

Stefan Beck und Christoph Scherrer

---

## Die Finanzialisierungslücke der Varieties of Capitalism

In der vergleichenden politischen Ökonomie erfreut sich der von Peter A. Hall und David Soskice entwickelte Varieties-of-Capitalism-Ansatz (2001) nach wie vor großer Beliebtheit (z.B. Jackson/Deeg 2006; Schneider/Soskice 2009; Kalinowski 2013). Er steht in der Tradition der vergleichenden Kategorisierung nationaler Varianten des Kapitalismus in der politischen Ökonomie, doch stehen bei ihm Firmen im Mittelpunkt und die zahlreichen Varianten des Kapitalismus werden auf zwei reduziert: die koordinierten und die liberalen Marktwirtschaften. Die große Stärke dieses Ansatzes liegt in dem Aufzeigen von Komplementaritäten zwischen unterschiedlichen Formen von Kapitalismen. Die in der globalen internationalen Arbeitsteilung vorherrschenden Spezialisierungen führen nicht notwendigerweise zu einer Konvergenz, da die jeweiligen Produkt- oder Dienstleistungsspezialisierungen gleichfalls eines jeweils besonderen institutionellen Gefüges bedürfen. So können sich Länder mit unterschiedlichen Spezialisierungen auch in ihrem Institutionengefüge unterscheiden und damit gleichzeitig ergänzen. Der Varieties-of-Capitalism-Ansatz hat zweifellos zur differenzierten Betrachtung entwickelter kapitalistischer Ökonomien beigetragen und ist aus der Debatte über Fragen der Kohärenz, Konvergenz oder Divergenz nationaler, regionaler oder sektoraler Arrangements kaum mehr wegzudenken. Der Ansatz weist aber auch einige grundlegende Begrenzungen auf, die sich beispielhaft in der Auseinandersetzung mit Prozessen der Finanzialisierung und der Finanzkrise aufzeigen lassen. Wir werden hier aus einer regulationstheoretisch inspirierten Sicht argumentieren, dass erstens die vorgenommene Typologisierung der Kapitalismusvarianten zu die jeweilige Dynamik dieser Varianten wenig in den Blick nimmt und in der Folge die Unterschiede zwischen einem Bankensystem in einer koordinierten Marktökonomie und dem in einer liberalen Marktökonomie zu prononciert ausfallen lässt. Zweitens betont der Ansatz zu sehr die Formen des jeweiligen Finanzwesens gegenüber den Funktionen, so dass funktionale Äquivalente übersehen werden. Drittens werden wir die gängige Auffassung, dass die Finanzialisierung von den liberalen Marktökonomien ausgegangen

ist, auf den Kopf stellen. Wir werden aufzeigen, dass es die starke Konkurrenz der Unternehmen aus den koordinierten Marktökonomien war, die zu einer Finanzialisierung der liberalen Marktökonomien führte. Viertens werden wir auf eine Diskrepanz zwischen den Eigenschaften des realen und des in der Literatur imaginierten Finanzwesens in liberalen Marktökonomien hinweisen. Fünftens werden wir verdeutlichen, dass die im VoC-Ansatz vorherrschende Sicht auf das Finanzwesen als Dienstleister für Unternehmen im so genannten produktiven Sektor die Sicht auf die entscheidende Qualität des Finanzwesens als ein profitgetriebener, eigenen Maximen folgender Sektor verstellt. Dies führt schließlich zur unzureichenden Konzeption von makroökonomischen Dynamiken. Diese Argumente werden wir anhand der in der VoC-Literatur häufig gewählten 'Beispiel-Ökonomien' der USA für die liberale und Deutschlands für die koordinierte Marktwirtschaft darstellen. Wir beginnen mit einer kurzen Vorstellung des Kapitalismusansatzes.

## 1. Die Grundzüge des Varieties-of-Capitalism-Ansatzes

Die Varieties-of-Capitalism-Debatte kann sich auf eine lange Tradition der vergleichenden Kategorisierung nationaler Varianten des Kapitalismus in der Politischen Ökonomie stützen. Ein erster Beitrag zur vergleichenden Kapitalismusforschung, die modernisierungstheoretische Arbeit von Andrew Shonfield (1965), beschäftigte sich mit Fragen der Wachstumsdynamik und hob die volkswirtschaftlichen Steuerungs- und Allokationsfunktionen staatlicher und nicht-staatlicher Akteure hervor. In der Folgezeit verschob sich der Fokus von der Makroökonomie auf die Wettbewerbsfähigkeit von Nationen (Porter 1990), Produktionsmodellen (Piore/Sabel 1984) oder nationalen Produktionssystemen (Hollingsworth/Boyer 1997). Zwar spielten in verschiedenen Beiträgen kollektive Akteure, wie der Staat (Schmidt 2002) oder die Gewerkschaften in der Neokorporatismusforschung (Schmitter/Lehmbruch 1979), und gesellschaftliche Ziele jenseits der Wettbewerbsfähigkeit noch eine Rolle. Zunehmend rückten aber die Firmen in den Mittelpunkt und die Gegenüberstellung von Staat und Markt (Boyer/Drache 1996) wurde zugunsten einer Vielfalt – quasi kontextueller – institutioneller Formen und Governancemodi aufgelöst (vgl. Peck/Theodore 2007). Am konsequentesten haben Hall/Soskice den methodologischen Schritt von einem historisch ausgerichteten Ansatz hin zu einem rationalistisch (Akteure) und funktionalistisch (Institutionen) konzipierten Modell vollzogen, welches – analog zur neoklassischen Marktlogik – zu einem *institutionellen* Gleichgewicht tendiert (vgl. Streeck 2010: 21). Zwar sehen sie selbst ihren Ansatz in der Tradition von Shonfield, der Neokorporatismusforschung und der durch

die französische Regulationstheorie beeinflussten *Social Systems of Production* (Hollingsworth/Boyer 1997), wollen aber über diese hinaus gehen, indem sie die Firmen als strategisch-rational interagierende Akteure konzeptionell in den Mittelpunkt stellen und deren Verhalten durch den Einbezug spiel- und transaktionskostentheoretischer Überlegungen mikroökonomisch fundieren (Hall/Soskice 2001: 2ff.). Die Firmen wiederum sind durch eine Reihe unterschiedlicher Koordinationserfordernisse – in den Bereichen der *Industriellen Beziehungen*, der *Corporate Governance und Finanzierung*, der *zwischenbetrieblichen Beziehungen* und der *beruflichen Bildung* – gekennzeichnet, denen sie im Kontext spezifischer institutioneller Arrangements nachkommen (müssen).

Tabelle 1: Komplementaritäten von Liberal Market Economies (LME) und Coordinated Market Economies (CME)

Institutioneller Bereich	LME	CME
<i>Industrielle Beziehungen bzw. Arbeitsbeziehungen</i>	Weitgehend begrenzt auf die Lohn-Profit-Verteilung Kontrolle durch das Management	Wichtig für strategische Interaktion und Verhandlungen Beteiligungsformen der Beschäftigten, Mitbestimmung
<i>Corporate Governance</i>	Bezug auf Kapitalmarkt; kurzfristige Orientierung	Bezug auf/Abhängigkeit von Bankkrediten; langfristige Orientierung
<i>Zwischenbetriebliche Beziehungen</i>	Kompetitiv; preisbestimmte Lieferbeziehungen	Netzwerkbeziehungen, Kapitalverflechtungen; strategische Interaktion
<i>Berufliche Bildung</i>	Hohes Gewicht allgemeiner Fähigkeiten; begrenzt Berufsausbildung	Hohes Gewicht spezifischer Fähigkeiten; Auszubildenden-System o.ä.
<i>Soziale Sicherung</i>	Residuale soziale Sicherung; geringe Entlassungshürden	Relativ 'großzügige' soziale Sicherung; Kündigungsschutz
<i>Produktmarktregulierung</i>	Geringe Begrenzungen des Wettbewerbs; <i>laissez faire</i> -Prinzip	Ausmaß des Wettbewerbs von weiteren, z.B. sozialen, Zielen abhängig

Quelle: nach Becker 2007: 267

Der Charakter der Institutionen in den verschiedenen Bereichen hat nun Einfluss auf die Form der Interaktion und das strategische Verhalten der Unternehmen, wobei unterschiedliche Institutionen über die verschiedenen Bereiche hinweg kohärente, abweichende oder sogar widersprüchliche Anreize bzw. Sanktionen implizieren können. Hier knüpfen Hall/Soskice an das insbesondere von Aoki (1994) entwickelte Konzept institutioneller Komplementarität an, wonach sich Institutionen wechselseitig in ihrer Effizienz bestärken und somit eine kohärente

und effiziente Koordination über verschiedene Bereiche hinweg und spezifische Wettbewerbsvorteile begünstigen. Bei einem jeweils hohen Maß an Komplementarität unterscheiden Hall/Soskice idealtypisch zwischen *Liberal Market Economies* (LME) und *Coordinated Market Economies* (CME), je nachdem, ob diese überwiegend durch eine marktförmige oder nicht-marktförmige Koordination geprägt sind (siehe Tab. 1). Zu erstgenannten zählen sie exemplarisch die USA und zu letztgenannten Deutschland (Hall/Soskice 2001: 17ff.).

## 2. Der Finanzsektor in den Varieties of Capitalism

Infolge der zentralen Rolle von Firmen betrachten Hall/Soskice auch den Finanzsektor ausgehend vom einzelnen (produzierenden) Unternehmen hinsichtlich der Unternehmensfinanzierung, der Corporate Governance und – unter dem Gesichtspunkt der Komplementarität – der Innovationskapazität, der Produktstrategie, der beruflichen Bildung oder auch der Industriellen Beziehungen. Anknüpfend an Arbeiten von Sigurt Vitols (2001) wird in den VoC grundlegend zwischen bankenbasierten Finanzsystemen in CME und marktbasieren Finanzsystemen in LME differenziert.

In *bankenbasierten Systemen* bestehen relativ enge Verflechtungen zwischen den Unternehmen und den Banken, so dass letztere einen privilegierten Zugang zu unternehmensspezifischen Informationen haben und infolgedessen eine höhere Bereitschaft zur Vergabe ggf. langfristiger Kredite (*patient capital*) aufweisen. Umgekehrt sind die Unternehmen weniger von der kurzfristigen Entwicklung der Profite abhängig und der Kursentwicklung der von ihnen herausgegebenen Aktien unterworfen. Die längerfristig ausgerichtete Finanzierung durch Bankkredite und einbehaltene Gewinne ermöglicht nicht nur einen längeren Investitionshorizont, sondern begünstigt ebenso kooperative zwischenbetriebliche und industrielle Beziehungen. Die durch Mitbestimmungsrechte, Kündigungsschutz und Kollektivvereinbarungen geprägten industriellen Beziehungen schützen die Unternehmen wiederum im Zusammenspiel mit den wechselseitigen Verflechtungen vor *feindlichen* Übernahmen durch Finanzmarktakteure. Verstärkt werden diese institutionellen Komplementaritäten schließlich, wie im Fall Deutschlands, durch gesetzliche Regulierungen der Finanzmärkte, z.B. Regulierung des Verkaufs von Beteiligungen an Industrieunternehmen oder eine differenzierte Regelung von Stimmrechten, und einen großen gemeinwirtschaftlichen Bankensektor. Wettbewerbsvorteile haben koordinierte Marktwirtschaften letztlich vor allem durch die langfristige und diversifizierte Entwicklung qualifikations- und FuE-intensiver, aber grundsätzlich anwendungsreifer, Technologien und Produkte (vgl. Hall/Soskice 2001: 22ff.).

In *marktbasierter Finanzsystemen* finanzieren sich die Unternehmen dagegen stärker über die Kapitalmärkte und einen vergleichsweise breit gestreuten Besitz frei handelbarer Aktien. Aufgrund der geringeren Verflechtungen sind hier strenge Publikationspflichten der Unternehmen eine wesentliche Voraussetzung und der Zugang zu Kapital (wie auch die erfolgsabhängige Vergütung des Top-Managements) hängt in höherem Maße von der aktuellen Profitabilität ab. Ein geringer Shareholder-Value erschwert hier nicht nur den Kapitalzugang, sondern erhöht auch das Risiko einer feindlichen Übernahme. Die Abhängigkeit vom kurzfristigen Erfolg kann dabei durchaus mit langfristigen Investitionsvorhaben und kooperativen Beziehungen konfliktieren, weshalb beispielsweise Absatzmarktschwankungen unmittelbar auf den Arbeitsmarkt durchschlagen. Die komparativen Vorteile liberaler Marktwirtschaften werden dementsprechend eher in der Massenproduktion ohne hohe Qualifikationsanforderungen oder in neuartigen, durch Risiko-Kapital finanzierten, Spitzentechnologien gesehen. Eine wirtschaftspolitische Unterstützung ist in LME schließlich weniger industriepolitisch ausgerichtet und beruht stattdessen auf einem vergleichsweise strengen Wettbewerbsrecht, einer schwächeren Regulierung von Produkt- und Arbeitsmärkten sowie (Versuchen) einer kurzfristigen Steuerung der Konsumnachfrage (vgl. Hall/Soskice 2001: 27ff.; Soskice 2007).

### 3. Verkürzungen der Konzeptionalisierung des Finanzsektors in den VoC

#### 3.1 Statische Sichtweise unterschätzt die Globalisierungsdynamik

Die dichotome Konzeption des Finanzsektors bei Hall und Soskice stützt sich auf den begrenzten Zeithorizont seit ca. Mitte der 1980er Jahre. So findet die Tatsache, dass das US-Finanzsystem in einem hohen Maße bis Anfang der 1980er Jahre staatlicher Aufsicht unterstand, die lange Zeit sogar die Höhe der Depositenzinsen umfasste (Quint 1991), kaum Erwähnung. In dieser Phase spielte der Kapitalmarkt für die Industriekonzerne eine untergeordnete Rolle, da ihre oligopolistische Marktbeherrschung ihnen eine relativ gleichmäßige überdurchschnittliche Kapitalrentabilität bescherte. Diese ermöglichte es ihnen, sich zumeist selbst zu finanzieren. Zwar waren sie über den Aktienmarkt kapitalisiert, doch die langfristige Fremdfinanzierung wurde über die Ausgabe von Schuldverschreibungen getätigt. Kreditbanken befriedigten den kurzfristigen Finanzierungsbedarf (Scherrer 1992: 127-129). Nur in wenigen Fällen hielten Banken nennenswerte Aktienpakete von Industriekonzerne. Gleichwohl gab es enge Beziehungen zwischen den Konzernen und insbesondere den wichtigsten Banken New Yorks über die Aufsichtsräte (Mizuchi 1982), wobei die interne

Management in der Regel autonom seine jeweiligen Unternehmen lenkte (Herman 1981: 134). Dieses Machtverhältnis drehte sich allerdings bei Liquiditätsengpässen der Unternehmen um. Dann entschieden die Banken über die Vergabe von weiteren überlebensnotwendigen Mitteln. Zur Sicherung ihrer Kredite zeigten sich Banken wiederholt zur direkten Intervention in die Firmenpolitik bereit (Scherrer 1992: 129), so dass der Unterschied zum deutschen Bankwesen weniger ausgeprägt war als es die VoC-Literatur darstellt.

Zudem führt der Fokus des VoC-Ansatzes auf institutionelle Differenzen zu einem Vorrang der Form über die Funktion einer Institution und übersieht somit die Möglichkeit von funktionalen Äquivalenten, also ähnlichen Funktionen, bei unterschiedlichen institutionellen Ausprägungen. So zeigt Adam Dixon auf, dass, obgleich in den USA kein öffentlich-rechtlicher Bankensektor besteht, etliche Institutionen in ähnlicher Weise korrigierend in den Markt einwirken (Dixon 2012: 594). Dazu gehören die weiterhin starke regionale Verankerung der Banken, staatliche Vorgaben für von privaten Banken vergebene Kredite für regionale Entwicklung (Community Reinvestment Act) und Kreditgarantien für spezifische Schichten in der Bevölkerung (z.B. Studierende).

Insgesamt lässt sich die Beziehung zwischen Finanzinstitutionen und den Industriekonzerne bis in die 1970er Jahre als ein interdependentes, aber distanzierendes Verhältnis beschreiben. Dies änderte sich, als die Industriekonzerne aufgrund der wachsenden ausländischen Konkurrenz ihre oligopolistische Marktmacht ab den 1970er Jahren zunehmend verloren. Die *Junk-Bond*-Erfindung in den 1980er Jahren erlaubte dann feindliche Übernahmen durch *Private-Equity*-Firmen, die meist auf eine Restrukturierung, Filetierung oder Zerschlagung der übernommenen Firmen hinausliefen. In den 1990er Jahren etablierte sich im Zuge der schrittweisen Deregulierung des Finanzwesens der Markt für Unternehmenskontrolle (*Corporate Control*) als feste Größe im Finanzwesen (Krippner 2005). Gleichwohl wurden Anlageninvestitionen weiterhin fast ausschließlich aus Rücklagen finanziert, wobei sogar finanzielle Ressourcen in den Aktienmarkt abfließen, was auf einen lebhaften Markt für Firmenübernahmen hinweist (Corbett/Jenkinson 1997).

Da die VoC-Literatur das Endprodukt dieses Prozesses als Essenz des angelsächsischen Kapitalismus auffasst, gelingt es ihr nicht, die Dynamik zu erkennen, die sich aus geänderten Weltmarktconstellationen ergibt. Entgegen der Beschwörung des angelsächsischen Kapitalismus als Quelle der Finanzialisierung im VoC-Ansatz zeigt obiger historischer Exkurs, dass es gerade der wettbewerbliche Erfolg der Unternehmen aus dem CME-Raum (zu dem auch Japan gezählt wird) gewesen ist, der dem marktbasieren Finanzwesen zum Durchbruch verhalf. Wie erwähnt unterminierte zum einen dieser Erfolg die Oligopole der US-Industrieunternehmen und unterwarf sie damit den liberalisierten Finanzmärkten. Zum anderen

emanzipierten sich die erfolgreichen CME-Unternehmen weitgehend von den heimischen Banken, die sie in den Aufbaujahren unterstützt hatten. Diese Konzerne, wie beispielsweise der Elektrokonzern Siemens, wollten zudem selber Zugriff auf die Kapitalmärkte anderer Länder nehmen und waren deshalb umgekehrt offener für die Forderung nach mehr Transparenz und Schutz für die Rechte von Außenseitern, sprich internationalen Investoren, am CME-Heimatstandort (Dixon 2012: 585). Diesen Forderungen entsprechend wurden Ende der 1990er Jahre in Deutschland in kurzer Folge vier deregulierende Finanzmarktgesetze verabschiedet (Kellermann 2005). Kurz danach verloren die öffentlich-rechtlichen Landesbanken und Sparkassen aufgrund des Drucks der EU-Kommission ihre staatliche Absicherung (Anstaltslast und Gewährträgerhaftung; Grossman 2006).

Eine der Folgen dieser Gesetze war, dass die deutschen Großbanken ihre Industriebeteiligungen reduzierten. Bereits 2005 waren sie zahlenmäßig nicht signifikant stärker in den Aufsichtsräten von Nicht-Finanzunternehmen vertreten als die US-Banken, wobei sie gleichfalls ihre Aufsichtsratsmandate weniger zur Kontrolle des Managements nutzten, als für das Bewerben ihrer eigenen Dienstleistungen als Kreditgeber oder als Berater für Fusionen und Übernahmen (Dittmann/Maug/Schneider 2010). Somit hat eine dynamische Angleichung des US-amerikanischen und deutschen Finanzwesens in Richtung Deregulierung und Liberalisierung stattgefunden, wobei sich nicht nur das deutsche Finanzwesen angepasst hat, sondern auch die US-amerikanische Finanzlandschaft, indem Universalbanken und einzelstaatsübergreifende Bankfilialnetze entstanden.

Die Hinwendung zu mehr marktbasierter Finanzgeschäften hat allerdings in beiden Ländern die große Masse der Firmen weitgehend unberührt gelassen, da diese keinen Zugang zur Börse für die Ausgabe von Aktien und Schuldscheinen hat. Kleine und mittlere Unternehmen (KMU) mit weniger als 500 Beschäftigten beschäftigten 2007 in den USA fast 80% aller im Privatsektor tätigen Erwerbspersonen, in Deutschland etwas über 70% (Dixon 2012: 587). Diese Zahl relativiert gleichermaßen die Aussagen der VoC-Literatur zu den Auswirkungen der unterschiedlichen Finanzsysteme in LME und CME.

### 3.2 Verengte Erfassung des Finanzwesens

Die bereits erwähnte Firmenzentriertheit des VoC-Ansatzes kann noch weiter konkretisiert werden: Die VoC sind auf Firmen im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungsgewerbe fokussiert, das Finanzwesen wird nur in seiner Funktion der Bereitstellung von Krediten für diese Unternehmen in den Blick genommen. Hier zeigt sich wiederum die Nähe zur Neoklassik, die im Geld nur ein praktisches Hilfsmittel des Tausches erblickt. Doch das Finanzwesen hat in einer Profitwirtschaft nicht nur eine dienende Funktion, sondern ist selbst der

Profitmaximierung verschrieben (Heinrich 2010). Profitabler als das traditionelle Depositen- und Kreditgeschäft der Banken hat sich vor der Krise der Handel mit Schulden und vergleichbaren Ansprüchen erwiesen.

Gerade vor der Krise hat dieses Profitstreben das Akkumulationsregime geprägt. Die Kreditschöpfung auf der Basis von Verbriefungen führte zu steigenden Preisen auf den Vermögenmärkten, auf denen Rechtstitel an Gegenständen gehandelt werden, deren Angebot nicht rasch an steigende Nachfrage angepasst werden kann (z.B. Grundstücke oder Gold) oder soll (z.B. Aktien). Diese Preissteigerungen vermehren das Vermögen der Haushalte und ermutigen sie dadurch zu höheren Ausgaben (und zu höherer Verschuldung), die die gesamtgesellschaftliche Nachfrage ankurbeln. Unter Präsident Clinton spielten die Technologieaktien diese Rolle, unter dem zweiten Präsidenten Bush die Immobilien. In diesen Phasen lagen die Wachstumsraten der US-Wirtschaft deutlich über denen der kontinentaleuropäischen Volkswirtschaften. Die Kehrseite dieses Akkumulationsmodells ist jedoch, dass die Preissteigerungen nicht von Dauer sind und somit die Kreditketten, die auf diesen Steigerungen aufbauen, wie ein Kartenhaus zusammenfallen, wenn die Vermögenswertpreise (im Jahr 2000 die Technologieaktien, 2006 die Immobilien) nicht mehr steigen (Herr 2010).

Die Rolle der Kreditwirtschaft für gesamtwirtschaftliches Wachstum bleibt im Narrativ des VoC-Ansatzes damit weitgehend ausgeblendet. In einer Veröffentlichung nach Ausbruch der Finanzkrise vergleichen Peter Hall und Daniel Gingerich die Wachstumsdynamik von LME und CME gemessen am BIP pro Kopf, wobei sie unter den erklärenden Variablen für das Wachstum die Zunahme des Verschuldungsgrades der privaten und öffentlichen Haushalte sowie der Unternehmen nicht berücksichtigen (Hall/Gingerich 2009: 481-482). In einem jüngsten Aufsatz zur Eurokrise weist Peter Hall jedoch auf die Wachstumsdynamik qua Verschuldung hin, allerdings für Südeuropa, bekanntlich keine klassischen LME (Hall 2012). Diesbezüglich ist die von Thomas Kalinowski vorgenommene Unterscheidung von finanzierten und export-getriebenen Ökonomien vielleicht zutreffender (2013).

### 3.3 Die US-Wirklichkeit entspricht nicht dem LME-Ideal

Der Einwand von Iain Hardie und Sylvia Maxfield (2011), dass die VoC-Literatur einem Ideal marktbasierter Finanzsysteme anhängt, das nicht der Realität entspricht, ist besonders gravierend. Noch 2009, also nach dem Ausbruch der Finanzmarktkrise in den USA, beschreibt einer der Hauptvertreter des VoC-Ansatzes, Peter Hall, das Finanzwesen einer LME wie folgt:

„the United States is a typical LME. Here, firms face large equity markets marked by high levels of transparency and dispersed shareholding, where firms' access to external finance



depends heavily on publicly assessable criteria such as market valuation. Regulatory regimes allow hostile takeovers that depend on share price, rendering managers sensitive to current profitability“ (Hall/Gingerich 2009: 453).

Die Finanzkrise zeigte jedoch, dass die marktbasieren Finanzsysteme der USA und Großbritanniens in ihrer konkreten Ausprägung gerade nicht die Eigenschaften des Ideals aufweisen: weder hinsichtlich der Art der Transaktionen, dem institutionellen Ort des Risikos und dem Ausmaß des Liquiditätsrisikos. Die marktbasieren Transaktionen erfolgten ohne die unterstellte Transparenz und glichen letztlich in einem hohen Maße dem *relational banking* der bankbasierten Systeme, sprich die Transaktionen erfolgten nicht zwischen ständig wechselnden, weit gestreuten MarktteilnehmerInnen, sondern mit hoher repetitiver Intensität zwischen wenigen, bestens miteinander bekannten Institutionen. Der Mangel an Transparenz ist der Tatsache geschuldet, dass die meisten Derivate nicht über Börsen, sondern zwischen einzelnen Finanzinstitutionen und AnlegerInnen individuell gehandelt werden (*over the counter*, OTC). Die diese Finanzgeschäfte betreibenden Finanzinstitutionen, vor der Krise vor allem selbstständige Emissionshäuser (Investmentbanken), refinanzieren sich auf dem Interbankenmarkt in der Regel sehr kurzfristig. Diese zumeist ungesicherten Ausleihungen bedürfen wegen geringer Transparenz eines hohen Maßes an Vertrauen, welches sich durch hohe Transaktionsdichte herstellt, die wiederum nur zwischen wenigen Finanzinstitutionen erfolgen kann. Somit verschiebt sich das enge Beziehungsgeflecht zwischen Bank und Kreditnehmer des bankbasierten Systems im tatsächlichen, nicht im idealisierten, marktbasieren System ins Finanzsystem selbst, in den Interbankenmarkt. Entsprechend konzentriert sich dort das Risiko. Kommt es zu einem Vertrauensverlust zwischen den Banken, wie es beispielsweise seitens JP Morgan als Clearinghaus gegenüber Lehman Brothers erfolgte (Sorkin 2009: 281), dann ist durch die enge Verflechtung der wenigen zentralen Akteure das ganze System betroffen. Die Refinanzierung über die Bereitstellung von Sicherheiten kann sogar die Krise verschärfen, denn da die bereitgestellten Sicherheiten ebenfalls Finanzprodukte sind, kann ihr ausfallbedingter Verkauf Panikverkäufe bei anderen Marktakteuren auslösen. Die zu Beginn der Krise in einem hohen Maße eingegangenen Versicherungen (*Credit Default Swaps*) boten nur eine scheinbare Sicherheit, denn sie wurden mit wenigen Anbietern abgeschlossen, die dann im Krisenfall nicht ihren Auszahlungsverpflichtungen nachkommen konnten und vom Staat gerettet werden mussten (prominentester Fall: American International Group).

Mit anderen Worten: Das Risiko des Bankensturms der Einleger (*bank run*) im bankbasierten System mutierte zum Bankensturm zwischen den Banken. Die Refinanzierung über den vertrauensbasierten Interbankenmarkt sowie der Handel mit komplexen Finanzprodukten, die vornehmlich von großen Finanzinstitutionen

entwickelt werden, führt zu einer extremen Konzentration der Finanztransaktionen zwischen wenigen Finanzakteuren und somit, entgegen den Erwartungen hinsichtlich marktbasierter Finanzsysteme, zu einer hohen Risiko-Konzentration. Diese führt bei Vertrauensverlust schnell zu, eigentlich für bankbasierte Finanzsysteme typischen, Liquiditätsengpässen (Hardie/Maxfield 2011).

Einen weiteren Beitrag zur Erklärung der Finanzkrise in den Vereinigten Staaten lieferte zuletzt Campbell (2011) unter Rückgriff auf ein differenziertes Konzept institutioneller Komplementarität. Diesbezüglich unterscheidet er zwischen Formen einer wechselseitigen Bestärkung institutioneller Anreize und Formen einer gegenseitigen Kompensation von (negativen, zu weit reichenden, dysfunktionalen) Effekten oder Anreizen. Demnach erklärt sich die Krise unter anderem durch die Existenz sich wechselseitig verstärkender institutioneller Formen. Während riskante Finanzinnovationen institutionell ermöglicht wurden, kam es zum Abbau kompensierender Institutionen, die derartiges Verhalten hätten ausbalancieren können. Als Konsequenz daraus eskalierte die Bereitschaft, Risiken einzugehen in einem Maße, das zum Systemversagen führte (Campbell 2011: 212f.).

Bezogen auf den VoC-Ansatz lassen sich aus der Untersuchung von Campbell einige Schlüsse ziehen. Zum einen ist ein funktionalistisches oder rational-intentionales Verständnis institutioneller Komplementaritäten überaus problematisch. Nicht nur, dass die Vielzahl verschiedener inkrementeller Veränderungen kaum auf eine Gesamtstrategie rückführbar ist. Die verstärkend wirkenden Komplementaritäten können auch in krisenhafte Systementwicklungen münden (vgl. Campbell 2011: 224ff.), die sich dem methodologisch-konzeptionellen Zugriff der VoC entziehen.

### 3.4 Makroökonomische Blindstellen

Das weitgehende Fehlen einer makroökonomischen Fundierung trägt zunächst einmal zu Unschärfen beim Vergleich der Leistungsfähigkeit nationaler Modelle bei. Letztere lässt sich nicht allein an Indikatoren der Wettbewerbsfähigkeit festmachen, sondern umfasst beispielsweise auch Fragen der Wachstumsdynamik oder der Verteilung. Zwar werden in empirischen Untersuchungen mitunter makroökonomische Variablen mit einbezogen (z.B. Hall/Gingerich 2004), bei der ohnehin schon schwierigen Erfassung institutioneller Komplementaritäten ist eine theoretisch nicht weiter begründete Korrelation mit ausgewählten makroökonomischen Variablen jedoch mit erheblichen Erklärungsunsicherheiten verbunden. Hierzu gehört vornehmlich die Blindheit gegenüber den Verschuldungsdynamiken der untersuchten Nationen.

Bei der Untersuchung von Finanzialisierungstrends wird das Fehlen einer kohärenten makroökonomischen Konzeption besonders deutlich, wenn beispielsweise

institutionelle Entwicklungen zur Erklärung wirtschaftlicher Leistungen herangezogen werden, ohne deren makroökonomische Dynamiken, Restriktionen oder inhärenten Instabilitäten zu berücksichtigen. Aus Sicht der heterodoxen Makroökonomie war hingegen die Krise des US-amerikanischen Wachstumsmodells, das neben der Immobilienpreisblase, in exzessiver Weise auf schuldenfinanziertem Konsum, dauerhaftem Import ausländischer Ersparnisse und finanziellen Profiten bei rückläufigen produktiven Investitionen beruhte, durchaus absehbar (Bluestone 1999).

#### 4. Fazit

Nicht nur die Firmenzentriertheit als solche, sondern ihre zusätzliche Einführung auf Nicht-Finanzunternehmen führte in der VoC-Literatur zur Vernachlässigung der Dynamik des Finanzwesens und seiner makroökonomischen Auswirkungen. Das Finanzwesen wird nur in seiner Funktion gegenüber Produktions- und Dienstleistungsunternehmen gesehen, nicht als profitmaximierender Wirtschaftszweig mit eigenen Interessen. Die Bedeutung der Verschuldung für die Wachstumsdynamik einer Volkswirtschaft wurde zum Teil selbst nach der Krise nicht erkannt.

Die statische, längerfristige evolutorische Entwicklungen ausblendende Sicht des VoC-Ansatzes übersieht zudem die Interdependenzen von LME und CME in den Globalisierungs- und vor allem in den Finanzialisierungsprozessen, deren Ursprung einseitig den LME zugeordnet wird. Der Druck seitens der CME-Exporteure wird somit verkannt. Ebenso wird die Idealtypenbildung, die den VoC-Ansatz charakterisiert, nicht ausreichend hinsichtlich ihrer Korrespondenz zu den real-existierenden Praxen hinterfragt. In der VoC-Literatur wurden auch nach der Finanzkrise dem Finanzsystem der LME Eigenschaften zugeschrieben, wie Transparenz und Risikostreuung, die empirisch nicht erkennbar sind. Die marktbasierenden Systeme weisen eine ausgeprägte Intransparenz, hohe Risikokonzentration und Liquiditätsgengpässe aufgrund der Oligopolisierung der Märkte auf.

Der fehlende Einbezug sozialer Normen, wie auch politischer Macht- und Herrschaftsverhältnisse verweist schließlich auf weitere Probleme des VoC-Ansatzes: einen „institutionellen Reduktionismus“ (Bruff 2011: 482) und die mangelnde gesellschaftstheoretische Fundierung, die mit einem verkürzten Verständnis der kapitalistischen Ökonomie einhergeht. In der Operationalisierung deutet sich dementsprechend mitunter ein tendenziell widersprüchliches Institutionenverständnis an. Teils werden Institutionen funktionalistisch (quasi als abhängige Variable) aus der Perspektive rationaler Akteure konzipiert, teils aber auch reduktionistisch als Grundlage (bzw. unabhängige Variable) der gesellschaftlichen

Verhältnisse dargestellt. Damit geraten letztlich die den Kapitalismus prägenden Konfliktlinien und Machtverhältnisse aus dem Blick und mit der weitgehenden Reduktion des Kapitalismus auf Marktwirtschaften beschreibt ein solcher firmenzentrierter Ansatz eher mögliche Varieties *in* und nicht *of* Capitalism.

Eine gesellschaftstheoretische Fundierung könnte somit nicht nur zu einem klareren Institutionenverständnis, sondern ebenso zu einer Überwindung des *methodologischen Nationalismus* beitragen – auch wenn dies, ebenso wie eine makroökonomische Erweiterung, auf der vorherrschenden ontologischen und methodologischen Grundlegung des VoC-Ansatzes nur begrenzt möglich erscheint. Zumindest ließen sich durch die Einbettung der Varieties of Capitalism in einen breiteren Kontext der Internationalen Politischen Ökonomie beispielsweise Momente transnationaler (kapitalistischer) Vergesellschaftung, gesellschaftliche Auseinandersetzungen und die Rolle des Staates berücksichtigen, ohne auf die Operationalisierungsmöglichkeiten des Ansatzes vollständig verzichten zu müssen (vgl. Bruff et al. 2013).

## Literatur

- Aoki, Masahiko (1994): The Contingent Governance of Teams: Analysis of Institutional Complementarity; in: *International Economic Review*, 35 (3), 657-676.
- Becker, Uwe (2007): Open systemness and contested reference frames and change: A reformulation of the varieties of capitalism theory, in: *Socio-Economic Review*, 5 (2), 261-286.
- Bluestone, Barry (1999): Wall Street contra Main Street: Das US-amerikanische Wachstumsmodell, in: Lang, Sabine/Mayer, Margit/Scherrer, Christoph (Hrsg.): *Jobwunder USA – Modell für Deutschland*, Münster: Westfälisches Dampfboot, 22-43.
- Boyer, Robert/Drache, Daniel (1996): *States against Markets: The Limits of Globalization*, London/ New York: Routledge.
- Bruff, Ian (2011): What about the elephant in the room? Varieties of capitalism, varieties in capitalism, in: *New Political Economy*, 16 (4), 481-500.
- Bruff, Ian/Ebenau, Matthias/May, Christian/Nölke, Andreas (2013): *Vergleichende Kapitalismusforschung: Stand, Perspektiven, Kritik*, Münster: Westfälisches Dampfboot.
- Campbell, John L. (2011): The US financial crisis: lessons for theories of institutional complementarity, in: *Socio-Economic Review* 9 (2), 211-234.
- Corbett, Jenny/Jenkinson, Tim (1997): How is investment financed? A study of Germany, Japan, the United Kingdom and the United States, in: *The Manchester School*, 65, Issue 5, 69-93.
- Dittmann, Ingolf/Maug, Ernst G./Schneider, Christoph (2010): Bankers on the boards of German firms: what they do, what they are worth, and why they are (still) there, in: *Review of Finance*, 14 (1), 35-71.
- Dixon, Adam (2012): Function before form: macro-institutional comparison and the geography of finance, in: *Journal of Economic Geography*, 12 (3), 579-600.
- Grossman, Emiliano (2006): Europeanization as an interactive process: German public banks meet EU state aid policy, in: *JCMS: Journal of Common Market Studies*, 44 (2), 325-348.
- Hall, Peter A. (2012): The Economics and Politics of the Euro Crisis, in: *German Politics*, 21 (4), 355-371.
- Hall, Peter A./Gingerich, Daniel W. (2004): *Varieties of capitalism and institutional complementarities in the macroeconomy: an empirical analysis*, MPIFG Discussion Paper 04/5.

- (2009): Varieties of Capitalism and Institutional Complementarities in the Political Economy: An Empirical Analysis, in: *British Journal of Political Science*, 39(3), 449-482.
- Hall, Peter A./Soskice, David (Hrsg.) (2001): *Varieties of Capitalism – The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford: University Press.
- Hardie, Iain/Maxfield, Sylvia (2011): *What does the global financial crisis tell us about Anglo-Saxon financial capitalism?* University of Edinburgh, *Working Paper*, [http://www.pol.ed.ac.uk/\\_\\_data/assets/pdf\\_file/0005/64562/HardieMaxfieldUSUKCrisis32011.pdf](http://www.pol.ed.ac.uk/__data/assets/pdf_file/0005/64562/HardieMaxfieldUSUKCrisis32011.pdf), eingesehen am 10.09.2012.
- Heinrich, Michael (2010): Das analytische Potential der Marxschen Theorie angesichts der Krise, in: Scherrer, Christoph/Overwien, Bernd/Dürmeier, Thomas (Hrsg.): *Perspektiven auf die Finanzkrise*, Leverkusen: Barbara Budrich, 50-69.
- Herr, Hansjörg (2010): Die Mechanismen der Vermögensmarktblasen, in: Scherrer, Christoph/Overwien, Bernd/Dürmeier, Thomas (Hrsg.): *Perspektiven auf die Finanzkrise*, Leverkusen: Barbara Budrich, 70-88.
- Herman, Edward S. (1981): *Corporate Control, Corporate Power*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Hollingsworth, J. Rogers/Boyer, Robert (Hrsg.) (1997): *Contemporary Capitalism: The Embeddedness of Institutions*, Cambridge: Cambridge Univ. Press.
- Jackson, Gregory/Deeg, Richard (2006): *How Many Varieties of Capitalism? Comparing the Comparative Institutional Analyses of Capitalist Diversity*, MPIfG Discussion Paper 06/02.
- Kalinowski, Thomas (2013): Regulating international finance and the diversity of capitalism, in: *Socio-Economic Review*, 11 (3), 471-496.
- Kellermann, Christian (2005): Disentangling Deutschland AG, in: Beck, Stefan/Klobes, Frank/Scherrer, Christoph (Hrsg.): *Surviving Globalization? Perspectives for the German Economic Model*, Dordrecht: Springer, 111-132.
- Krippner, Greta R. (2005): The Financialization of the American Economy, in: *Socio-Economic Review*, 3 (2), 173-208.
- Mizruchi, Mark S. (1982): *The American Corporate Network 1904-1974*, Beverly Hills: Sage.
- Peck, Jamie/Theodore, Nik (2007): Variegated Capitalism, in: *Progress in Human Geography*, 31 (6): 731-772.
- Piore, Michael J./Sabel, Charles (1984): *The Second Industrial Divide*, New York: Basic Books.
- Porter, Michael E. (1990): *The Competitive Advantage of Nations*, New York: Free Press.
- Quint, Andreas (1991): Das Bankensystem, in: Carl-Ludwig Holtfrerich (Hrsg.): *Wirtschaft USA*, München,: Oldenbourg Verlag, 303-326.
- Scherrer, Christoph (1992): *Im Bann des Fordismus. Die Auto- und Stahlindustrie der USA im internationalen Konkurrenzkampf*, Berlin: Ed. Sigma.
- Schmidt, Vivian (2002): *The Futures of European Capitalism*, New York: Oxford University Press.
- Schmitter, Philippe C./Lehmbruch, Gerhard (Hrsg.) (1979): *Trends toward corporatist intermediation*, Beverly Hills, Calif. u.a.: SAGE.
- Schneider, Ben Ross/Soskice, David (2009): Inequality in Developed Countries and Latin America: Coordinated, Liberal and Hierarchical Systems, in: *Economy and Society*, 30 (1), 17-52.
- Shonfield, Andrew (1965): *Modern Capitalism. The Changing Balance of Public & Private Power*, Oxford: Oxford University Press.
- Sorkin, Andrew Ross (2009): *Too Big To Fail*, London: Allen Lane.
- Soskice, David (2007): Macroeconomics and Varieties of Capitalism, in: Hancké, Bob/Rhodes, Martin/Thatcher, Mark (Hrsg.): *Beyond Varieties of Capitalism. Conflict, Contradictions, and Complementarities in the European Economy*, New York: Oxford University Press, 89-121.
- Streeck, Wolfgang (2010): *E Pluribus Unum? Varieties and Commonalities of Capitalism*, MPIfG Discussion Paper 10/12.
- Vitols, Sigurt (2001): *The Origins of Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Germany, Japan, and the United States*, WZB Discussion Paper FS I 01 – 302.