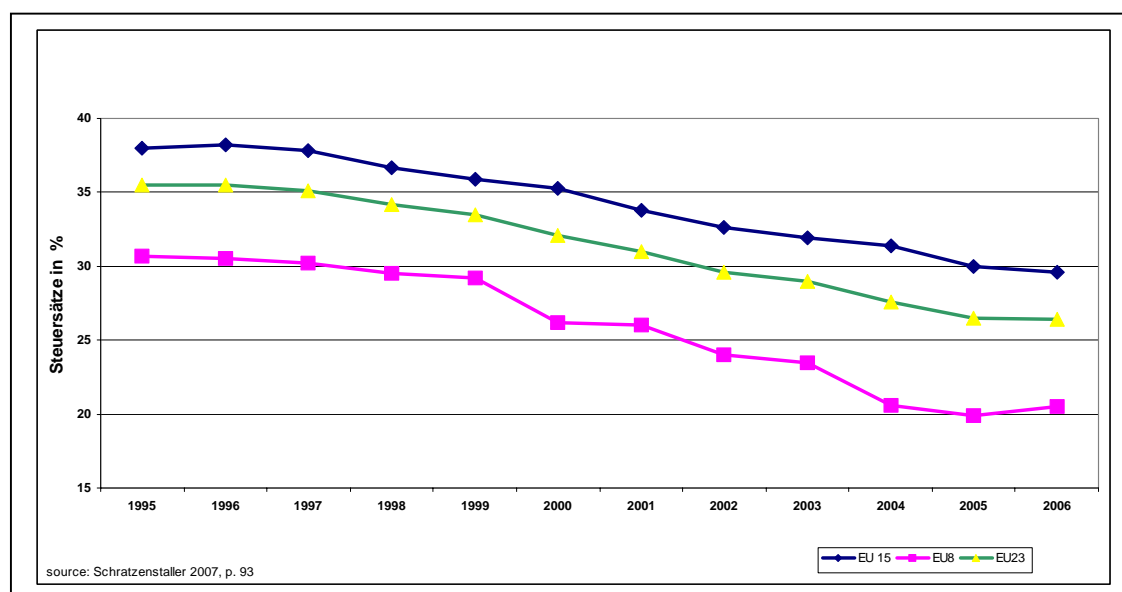
Die zweite und in jüngster Zeit besonders favorisierte Strategie der Finanzinvestoren ist besteht in der Entwicklung von mehr „Aktionärs-Aktivismus“. Das Ziel dieser Strategie ist klar: sie soll zu schnellen und hohen Auszahlungen an die Aktionäre führen, oft zu Lasten des Aufbaus langfristiger strategischer Positionen und der langfristigen Leistungsfähigkeit des Unternehmens. Die Philosophie, die dem zugrunde liegt, läuft auf die Behauptung hinaus, dass eine Aktiengesellschaft eine Angelegenheit von Aktionären für Aktionäre ist – und sonst nichts. Alle darüber hinaus gehenden Interessen unterschiedlicher Gruppen spielen keine Rolle. Diese strategische Ausrichtung unterscheidet sich wesentlich von der Finanzspekulation. Sie ist realitätsnäher insoweit sie anerkennt, dass Gewinne nicht in der Zirkulation durch spekulative Handelsgeschäfte entstehen, sondern in der Produktion durch „Restrukturieren“, Kostensenkung und die Produktion eines höheren Mehrwerts – in marxistischer Terminologie, in der stärkeren Ausbeutung der Arbeitskraft. Das umfasst auch heftige Angriffe auf die Unternehmenskultur und die Rechte der Beschäftigten, die in den ersten Jahrzehnten nach dem zweiten Weltkrieg durchgesetzt worden waren..

Die Probleme, die diese aggressivere Strategie der Restrukturierung und Ausrichtung am Aktionärsinteresse mit sich bringen, beschränken sich nicht auf die Unternehmen, die von dem Druck und den Maßnahmen der Finanzinvestoren unmittelbar betroffen sind. Mindestens genauso gefährlich und insgesamt viel gefährlicher ist die Gefahr der systemischen Ansteckung. Damit ist die Übertragung der aggressiven Strategien von Hedgefonds und Private Equity auf die traditionellen institutionellen Investoren gemeint, die die wichtigsten Säulen der Finanzanlage und des Finanzmanagements sind, und von da auf die Unternehmensführung in der Wirtschaft insgesamt. Dieser Übertragungsmechanismus beruht auf der Tatsache, dass institutionelle Investoren überwiegend private Unternehmen sind, die untereinander um das Geld ihrer Investoren oder letztendlichen Vermögensbesitzer konkurrieren. Der wichtigste Hebel der Konkurrenz ist das Versprechen, hohe Gewinne für die Geldgeber zu generieren. In einer derartigen Umgebung definieren Hedgefonds Mindestschwellen für Renditen und setzen Standards für die Unternehmensführung. Wenn ein institutioneller Investor einen Teil seines Kapital bei Private Equity oder Hedgefonds platziert und daraus höhere Gewinne bezieht, führt das unweigerlich zu einem Druck auf andere Investoren, einschließlich Pensionsfonds, in ähnliche Anlageklassen zu investieren, um ein Abwandern der Kunden zu verhindern.

Druck auf Regierungen für Steuersenkungen und Privatisierungen

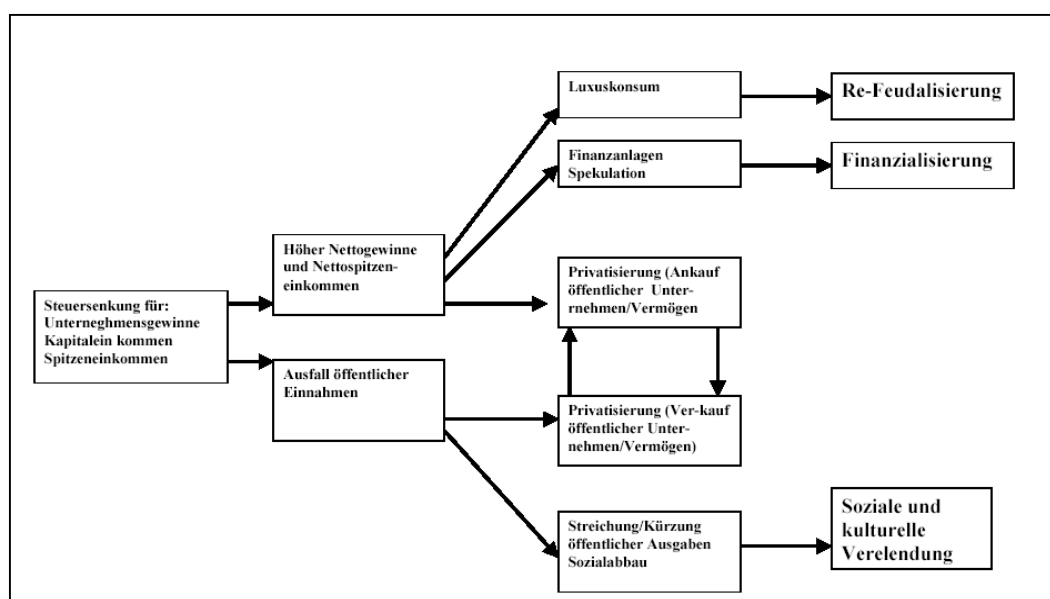
Eine dritte Strategie von Finanzinvestoren besteht darin, Druck auf Regierungen und Parlamente auszuüben, das jeweilige Land zu einem attraktiven Finanzplatz zu machen. Dieser Druck erhält durch die Drohung Nachdruck, anderswo zu investieren, falls die Bedingungen nicht entsprechend den Interessen der Finanzinvestoren gestaltet werden. Ein Resultat dieses Drucks ist der geradezu wahnhafte Wettlauf nach unten bei den Steuern auf Unternehmens- und Veräußerungsgewinne und den Zinsen. Er hat zu einer erheblichen Senkung der Körperschaftsteuersätze (vgl. Schaubild 12) und zur Steuerbefreiung für Zinseinkommen in den meisten Ländern der EU geführt. von

Schaubild 12: Körperschaftsteuersätze in der EU, 1995-2006



Derartige Steuerwettläufe untergraben die Einnahmeseite der öffentlichen Haushalte und setzen diese unter steigenden Druck. Das führt zu zunehmenden Schwierigkeiten, die öffentlichen Dienstleistungen im bisherigen und notwendigen Umfang aufrecht zu erhalten. Dieser Haushaltsdruck schafft dann ein günstiges Umfeld für die Forderungen der Finanzinvestoren nach Verkauf öffentlichen Vermögens und Privatisierung öffentlicher Dienstleistungen. In einer Situation, in der wachsende private Finanzvermögen rentable Anlagemöglichkeiten suchen und die öffentlichen Haushalte unter steigendem Druck stehen, erscheint beides als Lösung der Probleme sowohl der Reichen als auch des Staates. Privatisierung schafft für erstere eine neue Anlagemöglichkeit und vermindert zur gleichen Zeit die finanziellen Lasten bei letzterem. Dies kommt in Schaubild 13 zum Ausdruck. Steuersenkungen auf Gewinne und Vermögen steigern auf der einen Seite den Druck auf die öffentlichen Haushalte und auf der anderen Seite das verfügbare Einkommen der Reichen. Diese verwenden das Geld dazu, von den Regierungen rentable Vermögen zu erwerben und sich in öffentliche Dienstleistungen einzukaufen. In einer Nettrechnung erweist sich das Ganze einfach als ein Geschenk an die Reichen: Die Regierungen geben über Steuersenkungen Geld an reiche Personen und Unternehmen und verkaufen diesen dann für dieses Geld das öffentliche Vermögen. In der sozialen Substanz ist der ganze Prozess nichts anderes als die Verwandlung von öffentlichem in privaten Reichtum – mit negativen Rückwirkungen vor allem für den sozialen Zusammenhalt, aber auch für die wirtschaftliche Entwicklung.

Schaubild 13: Umverteilung – Finanzmärkte - Privatisierung



Es bleibt allerdings eine offene Frage, ob eine derartige Privatisierung öffentlicher Dienstleistungen unter Haushaltsdruck wirklich den Zweck erfüllt, die finanziellen Belastungen für den Staat zu vermindern. Das ist offensichtlich dann der Fall, wenn mit der Privatisierung auch die öffentliche Verantwortung für die Aufrechterhaltung für die zuvor in öffentlicher Regie erbrachten Dienstleistungen aufgegeben wird, unter Inkaufnahme einer Verschlechterung bei der Qualität, Erschwinglichkeit und Zugänglichkeit dieser Dienste. In den Fällen jedoch, in denen die Regierung die Dienstleistungen privatisiert, aber ihre Erbringung als öffentliche Aufgabe beibehält – die durch politische Aufsicht oder öffentlich-private-Partnerschaften (PPP) organisiert werden sollen, könne die Kosten der Regulierung oder für den Kauf oder die Anmietung der Dienste vom privaten Sektor langfristig höher sein als die der öffentlichen Bereitstellung – auch wenn letztere durch öffentliche Kreditaufnahme finanziert werden muss.

Um das Ganze zusammenzufassen und in einen größeren Zusammenhang zu stellen. Aus der Perspektive der politischen Ökonomie liegt die Hauptproblematik, die mit der wachsenden Bedeutung von Finanzinvestoren und ihrer Strategien verbunden ist, in der enormen Verschiebung wirtschaftlicher und politischer Macht zugunsten des Kapitals. Finanzinvestoren fordern nicht nur immer höhere Renditen für die von ihnen verwalteten Vermögen; sie verändern die Rahmenbedingungen und Umwelt für alle wirtschaftlichen und zunehmende Teile der gesellschaftlichen Prozesse indem sie sie unter verstärkten Konkurrenzdruck stellen und dazu zwingen, alle traditionellen gesellschaftlichen Verhältnisse dem Grundsatz schneller Gewinne unterzuordnen. Das – relative – Machtgleichgewicht zwischen Arbeit und Kapital, das in der Nachkriegszeit erreicht worden und die Grundlage der kontinentaleuropäischen Sozialstaaten in allen verschiedenen Variationen war, wird zunehmend durch die beherrschende Rolle und die Strategien einer neuen Generation von Finanzinvestoren untergraben. An die Stelle sozialer Sicherheit als unabdingbarem Bürgerrecht treten unsichere und prekäre Perspektiven, der Reichtum der oberen Klassen nimmt ebenso zu wie die Zahl der Armen, sogar bei denen, die Arbeit haben. Individuelle Konkurrenz – manchmal ergänzt durch individuelle Mildtätigkeit – tritt an die Stelle gesellschaftlicher Solidarität .

Gegen diese zusammenfassende Einschätzung ließe sich einwenden, dass man die Schuld für alle Übel der Welt nicht bei einer kleinen Zahl von Finanzinvestoren suchen sollte, deren Macht dadurch massiv überzeichnet würde. In diesem Einwand steckt ein wahrer Kern. In

einer breiteren Perspektive kann man argumentieren, dass der allgemeine Entwicklungstrend während der letzten drei Jahrzehnte die immer machtvollere neoliberale Gegenreform gegen die während der zweieinhalb Jahrzehnte nach dem zweiten Weltkrieg durchgesetzten sozialen und politischen Errungenschaften war. Aber auch dann wären die Finanzmärkte das Hauptmedium für diese Gegenreform, und Finanzinvestoren, und in jüngster Zeit insbesondere Hedgefonds und Private Equity, wären die wichtigsten und effizientesten Vollstrecker des allgemeinen sozialen und demokratischen Roll-back, mit dem wir gegenwärtig konfrontiert sind.

6. Ansätze und Perspektiven für Widerstand, Interventionen und Alternativen

Entsprechend der Struktur der Probleme, die durch die Akteure an den Finanzmärkten geschaffen werden, können auch die Vorschläge für politischen Widerstand und Gegenmaßnahmen in drei Gruppen unterteilt werden: Beschränkung der Spekulation, Schutz für Beschäftigte und Unternehmen und Verminderung der finanziellen Überakkumulation.

Die *Beschränkung der Spekulation* könnte durch direkte Vorschriften für Finanzinvestoren angegangen werden, z.B. durch Transparenzvorschriften oder Beschränkung ihrer Kreditaufnahme zu Hebelzwecken. Das Problem besteht darin, dass viele der neuen Finanzinvestoren in Offshorezentren beheimatet sind und daher nicht direkt belangt werden können. Auf der anderen Seite haben die meisten traditionellen institutionellen Investoren aber ihren Sitz im Inland. Es kann und sollte daher unbedingt verboten werden, dass Pensionsfonds und Versicherungen in spekulative Anlagen investieren. Solche Beschränkungen existieren noch in einigen Ländern, werden allerdings von den Finanzinstituten massiv bekämpft. Derartigen Angriffen sollten die Länder widerstehen, um zu verhindern, dass die Renten den unkalkulierbaren Risiken der Finanzmärkte ausgeliefert werden.

Auch die Beschränkung der Kreditaufnahme zu Hebelzwecken ist auf dem Weg über die ausleihenden Banken möglich, durch die Festsetzung entweder direkter quantitativer Höchstwerte oder höherer – z.B. 300% oder 500% betragender - Eigenkapitalanforderungen für Kredite an Hedgefonds und Private Equity. Auch die Verbriefung und der Verkauf von Krediten an eigens zu diesem Zweck geschaffene Unternehmen sollte verboten oder unter besonderen Erlaubnisvorbehalt gestellt werden, denn letztendlich laufen diese Handelsgeschäfte auf eine Umgehung der Kreditbeschränkungen hinaus, die mit Eigenkapitalvorschriften verbunden sind. Weitere Instrumente sind die Besteuerung von Veräußerungsgewinnen oder von Dividen- oder sonstigen Finanzmarktumsätzen – und natürlich die Schaffung eines kooperativeren (regionalen oder globalen) Wechselkurssystems.

Um *Beschäftigte und Unternehmen vor schädlichen Maßnahmen von Finanzinvestoren zu schützen* kommt es bei Private Equity wesentlich darauf an, zu verhindern, dass die Belastungen aus Krediten, die aufgenommen wurden, um eine Firma zu übernehmen, auf diese überwältigt werden, oder dass Geld in Form von Sonderdividenden oder Bonuszahlungen aus diesen Unternehmen abgezogen wird. Um schnelle hit-and-run Strategien durch Hedgefonds bei großen börsennotierten Firmen zu erschweren, könnten die Stimmrechte in derartigen Unternehmen an die Haltedauer der Aktien gebunden werden, z.B. erst ein Jahr nach dem Erwerb dieser Aktien einsetzen. Die Möglichkeiten in der geltenden Übernahmerrichtlinie feindlichen Übernahmen entgegenzutreten sollten gestärkt und nicht – wie von der Europäischen Kommission beabsichtigt – geschwächt werden. Sie sollten den Beschäftigten eines Zielunternehmens nicht nur Informationsrechte, sondern auch ein Vetorecht gegenüber Übernahmen geben, die die Interessen der Beschäftigten nicht ausreichend berücksichtigen.

Verminderung finanzieller Überakkumulation. Die Beschränkung von Spekulation und der Schutz von Unternehmen und Beschäftigten gegen Aisplünderung durch Finanzinvestoren sind vernünftige und – wenn sie mit genügend politischer Energie durchgeführt werden – wirksame Maßnahmen um Finanzsysteme und wirtschaftliche Entwicklung zeitweise zu stabilisieren. Aber sie nehmen den Druck nicht aus dem System und werden nicht verhindern, dass Finanzinvestoren, die unter enormem Druck der Vermögensbesitzer stehen, neue Wege und Methoden der Profitproduktion suchen und finden, die zu Destabilisierung und Polarisierung in neuen und unerwarteten Formen führen werden. Daher muss eine umfassendere Strategie zur Verminderung des Einflusses von Finanzinvestoren in Wirtschaft und Gesellschaft die Wurzeln dieses Drucks angehen. Die wichtigsten dieser Wurzeln liegen außerhalb des Finanzsystems, nämlich in der zunehmend einseitigen Verteilung von Einkommen und Vermögen und in der zunehmenden Privatisierung der sozialen Sicherungssysteme. Eine langfristige Strategie zur Zählung der Finanzmärkte und zu ihrer Wiedereinbettung in einen Rahmen vernünftiger und sozial nachhaltiger wirtschaftlicher Entwicklung muss diese beiden Trends daher umkehren: Sie muss zum einen eine Umverteilung von oben nach unten durch höhere (Mindest)Löhne und Sozialausgaben bei einer gleichzeitig höheren Besteuerung von Vermögen, Gewinnen und hohem Einkommen auf den Weg bringen. Zum anderen sollte sie die Alterssicherung in öffentlichen Systemen organisieren, die von der Dynamik und den Risiken der Finanzmärkte abgekoppelt sind. Beides würde die Akkumulation privater Finanzvermögen erheblich verlangsamen und daher einen großen Teil des Drucks aus den Finanzmärkten nehmen. Derartige Strategien gehen natürlich weit über Finanzmarktpolitik hinaus. Sie sind Elemente einer Politik zur umfassenden Demokratisierung der Wirtschaft.

Literaturhinweise

- European Commission (2006a) *Report of the Alternative Investment Expert Group, Managing, Servicing and Marketing Hedge Funds in Europe*, Brussels
- European Commission (2006b) *Report of the Alternative Investment Expert Group, Developing European Private Equity*, Brussels
- Europäische Kommission (2006) Weißbuch für den Ausbau des Binnenmarktrahmens für Investmentfonds, KOM(2006) 686 endg., 15 November 2006, Brüssel
- Farrell, Diana, Christian S. Fölster, and Susan Lund (2008), *Long-term trends in the global capital markets*, The McKinsey Quarterly, Economic Studies, February,
- IFSL (2008) *Hedge Funds*, City Business Series, April (www.ifsl.org.uk)
- IFSL (2007a) *Private Equity 2007*, IFSL Research, London, August (www.ifsl.org.uk)
- IFSL (2007b) *Fund Management 2007*, IFSL Research, London, September (www.ifsl.org.uk)
- Lane, Philip R., Gian Maria Milesi-Ferretti (2006) *The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004*, IMF Working Paper WP/06/69, Washington
- OECD (2001) *Institutional Investors, 1980-2001*, CD-Rom
- Walter Margit (2007) Steuerwettbewerb in der EU, in: Miren Etxezarreta et al. (eds) Euro-Memo 2006, Hamburg,