

- Müller, Hans-Peter/Wilke, Manfred (2004): *Quo vadis, IG Metall?*, Köln.
- Müller-Jentsch, Walther (1997): *Soziologie der Industriellen Beziehungen. Eine Einführung*, Frankfurt a.M./New York, 1997.
- Peters, Jürgen/Schmitthenner (Hrsg.) (2003): *gute arbeit. Menschengerechte Arbeitsgestaltung als gewerkschaftliche Zukunftsaufgabe*, Hamburg.
- Peters, Jürgen u.a. (2006): *Zukunft für Ostdeutschland*, Hamburg.
- Reveli, Marco (1997): Vom 'Fordismus' zum 'Toyotismus'. Das kapitalistische Wirtschafts- und Sozialmodell im Übergang, *Supplement der Zeitschrift Sozialismus*, H. 4.
- Reveli, Marco (1999): *Die gesellschaftliche Linke*, Münster.
- Rehder, Britta (2006): Legitimitätsdefizite des Co-Managements. In: *Zeitschrift für Soziologie*, H. 3, S. 227-242.
- Röttger, Bernd (1997): *Neoliberale Globalisierung und eurokapitalistische Regulation. Die politische Konstitution des Marktes*, Münster.
- Schmidt, Rudi (2003): Der gescheiterte Streik in der ostdeutschen Metallindustrie. In: *PROKLA 132*, S. 493-509.
- Schmidt, Rudi/Röbenack, Silke/Hinke, Robert (2003): Prekarisierung des kollektiven Tarifsystems am Beispiel der ostdeutschen Metallindustrie. In: *Industrielle Beziehungen*, H. 2, S. 220-249.
- Schmidt, Rudi/Trinczek, Rainer (1993): Duales System: Tarifliche und betriebliche Interessenvertretung. In: Müller-Jentsch, Walter (Hg.), *Konfliktpartnerschaft: Akteure und Institutionen der industriellen Beziehungen*, München/Meering, S. 169-202.
- Schmidt, Rudi (2003): The Rebuilding of Industrial Relations in Eastern Germany. In: Müller-Jentsch, W./Weitbrecht, H. (Hg.): *The Changing Contours of German Industrial Relations*, München/Mehring, S. 81-102.
- Schmidt, Werner (1996): *Betriebliche Sozialordnung und ostdeutsches Arbeitnehmerbewusstsein im Prozeß der Transformation*, München/Meering.
- Schmidt, Werner (2005): Industrielle Beziehungen, Interesse und Anerkennung. Plädoyer für eine duale Perspektive. In: *Industrielle Beziehungen*, H. 1, S. 51-73.
- Schroeder, Wolfgang (2000): *Das Modell Deutschland auf dem Prüfstand*, Wiesbaden.
- Schroeder, Wolfgang (2003): Arbeitsbeziehungen in Mitteleuropa - die Bedeutung der Tarifpolitik. In: *WSI-Mitteilungen*, H. 1, S. 51-59.
- Schroeder, Wolfgang/Silvia, Stephen J. (2003): Gewerkschaften und Arbeitgeberverbände. In: Schroeder, Wolfgang/ Wessels, Bernhard (Hrsg.): *Die Gewerkschaften in Politik und Gesellschaft der Bundesrepublik Deutschland*, Wiesbaden, S. 244-270.
- Schulten, Thorsten (2004): *Solidarische Lohnpolitik in Europa*, Hamburg.
- SOEB (Sozioökonomische Berichterstattung) (2006): *Diskussionspapier zum SOEB-Werkstattgespräch 3: Ostdeutschland - fragmentierte Entwicklung*, Berlin.
- Struck, Olaf (2002): *Demographie und Strukturbruch. Zur nachhaltigen demographischen Verwerfung auf dem ostdeutschen Arbeitsmarkt* (Dokumentationen der Heinrich-Böll-Stiftung, Nr. 21), Berlin, S. 59-65.
- Traxler, Franz (2002): Tarifpolitik in Europa. In: *WSI-Mitteilungen*, H. 5, S. 282-285.
- Wagner, Hilde (Hrsg.) (2005): „Rentier' ich mich noch?“. *Neue Steuerungskonzepte im Betrieb*, Hamburg.
- Weber, Max (1980): *Wirtschaft und Gesellschaft*, Tübingen, S. 23 ff.

Martin Beckmann

Die Rolle von Finanzinvestoren beim Umbau der deutschen Ökonomie

1. Einleitung

Seit der Kritik von Franz Müntefering im letzten Bundestagswahlkampf an vornehmlich angloamerikanischen Finanzinvestoren, dass ihre Vorgehensweise beim Kauf und Umbau von Unternehmen der von Heuschrecken gleiche, wird der Frage nach der Rolle des Finanzkapitals¹ in den aktuellen Veränderungen des Kapitalismus stärkere Aufmerksamkeit zuteil. Die nahezu täglich neuen Meldungen über den Aufkauf von Unternehmen und Wohnungsgesellschaften durch Finanzinvestoren verweisen auf einen tief greifenden Wandel der Ökonomie. Wie aber ist diese Transformation zu erklären? Die Rede von den einfallenden Heuschrecken suggeriert, dass ein bestehendes System von außen attackiert und zerstört wird. Tatsächlich ist der Prozess aber komplexer und nicht auf die Attacken angloamerikanischer Fondsgesellschaften zu reduzieren. Das starke Wachstum der Finanzmärkte seit den 1970er Jahren, eine zumindest bei großen transnationalen Unternehmen stärker auf den Kapitalmarkt ausgerichtete Unternehmensfinanzierung, die Einführung kapitalmarkt-orientierter Steuerungskonzepte wie dem Shareholder Value in Unternehmen und die politische, auf nationalstaatlicher wie europäischer Ebene sich vollziehende Finanzmarktförderung, verweisen auf eine umfassendere Transformation. Die Finanzinvestoren – Versicherungsunternehmen, Investmentgesellschaften, Pensionsfonds, Hedge Fonds und Private Equity-Unternehmen – sind dabei zum einen Nutznießer einer kapitalmarkt-orientierten Neuausrichtung jener Banken und Konzerne, die jahrzehntelang die „Deutschland AG“ getragen haben, sich seit den neunziger Jahren jedoch verstärkt von ihren Kapitalbeteiligungen trennen. Zum anderen profitieren sie von einer Politik der Finanzmarktförderung, die auf nationalstaatlicher und EU-Ebene den Übergang in einen europäischen Finanzmarktkapitalismus betreibt (Beckmann 2007).

1 Rudolf Hilferding (1910: 305) sah im Finanzkapital das Produkt der Verschmelzung von Bank- und Industriekapital unter den Bedingungen des Übergangs vom Konkurrenz- zum Monopolkapitalismus. Entgegen dieser bekannten Definition wird hier unter Finanzkapital das zinstragende Kapital im marxischen Sinne verstanden. Dieses existiert neben dem Industriekapital als selbständige Fraktion. Die vom Finanzkapital über das Kreditssystem bereitgestellten finanziellen Mittel erlauben eine beschleunigte Kapitalakkumulation. Gleichzeitig konkurriert das Finanzkapital mit dem Industriekapital um die Verteilung des Mehrwerts.

In sozialwissenschaftlichen Publikationen werden diese Tendenzen bereits als Anzeichen für den Übergang zu einem Finanzmarkt-Kapitalismus (Windolf 2005) diskutiert. Dies muss jedoch in zweierlei Weise relativiert werden. Erstens mag es fragwürdig sein, ob die Veränderungen des Kapitalismus im Zeichen einer verschärften europäischen und globalen Konkurrenz auf den Begriff des Finanzmarkt-Kapitalismus reduziert werden können. Der im Zeichen von Europäisierung und Globalisierung verschärfte Wettbewerb auf den Gütermärkten oder die zunehmende Flexibilisierung von Arbeitsverhältnissen, um nur zwei weitere zentrale Tendenzen der letzten Jahre zu nennen, sind zwar auch mit der Finanzmarktentwicklung verbunden, lassen sich aber nicht einfach aus ihr ableiten. Der postfordistische Kapitalismus ist komplexer als es der Begriff Finanzmarkt-Kapitalismus suggeriert. Und auch wenn unter Finanzmarkt-Kapitalismus nur eine wichtige Tendenz eines neuen Kapitalismus verstanden wird, so handelt es sich hier nicht um etwas bereits voll entwickeltes, sondern um einen Prozess, der in den USA und Großbritannien am weitesten fortgeschritten ist, in Kontinentaleuropa hingegen erst seit der zweiten Hälfte der neunziger Jahre an Fahrt gewinnt. In den Nachkriegsjahrzehnten waren die Finanzsysteme der kontinentaleuropäischen Staaten vornehmlich bankorientiert, d.h. bei der Außenfinanzierung der Unternehmen dominierten Bankkredite und die Wertpapiermärkte waren weitgehend bedeutungslos. Auch vermittelt über die europäische Integration ändert sich dies in den letzten Jahren. Zwar steht hier die Entwicklung in Deutschland im Zentrum, aber auch andere Staaten sind hiervon betroffen. In Frankreich etwa ist in den neunziger Jahren die Marktkapitalisierung, d.h. der Wert sämtlicher börsennotierter Aktien von 28,3% (1990) auf 104,8% (1999) des BIP gestiegen (DAI-Factbook 2000: 05-3).

2. Übergang zum Finanzmarkt-Kapitalismus

2.1 Merkmale des deutschen Modells

Der fordistische westdeutsche Nachkriegskapitalismus war neben einer Exportorientierung der Schlüsselindustrien und einer diese unterstützenden, stabilitätsorientierten Geldpolitik der Bundesbank wesentlich durch enge, kooperative Beziehungen zwischen seinen zentralen Akteuren geprägt (Bonder et al. 1992). Dies betraf neben den korporatistischen Beziehungen zwischen Kapital und Arbeit – die Einbindung der Gewerkschaften erfolgte über Mitbestimmung, Tarifpartnerschaft und den Ausbau des Wohlfahrtsstaats – auch das Verhältnis zwischen den unterschiedlichen Kapitalfraktionen. Der beständige Ausbau von Kapital- und Personalverflechtungen (über Aufsichtsratsmitglieder) zwischen den wichtigsten deutschen Unternehmen schuf ein System wechselseitiger Abhängigkeit, das als „Deutschland AG“ charakterisiert wurde. Die engen kapitalstrukturellen und personellen Verflechtungen zwischen den

wichtigsten Industrieunternehmen, Banken und Versicherungen haben sich jedoch nicht erst in der Bundesrepublik herausgebildet, sondern prägten den deutschen Kapitalismus seit dem späten neunzehnten Jahrhundert. Die deutschen Großbanken finanzierten seit jener Zeit die Expansion des deutschen Industriekapitals mit Krediten, kauften die neu ausgegebenen Aktien und übernahmen Aufsichtsratsposten in den Konzernen.

Die Verflechtungsstrukturen wurden in der ersten Hälfte des zwanzigsten Jahrhunderts weiter ausgebaut und auch die Entflechtung großer deutscher Unternehmenskartelle wie der IG Farben nach der Niederlage des deutschen Faschismus 1945 markierte keinen Wendepunkt, da der industrielle Beteiligungsbesitz der Banken hiervon unberührt blieb. Stattdessen wurde der weitere Ausbau von Kapitalverflechtungen in der Bundesrepublik noch steuerlich begünstigt (Höpner/Krempel 2003: 8f.). Entsprechend ist die Konzentration des Kapitalbesitzes bis in die frühen neunziger Jahre äußerst hoch (Windolf/Beyer 1995: 7ff).

2.2 Krise und Reorientierung

In den neunziger Jahren geriet die bundesdeutsche Ökonomie jedoch unter einen Problemdruck, in dessen Folge auch das „Modell Deutschland“ in Frage gestellt wurde. Eine tiefe Krise zu Beginn der neunziger Jahre in Kernbereichen der Industrie zog umfassende Rationalisierungsprozesse nach sich. Die unter einem verschärften globalen bzw. mit dem 1992 eingeführten EG-Binnenmarkt insbesondere europäischen Wettbewerbsdruck stehenden Industrieunternehmen griffen dabei auch auf finanzorientierte Rationalisierungskonzepte wie den Shareholder Value zurück (Höpner 2003: 82ff.). Auch die deutsche Einheit führte nicht zur Ausdehnung des Modells Deutschland, sondern trug eher zu seiner beschleunigten Erosion bei. Trotz jährlicher Milliardentransfers gleicht sich das Wirtschaftsniveau im Osten seit Mitte der neunziger Jahre nicht mehr an das der westdeutschen Länder an und die Arbeitslosigkeit in Ostdeutschland ist doppelt so hoch wie in Westdeutschland.

Unter den Bedingungen abnehmender Wachstumsraten, hoher Arbeitslosigkeit und einer steigenden Staatsverschuldung wurde durch Kapitalvertreter und neoliberale Ökonomen in den Medien und von staatlicher Seite eine Debatte über den „Standort Deutschland“ lanciert und gefordert, vom Modell Deutschland abzuweichen. Die Alternative bildete während der zweiten Hälfte der neunziger Jahre die boomende US-Ökonomie. Deren großer Finanzmarkt und die Finanzierung insbesondere der „New Economy“ aber auch des Unternehmenssektors generell über den Kapitalmarkt galten dem bankorientierten deutschen Modell als überlegen. Insbesondere Innovationen in Wachstumsbranchen wie der Informations- und Kommunikationstechnologie zu finanzieren, gelang in den angloamerikanischen Ökonomien über die Bereitstel-

lung von Risikokapital über den Kapitalmarkt sehr viel besser als in Deutschland (O'Sullivan 2003: 45).

Zugleich waren mit dem weltweiten Wachstum der Finanzmärkte seit ihrer Liberalisierung in den 1970er und 1980er Jahren auch bei den deutschen Finanz- und Industrieunternehmen Begehrlichkeiten geweckt worden. Investmentbanking und das Wertpapiergeschäft versprachen sehr viel höhere Renditen als das Kreditgeschäft. Die Umorientierung des Kapitals angesichts der Globalisierung der Finanzmärkte wurde zusätzlich von der Schaffung des EG-Binnenmarktes angetrieben. Der verschärfte europäische Wettbewerbsdruck führte insbesondere im Finanzsektor in den neunziger Jahren zu einer verstärkten Fusions- und Übernahmefähigkeit (Huffschmid 1999: 77). Finanzieren konnten die deutschen Banken und Versicherungen die Übernahmen unter anderem über den Verkauf ihres Anteilsbesitzes an deutschen Industrieunternehmen.

Einen weiteren möglichen Grund für die Umorientierung der Banken auf den Finanzmarkt führen Martin Höpner und Gregory Jackson (2003) an. Sie argumentieren, dass es zwischen dem renditeträchtigen Investmentbanking, das vornehmlich die Beratung bei Fusionen und Übernahmen und die Organisation von Börsengängen umfasst, und den engen Verbindungen zu den Managern der Industrieunternehmen, wie es die Deutschland AG geprägt hat, zu Konflikten kommen kann. Als paradigmatisch gilt ihnen hierfür die Situation, als 1997 Krupp Thyssen übernehmen wollte. Die Deutsche Bank beriet im Rahmen ihres Investmentgeschäfts Krupp, obwohl sie gleichzeitig im Aufsichtsrat von Thyssen vertreten war. In einer Kontroverse zwischen Investmentbankern und den Vertretern des traditionellen Hausbankkonzeptes setzten sich erstere durch. Als Konsequenz aus dieser Reorientierung entschied sich die Deutsche Bank, sich künftig bei Konflikten im Übernahmefall neutral zu halten. Bereits beim Übernahmekampf zwischen Vodafone und Mannesmann mischte sich die Deutsche Bank nicht mehr in die Auseinandersetzung über das feindliche Übernahmeangebot ein, obwohl sie die Hausbank von Mannesmann war. Diese Abkehr von der Unterstützung jener Unternehmen, an denen Beteiligungen gehalten werden, ist Ausdruck für den Übergang deutscher Großbanken zu einer finanzmarktorientierten Strategie (Höpner/Jackson 2003: 161).

Eine strategische Reorientierung Richtung Finanzmarktgeschäft vollziehen nicht nur die Banken, auch die Versicherungen lösen sich tendenziell aus dem alten Beziehungsgeflecht. Große Versicherungen wie die Allianz haben ihren Beteiligungsbesitz seit den siebziger Jahren internationalisiert, womit der deutsche Markt an Bedeutung verloren hat. Außerdem wird ein Allfinanz-Konzept verfolgt, d.h. das Geschäft mit Versicherungs-, Bank- und anderen Finanzdienstleistungen soll integriert werden. Einen Höhepunkt der Allfinanzstrategie markiert die Übernahme der Dresdner Bank durch die Allianz im Jahr 2001, die insbesondere vor dem Hintergrund des erhofften Milliardenengeschäfts mit Produkten zur privaten Altersvorsorge erfolgte (Picot 2001: 195). Schließlich ist

die Verwaltung und Anlage privater und institutioneller Wertpapiervermögen ein Geschäftszweig, von dem auch die deutschen Versicherungen ebenso wie die Banken profitieren wollen. Entsprechend wurden Fondsgesellschaften gegründet oder US-amerikanische Fondsgesellschaften übernommen. Im Gegensatz zum direkten Beteiligungsbesitz ist der indirekte Anteilsbesitz über Fonds kurzfristiger und rein finanziell orientiert und ein weiterer Faktor, der zur Lockerung der engen Beziehungen zwischen Versicherungen und Industrieunternehmen führt (Beyer 2003: 135ff).

Die unter Bedingungen eines verschärften globalen und europäischen Wettbewerbsdrucks erfolgte Umorientierung der Banken und Versicherungen auf das Finanzmarktgeschäft, gepaart mit steuerlichen Anreizen wie der von der rot-grünen Bundesregierung 2000 beschlossenen Steuerbefreiung von Veräußerungsgewinnen, die inländische Kapitalgesellschaften beim Verkauf von Beteiligungsbesitz erzielen, hat den Verflechtungsgrad zwischen deutschen Unternehmen eindeutig reduziert. Während des Börsenbooms der späten neunziger Jahre geht die Zahl der Kapitalverflechtungen zwischen den 100 größten Unternehmen von 169 (1996) auf 80 (2000) zurück (Höpner/Jackson 2003: 161). Insbesondere die Banken haben in diesem Zeitraum Unternehmensanteile veräußert (Wójcik 2003: 1454). Nach der Krise an den Aktienmärkten beschleunigt sich ab 2003 die Entflechtung wieder. Der Anteil der börsennotierten Unternehmen, die einen Aktionär mit Sperrminorität (Kapitalbeteiligung von mindestens 25%) haben, ist zwischen 2001-2004 um 9,7% auf 74,5% zurückgegangen, der Anteil der Unternehmen mit einem Mehrheitsanteilseigner um 18,8% auf 52,1% (Wirtschaftswoche vom 3. Februar 2005: 47). Und nicht nur die Banken und Versicherungen trennen sich von Unternehmensbeteiligungen. Auch viele Industrieunternehmen konzentrieren sich angesichts eines verschärften Wettbewerbsdrucks auf den internationalen Gütermärkten und im Zeichen von am Shareholder Value orientierten Rationalisierungs- und Steuerungskonzepten auf ihr Kerngeschäft.

3. Finanzinvestoren und der Umbau der deutschen Ökonomie

In diese Lücke stoßen Finanzinvestoren² aus dem In- und Ausland und erwerben die veräußerten Unternehmensanteile bzw. die abgestoßenen Geschäfts-

² Unter dem Begriff Finanzinvestoren werden hier Finanzunternehmen gefasst, die Sparbeträge von Privatanlegern oder Unternehmen einsammeln und diese im Gegensatz zu den Geschäftsbanken nicht in Form von Krediten weiterreichen, sondern in Vermögenstitel unterschiedlicher Art (Aktien, Anleihen, Derivate, Immobilien, komplette Unternehmen) investieren. Ziel kann dabei sowohl eine möglichst hohe Rendite aber auch die Minimierung von Risiken sein. Innerhalb dieser allgemeinen Definition wird dann unterschieden zwischen den institutionellen Anlegern (Versicherungen, Investmentgesellschaften und Pensionsfonds) und den Hedge Fonds und Private Equity-Unternehmen. Diese Differenzierung bietet sich an, weil es vornehmlich die institutionellen Anleger sind, von denen die Hedge Fonds und Private Equity-Fonds ihr Eigenkapital erhalten.

sparten. Die institutionellen Anleger, definiert als Investmentgesellschaften, Pensionsfonds und Versicherungen, haben seit Mitte der neunziger Jahre ihren Anteil am Aktienbesitz deutscher Unternehmen stetig erhöht.

Tabelle 1: *Anteile am deutschen Aktienbesitz (in Prozent)*

	1992	1998	2002
Private Haushalte	19,74	17,48	13,02
Unternehmen	45,80	40,57	33,06
Staat	2,13	1,23	0,76
Banken	12,95	12,58	10,77
Versicherungen	5,12	6,95	14,25
Investmentfonds	4,59	9,79	13,98
Übrige Welt	9,67	11,41	14,17

Quelle: DAI-Factbook 2003: 08.1-3

Das Wachstum der Investmentfonds korrespondiert mit dem relativen Rückgang des direkten privaten Aktienbesitzes. Die Versicherungen erhöhten ihre Aktieninvestitionen zwischen 1980 und 2000 von 1,7 Mrd. D-Mark auf 49 Mrd. D-Mark (GDV 2002: 126). Zwar waren die Versicherungen in Deutschland traditionell die wichtigsten institutionellen Anleger, jedoch mit einem anderen Selbstverständnis. Über langfristige Verflechtungen mit den großen Industrieunternehmen waren sie jahrzehntelang Träger der Struktur des bundesdeutschen Kapitalismus. Die Lockerung der Beziehungen innerhalb der Deutschland AG ändert dies. Teil des nur noch renditeorientierten Aktienbesitzes der Versicherungen und Banken ist auch die Aktienanlage in Spezialfonds. Versicherungen und Banken halten Aktien häufig nicht direkt, sondern vermittelt über diese Investmentfonds für Großanleger. Im Jahr 2003 machten die indirekten Aktienanlagen über Investitionen in Spezialfonds 21,2% der Kapitalanlagen deutscher Versicherungen aus (GDV 2004: 127). Und der wachsende Anteil von Aktien, die sich im ausländischen Eigentum befinden, ist häufig auch in der Hand institutioneller Anleger. Hierbei handelt es sich vornehmlich um US-amerikanische und britische Pensionsfonds oder Versicherungen, wie den Pensionsfonds des öffentlichen Dienstes von Kalifornien, CalPERS, der ausländische Aktien im Wert von ca. 50 Mrd. US-Dollar besitzt (CalPERS 2007). Besonders die Aktien von Großunternehmen werden in einem hohen Ausmaß von institutionellen Anlegern gehalten. Etwa 70% des Aktienbesitzes institutioneller Anleger in Deutschland entfallen auf die 100 größten börsennotierten Unternehmen, wobei die einzelnen Anleger meistens aus Liquiditätsgründen oder wegen aufsichtsrechtlicher Beschränkungen nur geringe Anteile eines Unternehmens halten (Steiger 2000: 145).

Zwar wird in der Finanzpresse gerne über spektakuläre „Shareholder-Revolten“ auf den Hauptversammlungen berichtet, bei denen die mächtiger gewordenen

Fondsgesellschaften den Vorstand für seine Strategie scharf kritisieren. Bei großen Unternehmen wie Daimler-Chrysler oder Siemens haben sie in den letzten Jahren auch vermehrt stattgefunden. Trotzdem bleibt festzuhalten, dass die meisten institutionellen Anleger gar nicht auf den Hauptversammlungen erscheinen (Engelhard et al. 1998: 7, Steiger 2000: 197f). Wenn direkter Einfluss genommen werden soll, dann treffen sich die Fondsmanager informell und jenseits der Öffentlichkeit mit dem Unternehmensmanagement. Viele institutionelle Anleger verzichten aber selbst hierauf. Zu erklären ist dies über die nur geringen Aktienanteile von häufig nicht mehr als 1-2%, die von einzelnen Fonds erworben werden. Grund für dieses Vorgehen ist die hohe Liquiditätspräferenz institutioneller Anleger. Es ist, etwa bei leistungsorientierten Pensionsfonds, nicht immer die höchste Rendite, die zählt, viele Kapitalanlagen erfolgen auch unter dem Gesichtspunkt der Risikominimierung. Die institutionellen Anleger wollen in der Lage sein, ihren Anteilsbesitz schnell und ohne Kursverluste zu veräußern und dies wird bei größeren Aktienpaketen immer schwieriger.

Trotzdem sind die institutionellen Anleger ein ernstzunehmender Faktor beim kapitalmarktorientierten Umbau, den viele börsennotierte Unternehmen in Deutschland seit den neunziger Jahren durchlaufen. Neben den partiellen Interventionen sind es vor allem die negativen Konsequenzen für den Aktienkurs, wenn die Großanleger sich gemeinsam dafür entscheiden, sich aus einem Unternehmen zurückzuziehen bzw. von vorneherein auf den Kauf der Aktien eines Unternehmens verzichten. Letzterer Fall hat in den letzten Jahren häufig Mischkonzerne getroffen (Zugehör 2003: 81ff.) Unter den meisten Fondsmanagern gelten diese aufgrund möglicher Quersubventionierung zwischen den Unternehmensteilen als weniger renditeträchtig. Sie sind deshalb mit einer niedrigeren Nachfrage nach ihren Aktien konfrontiert und müssen häufig einen so genannten Konglomeratsabschlag auf ihren Aktienkurs hinnehmen. Ein hoher Aktienkurs ist jedoch unter Bedingungen, in denen sich die Schutz bietenden Kapitalverflechtungen der Deutschland AG auflösen und der europäische und globale Wettbewerb sich verschärfen, für viele Unternehmen sehr attraktiv. Da große Übernahmen häufig über Aktientausch finanziert werden, schützt er vor feindlichen Übernahmen, in dem er diese verteuert bzw. eigene Übernahmepläne verbilligt. Daher reagierten Mischkonzerne wie Linde oder Siemens auf den Konglomeratsabschlag mit einer kapitalmarktorientierten Unternehmenspolitik und begannen, sich auf ihr Kerngeschäft zu konzentrieren. Die meisten Dax-30-Unternehmen haben ihre Geschäftspolitik mittlerweile fokussiert.

In jüngster Zeit jedoch mehren sich Zweifel an der Strategie, die Diversifizierung zurückzunehmen. Denn entgegen der unter Fondsmanagern verbreiteten Auffassung sind die Kapitalrenditen von Mischkonzernen nicht unbedingt geringer. US-Mischkonzerne wie General Electric haben durch die Vorgabe von klaren Renditezielen für ihre jeweiligen Geschäftsbereiche Shareholder Value für ihre Anleger generiert und sind deshalb von Kursabschlägen verschont

geblieben. Für die Anlageentscheidung von institutionellen Anlegern scheinen hier die Ertragskraft des Unternehmens und sein Wachstumspotenzial wichtiger zu sein als die Frage nach den Kernbereichen der Geschäftstätigkeit (Handelsblatt vom 2. Mai 2007).

Insgesamt besteht die Bedeutung der institutionellen Anleger weniger darin, dass sie direkt in Unternehmen intervenieren. Dies ist der Ausnahmefall. Vielmehr bilden sie ein zentrales Strukturelement eines von liberalen nationalen und europäischen Übernahmeregeln geprägten Marktes für Unternehmenskontrolle (van Apeldoorn/Horn 2004) und üben ihre Macht indirekt aus. Susan Strange hat diese Form der Macht als strukturelle Macht bezeichnet, d.h. als „the power to shape and determine the structures of the global political economy“ (Strange 1994: 24).

Anders sieht die Strategie freilich bei Hedge Fonds und Private Equity-Unternehmen aus. Beide sind in der jüngeren Vergangenheit in das Zentrum der medialen Aufmerksamkeit gerückt. Sie haben in den letzten Jahren vermehrt Kapital von institutionellen Anlegern zur Verfügung gestellt bekommen. Unter dem Eindruck des Einbruchs der Aktienkurse 2001, bei gleichzeitig geringen Renditen auf festverzinsliche Wertpapiere, haben die institutionellen Anleger zunehmend so genannte alternative Investments getätigt und in Hedge Fonds und Private Equity Fonds Kapital angelegt. Allein die Mittelzuflüsse US-amerikanischer institutioneller Anleger in Hedge Fonds werden nach Schätzungen zwischen 2003 und 2008 von 66 auf 300 Milliarden US-Dollar anwachsen (Casey, Quirk and Acito/Bank of New York 2004).

Hedge Fonds sind Investmentgesellschaften, deren Anlagestrategien im Gegensatz zu Pensionsfonds oder Versicherungen kaum einer staatlichen Regulierung unterliegen. Mit der Liberalisierung der Kapitalmärkte ab den achtziger Jahren floss vermehrt Kapital in Hedge Fonds. Insbesondere die angesichts einer Umverteilungspolitik zugunsten von Kapitalbesitzern stark ansteigenden Vermögen extrem reicher Privatpersonen ließen die zwar risikoträchtigen aber auch äußerst hohe Kapitalrenditen versprechenden Anlagen in Hedge Fonds anwachsen. In den letzten Jahren legen auch institutionelle Anleger vermehrt in Hedge Fonds an. Weltweit gibt es etwa 9500 Hedge Fonds mit einem geschätzten Vermögen von ca. 1,5 Billionen US-Dollar (AG Alternative Wirtschaftspolitik 2007: 26). Ihr Sitz ist häufig Offshore in einem der Steuerparadiese. Im Gegensatz zu den institutionellen Anlegern und extrem reichen Privatpersonen stehen einer breiteren Öffentlichkeit Anlagen in Hedge Fonds nicht zur Verfügung. Die weitgehende Nicht-Regulierung und Intransparenz ihrer Aktivitäten ermöglichen ihnen hochriskante Finanzgeschäfte. Über hohe Investitionen in Derivate sowie die Praxis der Leerverkäufe können Hedge Fonds sogar von fallenden Kursen profitieren.³ Außerdem greifen sie in einem

überproportionalen Ausmaß auf Kredite zurück. Dieser Mechanismus erlaubt es ihnen, die Eigenkapitalrendite zu steigern (zur Erklärung s.u.), erhöht zugleich aber auch das Risiko ihrer Transaktionen, wie die Krise des Long Term Capital Management Fonds (LTCM), der hohe Verluste während der Asien- und Russlandkrise machte, gezeigt hat (Huffschild 1999: 93).

Neben spekulativen Aktivitäten mit Wertpapieren, Währungen und Derivaten versuchen Hedge Fonds hohe Renditen durch Strategien des Shareholder-Aktivismus zu erzielen. Sie erwerben hierzu Minderheitsbeteiligungen an börsennotierten Unternehmen und üben Druck auf diese aus, den Aktienkurs zu erhöhen und höhere Dividenden auszuschütten. Einen spektakulären Fall von Shareholder-Aktivismus markierte der Konflikt zwischen der Deutschen Börse und einer Koalition von Hedge Fonds – die später auch Unterstützung von gewöhnlichen Investmentgesellschaften wie Fidelity erhielten –, angeführt durch den britischen Hedge Fonds TCI, der 8% der Aktien des Unternehmens hielt, in den Jahren 2004 und 2005. Die Deutsche Börse, ein seit einigen Jahren selbst börsennotiertes Unternehmen, hat sich wie viele deutsche Unternehmen in den letzten Jahren in ihrer Aktionärsstruktur stark verändert. Die großen Banken Deutsche Bank, Dresdner Bank und Commerzbank veräußerten ihre Anteile, an ihre Stelle traten institutionelle Anleger und Hedge Fonds, die mittlerweile ca. 98% der Aktien halten (Deutsche Börse 2007). Auslöser des Konflikts war der Versuch der Deutschen Börse, die Londoner Börse zu übernehmen. Die Hedge Fonds hingegen lehnten die Übernahme aufgrund der hohen Investitionskosten ab und verlangten stattdessen, dass die für die Übernahme vorgesehenen finanziellen Mittel an die Aktionäre fließen sollten. Der Druck der Fondsgesellschaften führte zum Rückzug der Übernahmeofferte und dazu, dass das Unternehmen seine Barreserven in Form eines Aktienrückkaufprogramms an die Aktionäre ausschüttete. In Konsequenz des Scheiterns der Übernahmepläne zwangen erstmals Hedge Fonds den Vorstands- und den Aufsichtsratsvorsitzenden eines DAX-Unternehmens zum Rücktritt (Financial Times Deutschland vom 10. Mai 2005: 1; Schäfer 2006: 178ff).

Neben den Hedge Fonds ist es das Buy Out-Geschäft von Private Equity-Unternehmen bzw. Beteiligungsgesellschaften, das seit einigen Jahren boomt, da in ihm zweistellige Renditen erzielt werden können. Bei Beteiligungsgesell-

nanzmarktakteur, etwa einer Bank, Wertpapiere und verkaufen diese. Mit der Bank wurde in einem Termingeschäft vereinbart, wann die Wertpapiere zurück in ihren Besitz gehen. Der Hedge Fonds spekuliert darauf, dass bis zu diesem Zeitpunkt der Kurs fällt und er die Wertpapiere dann günstiger zurückkaufen kann. Gleichzeitig ist das Verlustrisiko bei gegenläufiger Kursentwicklung hoch. Der irreführende Name Hedge Fonds, (*to hedge* = absichern), rührt von der Praxis der Leerverkäufe her. Der in den späten vierziger Jahren geschaffene erste Hedge Fonds hatte sein Portfolio in Aktien und geliehene Aktien aufgeteilt. Von den Aktien profitierte er bei steigenden Kursen, von den geliehenen Aktien über Leerverkäufe bei fallenden Kursen. Der Fonds war somit geschützt gegenüber der Marktentwicklung (Eichengreen/Mathieson 1998).

3 Bei Leerverkäufen leihen sich die Hedge Fonds gegen eine Gebühr von einem anderen Fi-

schaften handelt es sich um Finanzunternehmen, die über von externen Investoren finanzierte Fonds andere Unternehmen ganz oder mehrheitlich aufkaufen, sie für eine bestimmte Zeit managen und dann wieder mit möglichst hohem Gewinn verkaufen. Die Konzentration vieler Unternehmen auf ihr Kerngeschäft, ein zentrales Element von Shareholder Value-orientierten Reorganisationsprozessen, führt zur Auflösung von Mischkonzernen und Veräußerung randständiger Unternehmensbereiche. Hier treten die Beteiligungsgesellschaften auf den Plan und kaufen die Unternehmen. Im Gegensatz zu anderen institutionellen Anlegern geht es dabei im Regelfall⁴ nicht um Minderheitsbeteiligungen, sondern um komplette Übernahmen. Der Name Private Equity weist darauf, dass diese Finanzinvestoren eigentlich nur in nichtbörsennotierte Unternehmen (Public Equity = Aktien) investieren. Das äußerst hohe Volumen der Mittelzuflüsse an Beteiligungsgesellschaften in den letzten Jahren lässt diese aber auch vermehrt nach größeren Transaktionen Ausschau halten. Damit rücken mittlerweile auch börsennotierte Unternehmen in ihr Blickfeld.

Der Private Equity-Markt boomt seit einigen Jahren weltweit. Im Jahr 2005 wurden mehr als 220 Mrd. US-Dollar in Beteiligungsgesellschaften investiert (UBS 2006: 3). Insbesondere die institutionellen Anleger erhoffen sich höhere Renditen durch vermehrte Investitionen in diese Form alternativer Kapitalanlagen. In Europa werden derzeit etwa 25% aller Unternehmensübernahmen durch Beteiligungsgesellschaften, die größtenteils aus den USA oder Großbritannien stammen, getätigt. Dieser Trend hat auch die sich im Umbau befindende deutsche Ökonomie erfasst. 2005 waren bereits ca. 800.000 Personen in Unternehmen beschäftigt, deren Eigentümer eine Beteiligungsgesellschaft war. Im folgenden Jahr stiegen Zahl und Wert der Private Equity-Transaktionen stark an. Die Anzahl der von Beteiligungsgesellschaften in Deutschland übernommenen Unternehmen stieg um 34 Prozent von 139 (2005) auf 186 (2006). Der Wert der Investitionen stieg sogar um 61 Prozent von 31,6 Milliarden Euro auf 50,9 Milliarden Euro (Ernst & Young 2007).

Als Mehrheitseigentümer versuchen die Beteiligungsgesellschaften, die aufgekauften Unternehmen zu restrukturieren und meistens nach einer Zeit von 3-7 Jahren gewinnbringend zu verkaufen. Der Ausstieg aus einer Beteiligung erfolgt entweder über den Verkauf an einen strategischen Investor⁵, über einen

Börsengang oder, wie in der jüngeren Vergangenheit öfter zu beobachten, an einen anderen Finanzinvestor. Als Mehrheitseigentümer nehmen die Beteiligungsgesellschaften Einfluss auf strategische Unternehmensentscheidungen wie größere Investitions- und Forschungsvorhaben oder die Produktpolitik eines Unternehmens. Der Verkauf von Randbereichen jenseits eines als besonders renditeträchtig erachteten Kerngeschäfts gehört ebenfalls dazu (Kamp/Krieger 2005: 20). Das Management eines Unternehmens wird bei einer Übernahme entweder ausgetauscht oder, ähnlich der Praxis von Aktienoptionsprogrammen bei börsennotierten Kapitalgesellschaften, finanziell am Eigenkapital des Unternehmens beteiligt.

Vor allem aber wird über Kostensenkungsstrategien der Druck auf die abhängig Beschäftigten erhöht, um darüber die Rendite zu steigern. Im Fall des Badarmaturenherstellers Grohe wurde im Anschluss an den Verkauf an die Texas Pacific Group und Credit Suisse First Boston Private Equity ein auf Internationalisierung setzendes Restrukturierungsprogramm beschlossen, das zu einem massiven Stellenabbau in Deutschland geführt hat. Zwischen Juni 2005 und März 2007 sank die Zahl der im Inland beschäftigten Personen von 4300 auf 3200 (Grohe 2007, Kamp/Krieger 2005: 46). Die Übernahme und anschließende Restrukturierung durch einen Finanzinvestor muss nicht zwangsläufig wie bei Grohe zu Arbeitsplatzabbau führen, sehr wahrscheinlich ist jedoch eine stärkere Verdichtung der Arbeit durch flexiblere Arbeitszeiten oder die Rücknahme arbeitspolitischer Fortschritte. Allgemein werden unter den Bedingungen des Finanzmarkt-Kapitalismus in den Unternehmen „Löhne, Arbeitszeiten und Arbeitsbedingungen zu einer Restgröße, die flexibel an Markterfordernisse angepasst werden.“ (Dörre/Brinkmann 2005: 98)

Neben verschiedenen Restrukturierungsmaßnahmen ist es die weitgehende Fremdfinanzierung der von Beteiligungsgesellschaften getätigten Übernahmen, die die Eigenkapitalrendite in die Höhe treibt. Durchschnittlich wird eine Übernahme zu 1/3 durch Eigenkapital, das Investoren wie die institutionellen Anleger zur Verfügung stellen, und zu 2/3 über Fremdkapital, d.h. Bankkredite finanziert. Den Schuldendienst in Form von Zins- und Tilgungszahlungen muss das übernommene Unternehmen leisten. Zur entscheidenden Kennziffer wird dabei, erneut analog zu Shareholder Value-Konzepten im Falle börsennotierter Unternehmen, der Cash Flow. Im Gegensatz zum Gewinn, bei dem auch Abschreibungen berücksichtigt werden, erfasst der Cash Flow den freien Mittelzufluss eines Unternehmens. Aus diesem möglichst konstanten Mittelzufluss⁶ muss dann auch der Schuldendienst geleistet werden. Der Grad der

4 Eine Minderheitsbeteiligung an der Deutschen Telekom ist die US-Beteiligungsgesellschaft Blackstone eingegangen. Die Bundesregierung verkaufte 2006 staatliche Aktienanteile von 4,5%, die von der Kreditanstalt für Wiederaufbau gehalten wurden, an Blackstone. Vermutlich hofft die Bundesregierung, dass Druck von Blackstone auf das Unternehmen den Aktienkurs der Telekom erhöht, wovon auch der Staat als Aktionär bei weiteren Anteilsverkäufen finanziell profitieren würde (Schäfer 2006: 180ff).

5 Strategische Investoren sind zwar auch an Renditezielen orientiert, im Gegensatz zu Finanzinvestoren sind für sie jedoch andere Faktoren wie der Zugriff auf Technologie oder der Zugang zu neuen Absatzmärkten wichtiger. Auch sind sie nicht vorrangig auf den Exit orientiert und nehmen eher Einfluss auf das operative Geschäft.

6 Deshalb kaufen gerade Beteiligungsgesellschaften häufig neben Unternehmen Wohnungsbauunternehmen. Der Cash Flow in Form von Mieteinnahmen ist eine weitgehend konstante Größe und geringeren Einnahmeschwankungen unterworfen als die von konjunkturellen Entwicklungen abhängige Tätigkeit eines Unternehmens. In Deutschland haben Beteiligungsgesellschaften zwischen 2001 und 2005 ca. 600.000 Mietwohnungen, insbesondere von

Fremdkapitalfinanzierung einer Übernahme durch Beteiligungsgesellschaften bemisst sich dann auch am erwarteten Cash Flow. Wie der hohe Fremdkapitalanteil die Eigenkapitalrendite nach oben „hebelt“ – eine solche kreditfinanzierte Unternehmensübernahme wird als *Leveraged Buy Out (LBO)* bezeichnet –, veranschaulicht das Zahlenbeispiel in Tabelle 2.

Tabelle 2: Renditesteigerung durch Kreditfinanzierung

Gesamtkapitaleinsatz	100 Mio. Euro
Eigenkapital	20 Mio. Euro
Fremdkapital	80 Mio. Euro
Kreditkosten von 8%	6,4 Mio. Euro
Gesamtkapitalrendite	10%
Gesamtgewinn	10 Mio. Euro
- Kreditkosten	6,4 Mio. Euro
Gewinn nach Zinsen	3,6 Mio. Euro
Eigenkapitalrendite	18%

Quelle: Huffs Schmid 2006

Die Praxis des LBOs ist paradigmatisch für die im Finanzmarkt-Kapitalismus sich vollziehende Verschiebung der Einkommensverteilung zwischen Lohn-, Profit- und Zinseinkommen. Um dem Interesse von Finanzinvestoren an einer hohen Eigenkapitalrendite gerecht zu werden, werden aufgekauften Industrie- und Dienstleistungsunternehmen hohe Schulden aufgebürdet. Die Fähigkeit zum Schuldendienst, sowie zu weiterhin notwendigen Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen, verlangt den Unternehmen umfassende Rationalisierungen ab, die häufig auf Kosten der abhängig Beschäftigten gehen. Bei Veränderung der konjunkturellen Lage kann aufgrund des hohen Verschuldungsgrads auch die Existenz des kompletten Unternehmens gefährdet sein. Ein Beispiel hierfür ist die ehemalige Bundesdruckerei, die 2000 an die britische Beteiligungsgesellschaft Apax verkauft wurde. Angesichts des hohen Schuldenstands in Konsequenz des LBOs geriet das Unternehmen in die Verlustzone, stand am Rande der Pleite und wurde schließlich für die symbolische Summe von einem Euro an eine Auffangesellschaft der Hessischen Landesbank verkauft (Kamp/ Krieger 2005: 48).

Die Gefahr einer Überschuldung ist in den letzten Jahren angesichts des Booms der Beteiligungsbranche in zweifacher Weise noch gestiegen. Erstens werden immer häufiger in immer kürzeren Abständen Unternehmen von einem Finanzinvestor an den nächsten weiterverkauft. Der neue Eigentümer finanziert die Übernahme ebenfalls vornehmlich mit Krediten und bürdet diese dem Unternehmen auf. Sirona zum Beispiel, die frühere Dentalsparte von

Siemens, wurde dreimal nacheinander an Beteiligungsgesellschaften verkauft und ist mit einer wachsenden Verschuldung konfrontiert (Kamp/Krieger 2005: 48). Zweitens entziehen die Finanzinvestoren den Unternehmen vermehrt über Sonderdividenden Eigenkapital. Diese euphemistisch als „Rekapitalisierungen“ bezeichneten Maßnahmen sollen den Beteiligungsgesellschaften innerhalb möglichst kurzer Zeit den, ohnehin nur geringen, vorgeschossenen Eigenkapitalanteil zurückbringen. Oft müssen die Unternehmen zur Finanzierung der Sonderdividenden weitere Kredite aufnehmen. Diese Praxis, die selbst innerhalb der Beteiligungsbranche umstritten ist, ist nichts anderes als ein auf kurzfristige Renditen orientiertes Ausplündern von Unternehmen. Die gewachsene Bedeutung von Sonderdividenden ist vor dem Hintergrund einer veränderten Zinsentwicklung zu sehen. Das nach mehrmaligen EZB-Leitzinserhöhungen steigende Zinsniveau verteuert Kredite und reduziert den renditesteigernden Effekt eines hohen Fremdkapitaleinsatzes bei Übernahmen. Die Eigenkapitalrendite bei einem Unternehmensverkauf einige Jahre später kann damit niedriger als erwartet ausfallen. Sonderdividenden ermöglichen daher ein schnelleres Zurückholen des investierten Eigenkapitals.

4. Schlussfolgerungen

Die angesichts wachsender kreditfinanzierter Übernahmen immer höhere Schuldenlast von durch Private Equity-Unternehmen übernommenen Unternehmen macht Pleiten im Falle einer verschlechterten Auftragslage immer wahrscheinlicher. Gepaart mit der vermehrten Kurzfristorientierung der Finanzinvestoren, die sich in immer häufigeren „Rekapitalisierungen“ und dem schnellen Weiterverkauf eines Unternehmens an andere Finanzinvestoren zeigt, deutet diese Verhaltensweise darauf hin, dass der Private Equity-Boom einem vorläufigen Ende entgegen geht. Dies auch deshalb, weil die im Sommer 2007 aufgetretene Krise am US-Immobilienmarkt, mit ihren noch nicht absehbaren Konsequenzen für die internationalen Finanzmärkte, auch die Finanzierungsmöglichkeiten der Finanzinvestoren beeinträchtigt hat. Neben der direkten Betroffenheit einzelner Hedge Fonds, die aufgrund von Spekulationen mit Hypothekendarlehen, die von den Kreditnehmern nicht mehr bedient werden können, in finanzielle Schwierigkeiten geraten sind, trifft die Finanzinvestoren insbesondere die Zurückhaltung der Banken in der Krise bei der Kreditvergabe. Übernahmen müssen vermehrt mit weniger Fremdkapital finanziert werden. Doch nicht nur ein sich wandelndes ökonomisches Umfeld macht den Finanzinvestoren zu schaffen. Ihre teilweise rabiaten Verhaltensweisen und die hohe Verschuldung haben auch innerhalb der Gruppe der Finanzmarktakteure, ob die Rating-Agentur Moody's, die EZB oder die Bundesbank, die Rufe nach einer stärkeren Regulierung lauter werden lassen. Kritisiert werden die Kurzfristigkeit der Investitionsstrategien, die extrem hohe Verschuldung der

Zielunternehmen und eine mangelnde Transparenz etwa bezüglich der Anlagestrategien. Die Regulierungsvorschläge beschränken sich allerdings vornehmlich auf moderate Formen der Selbstregulierung, etwa dass Hedge-Fonds ihr Risikoprofil von Rating-Agenturen prüfen lassen sollen (FAZ vom 15. Juni 2006). Und selbst solche moderate Forderungen nach mehr Transparenz, wie sie von der Bundesregierung im Vorfeld des G8-Gipfels in Heiligendamm formuliert worden sind, scheitern am Widerstand von US-amerikanischer und britischer Regierung. Schließlich hat auch das Bundesfinanzministerium im Sommer 2007 einen Gesetzentwurf zu Private Equity vorgelegt, der statt einer stärkeren Regulierung vornehmlich Steuerentlastungen für Risikokapitalinvestitionen vorsieht (BMF 2007).

Die widersprüchlichen Äußerungen und Verhaltensweisen staatlicher Akteure erklären sich aus den unterschiedlichen Funktionen des kapitalistischen Staates. Neben der wettbewerbsstaatlichen Funktion, günstige Rahmenbedingungen für Kapitalanleger zu schaffen, müssen auch Stabilität und eine gewisse Legitimität gewährleistet sein. Intransparente Aktivitäten von Hedge Fonds, die an eine hohe Kreditvergabe der Banken gebunden sind, bergen die Gefahr von Instabilitäten auf den Finanzmärkten. Und der Unmut über die sozialen Konsequenzen des Finanzmarkt-Kapitalismus wird über die Kritik an den „Heuschrecken“ kanalisiert auf das Handeln einzelner Finanzinvestoren. Durch die Fokussierung der Kritik auf einzelne Private Equity-Unternehmen und Hedge Fonds wird jedoch erstens ausgeblendet, dass andere Finanzunternehmen, transnationale Industrie- und Dienstleistungsunternehmen und Regierungen – nicht zuletzt auch die rot-grüne Bundesregierung – den Übergang in den Finanzmarkt-Kapitalismus unterstützen. Zweitens lenkt diese plakative Kritik davon ab, dass unter den Bedingungen kapitalistischer Konkurrenzverhältnisse einzelne Unternehmen, und damit auch Finanzinvestoren, immer auch von systemischen Zwängen Getriebene sind.

Literatur

- AG Alternative Wirtschaftspolitik (2007): Beschränkung und Kontrolle statt Förderung und Laissez faire – Hedgefonds und Private Equity, in: *Sozialismus*, H. 5, 25-34.
- Beckmann, Martin (2007): *Das Finanzkapital in der Transformation der europäischen Ökonomie*, Münster: Westfälisches Dampfboot.
- Beyer, Jürgen (2003): Deutschland AG a.D.: Deutsche Bank, Allianz und das Verflechtungszentrum des deutschen Kapitalismus, in: Wolfgang Streeck/Martin Höpner (Hrsg.), *Alle Macht dem Markt?*, Frankfurt a.M.: Campus, 118-146.
- BMF (2007): Referentenentwurf - Gesetz zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen, Berlin: Bundesministerium der Finanzen.
- Bonder, Michael; Röttger, Bernd; Ziebur, Gilbert (1992): *Deutschland in einer neuen Weltära*, Opladen: Leske und Budrich.
- CalPERS (2007): *Asset Allocation*. www.calpers.ca.gov/index.jsp?bc=/investments/assets/assetallocation.xml (30. April 2007)
- Casey, Quierk and Acito; Bank of New York (2004): *Institutional Demand for Hedge Funds: New Opportunities and Standards*. www.adrbny.com/files/hedge_funds_whitepaper.pdf (7. August 2006)

- DAI (2003): *DAI Factbook*, Frankfurt a.M.: Deutsches Aktieninstitut.
- Deutsche Börse (2007): *Aktionärsstruktur*. deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/kir/gdb_navigation/investor_relations/20_The_Share/40_Shareholder_Structure (19. Mai 2007)
- Dörre, Klaus; Brinkmann, Ulrich (2005): Finanzmarkt-Kapitalismus: Triebkraft eines flexiblen Produktionsmodells?, in: *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 45: Finanzmarkt-Kapitalismus*, 85-116.
- Eichengreen, Barry; Mathieson, Donald (1998): *Hedge Funds and Financial Market Dynamics*, Washington D.C.: IMF
- Engelhard, Johann; Eckert, Stefan; Rößler, Kat (1998): *Beteiligungspolitik von US-Pensionsfonds in den USA und in Deutschland*, Bamberger Betriebswirtschaftliche Beiträge Nr. 118, Bamberg: Universität Bamberg.
- Ernst & Young (2007): *Ausländische Finanzinvestoren investieren fast 50 Milliarden Euro in Deutschland*, Pressemitteilung vom 1. Januar 2007. www.ey.com/Global/content.nsf/Germany/Presse_-_Pressemitteilungen_2007_-_Private_Equity_2006 (30. April 2007)
- GDV (2002): *Jahrbuch 2002*, Berlin: Gesamtverband der deutschen Versicherungswirtschaft.
- GDV (2004): *Jahrbuch 2004*, Berlin: Gesamtverband der deutschen Versicherungswirtschaft.
- Grohe (2007): *Über Grohe*. www.grohe.de/t/22_1705.html (30. April 2007)
- Hilferding, Rudolf (1910): *Das Finanzkapital*, Wien: Brand.
- Höpner, Martin (2003): *Wer beherrscht die Unternehmen?*, Frankfurt a.M.: Campus.
- Höpner, Martin; Jackson, Gregory (2003): Entsteht ein Markt für Unternehmenskontrolle? Der Fall Mannesmann, in: Wolfgang Streeck/Martin Höpner (Hrsg.), *Alle Macht dem Markt?*, Frankfurt a.M.: Campus, 147-168.
- Höpner, Martin; Krempel, Lothar (2003): *The Politics of the German Company Network, Working Paper 03/9*, Cologne: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- Huffschmid, Jörg (1999): *Politische Ökonomie der Finanzmärkte*, Hamburg: VSA-Verlag.
- Huffschmid, Jörg (2006): *Finanzinvestoren – Retter oder Raubritter? II. Fließende Grenzen. Strukturen, Ziele und Strategien der Finanzinvestoren*, Workshop der IG Metall, 19. Oktober 2006, Frankfurt a.M.
- Kamp, Lothar; Krieger, Alexandra (2005): *Die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland*, Arbeitspapier 103, Düsseldorf: Hans-Böckler-Stiftung.
- O'Sullivan, Mary (2003): The political economy of comparative corporate governance, in: *Review of International Political Economy*, 10:1, 23-72.
- Picot, Gerhard (2001): Allfinanz – Mega-Merger der Finanzdienstleister, in: *M&A Review*, H. 5, 195.
- Schäfer, Daniel (2006): *Die Wahrheit über die Heuschrecken. Wie Finanzinvestoren die Deutschland AG umbauen*, Frankfurt a.M.: Frankfurter Allgemeine Buch.
- Steiger, Max (2000): *Institutionelle Investoren im Spannungsfeld zwischen Aktienmarktliquidität und Corporate Governance*, Baden-Baden: Nomos.
- Strange, Susan (1994): *States and Markets*, London/New York: Pinter.
- UBS (2006): *Private Equity*, Mai 2006, Nr. 3. www.ubs.com/1/SbowMedia/ubs_ch/bb_ch/ (30. April 2007)
- van Apeldoorn, Bastiaan; Horn, Laura (2004): *Levelling the playing field for whom? The European Takeover Directive and the European Marketisation Project*, DVPW-Sektion „Politik und Ökonomie“, Sektionstagung „Die politische Ökonomie der Wirtschafts- und Währungsunion“, 3-4. Dezember, Köln.
- Windolf, Paul (2005): Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus?, in: *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 45: Finanzmarkt-Kapitalismus*, 20-57.
- Windolf, Paul; Beyer, Jürgen (1995): Kooperativer Kapitalismus – Unternehmensverflechtungen im internationalen Vergleich, in: *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie*, 47:1, 1-36.
- Wójcik, Dariusz (2003): Change in the German model of corporate governance: evidence from blockholdings 1997-2001, in: *Environment and Planning A*, Vol. 35, 1431-1458.
- Zugehör, Rainer (2003): *Die Zukunft des rheinischen Kapitalismus: Unternehmen zwischen Kapitalmarkt und Mitbestimmung*, Opladen: Leske und Budrich.