



Michael Faust

**„Global Corporate Control“?
Über Fallstricke einer Netzwerkanalyse**

soeb-Working-Paper 2014-1

Forschungsverbund Sozioökonomische Berichterstattung
Internet: <http://www.soeb.de>
Koordination: Soziologisches Forschungsinstitut Göttingen (SOFI) e.V.
Friedländer Weg 31
D-37085 Göttingen
Projektleitung: Dr. Peter Bartelheimer

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung	3
Abstract	3
1. „147 Finanzkonzerne regieren die Welt“ – wirklich?	4
2. Die Fehlkonstruktion der Superstruktur	5
3. Was sagt die ETH-Studie über die Verhältnisse in Deutschland?	9
4. „Kontrolle“ und/oder Einfluss: Inwieweit, wie, wozu, wie einheitlich?	10
5. Fazit	12
6. Literaturverzeichnis	15

Zusammenfassung

Eine Studie von Netzwerkforschern der ETH Zürich (Vitali et al. 2011) über die Eigentumsstrukturen von über 40.000 transnationalen Unternehmen (TNC) enthüllt, dass ein untereinander vernetzter Kern von 147 Unternehmen aus (überwiegend) Finanzunternehmen rund 40 Prozent der weltweiten TNCs über Eigentumstitel potentiell kontrolliert. „147 Finanzkonzerne regieren die Welt“ so lautete das Medienecho und auch in den Sozialwissenschaften hat die Studie die Vorstellung einer gleichgerichteten und koordinierten „Global Corporate Control“ durch Finanzunternehmen genährt. Der vorliegende Beitrag zeigt, dass solche Interpretationen durch die Netzwerkstudie nicht gedeckt sind. Die Konstruktion der Superstruktur des integrierten Finanzzentrums ist vielmehr irreführend. Was die deutsche Situation angeht, liefert die Studie keine neuen Erkenntnisse über den Wandel der Eigentumsstrukturen und Kontrollpotentiale in der weiterhin sehr heterogenen deutschen Wirtschaft. Ferner wird nicht berücksichtigt, dass die tatsächliche Kontrollausübung durch nationale Institutionen der Corporate Governance in je spezifischer Weise geregelt wird, wozu in Deutschland die Unternehmensmitbestimmung zählt. Schließlich kann nicht davon ausgegangen werden, dass die Interessen der institutionellen Investoren situations- und kontextübergreifend einheitlich und invariant sind, noch sie in allen Fällen den Willen und die Energie aufbringen, auf das Management Einfluss zu nehmen.

Abstract

Network researchers from ETH Zürich (Vitali et al. 2011) analyzed the ownership structures of more than 40,000 transnational corporations (TNC) and revealed that an internally connected core of 147 (mostly financial) corporations potentially controlled about 40% of these TNCs via ownership entitlements. ‘147 Finance Groups Govern the World’ – this was the tenor of the impressive media resonance of this study. Also in the social sciences the study nourished the notion of an aligned and coordinated ‘global corporate control’ by the financial industry. The paper at hand shows that such interpretations are not covered by the study. Rather, the construction of the superstructure of an integrated financial center is misleading. Regarding the German situation the study does not deliver any new insights about ownership structures and control potentials regarding the still very heterogeneous German economy in this respect. Moreover, the study disregards the fact that potential control based on ownership is regulated by national institutional rules of corporate governance which in Germany include co-determination at supervisory board level. Finally, one should not assume that institutional investor interests are homogeneous and invariant across situations and institutional contexts, nor that they in all instances show the will and energy to influence corporate management.

1. „147 Finanzkonzerne regieren die Welt“ – wirklich?

„147 Finanzkonzerne regieren die Welt“ (Schweiz am Sonntag 22.10.2011). So oder ähnlich titelten eine ganze Reihe renommierter Tageszeitungen, als im Jahre 2011 eine Gruppe von Netzwerkforschern an der ETH Zürich eine suggestive Studie vorgelegt hatten, die nicht weniger beanspruchte als “to uncover the worldwide structure of corporate control“. Die Analyse der Eigentumsbeziehungen von 43060 transnationalen Unternehmen (TNC) identifiziert einen untereinander vernetzten Kern von 147 TNCs, der fast 4/10 aller TNCs kontrolliert (gemessen am ökonomischen Wert). Dieser Kern wiederum besteht überwiegend aus “financial institutions“ (Vitali et al. 2011). Mit den Daten von 2007, auf denen die Studie beruht, lassen sich dann die Top-Adressen identifizieren: Führende angelsächsische Banken, an der Spitze die britische Barclays Bank (Rang 1), dann J.P. Morgan Chase (6), Merrill Lynch (10), Goldman Sachs (18), Morgan Stanley (21), Bank of America (25), aber auch die Schweizer Spitzenbanken UBS und Credit Suisse (9 und 14), die Deutsche Bank (12) und große Versicherer, die AXA (4), die Allianz (28), dann aber auch im allgemeinen namentlich wenig bekannte Vermögensverwalter wie die amerikanische Capital Group (Platz 2). Obwohl die Autoren der Studie selbst sehr vorsichtig sind in Bezug auf die Frage, ob, inwieweit und wie die Finanzindustrie die mit den Eigentumstiteln gegebene Kontrollmöglichkeiten tatsächlich ausübt, ist der Tenor in den Medien eindeutig: „147 Unternehmen kontrollieren die Welt“ (Frankfurter Rundschau 24.10.2011). Im Lichte der weltweiten Finanzkrise wurde die Frage aufgeworfen, ob die Finanzindustrie (bzw. ihre einzelnen Player) nicht nur “too big to fail“, sondern auch “too connected, to fail“ sei. So wird auch von den Autoren der Studie gemutmaßt, dass die identifizierte wechselseitige Vernetzung ein systemisches Risiko für den Finanzsektor darstellt und zur Ausschaltung von Wettbewerb auf vermachteten Märkten führt (Vitali et al. 2011: 7-8). Auch in der deutschen Arbeits- und Industrie- bzw. Wirtschaftssoziologie haben vereinzelt Autoren die Befunde der Studie als Beleg für die wirtschaftliche Dominanz der Finanzindustrie im gegenwärtigen Kapitalismus angeführt, die sich auch in politische Dominanz ummünzen lässt (Dörre 2012a: 116 f; 2012b: 78): „Diese Unternehmen, deren 150 einflussreichste zu drei Vierteln aus dem Finanzsektor stammen (Vitali et al. 2011), sind in der Lage, Informationsvorsprünge gegenüber der Konkurrenz auszunutzen, Unternehmensnetzwerke zu kontrollieren, exklusives Expertenwissen zu mobilisieren und die Produkte kreativer Arbeit aus dem klein- und mittelbetrieblichen Sektor abzuschöpfen. Vor allem jedoch beherrschen sie die Kunst, ökonomische in politische Macht zu transformieren“ (Dörre 2012b: 78).

Die Diagnose, dass wir in einer weltweiten, neuen Formation des Finanzmarktkapitalismus leben, in der eine identifizierbare, zentrale Clique von Finanzinstituten wirtschaftliche und daraus abgeleitet auch politische Macht hat, scheint für einige Kommentatoren nunmehr endgültig ausgemacht.

In dreierlei Hinsicht sollen hier Einwände gegen diese Interpretationen der Studie vorgetragen werden, denen teilweise durch die Studie selbst Vorschub geleistet wird. Zum einen verdeckt die Fehlkonstruktion der Superstruktur der Beteiligungen wichtige Unterscheidungen zwischen den beteiligten Akteuren, die vorschnell zu einem einheitlichen Superakteur „Finanzkonzern“ zusammen gezogen werden. Zum anderen bietet die Studie bei genauerer Betrachtung keine Neuigkeiten in Bezug auf die deutsche Situation und befasst sich auch gar nicht mit nationalen Unterschieden hinsichtlich der Relevanz institutioneller Investoren als „Eigentümer“ von Unternehmen. Die Redeweise von der „Global Corporate Control“ legt demgegenüber nahe, dass es auf solche Unterscheidungen nicht mehr ankomme. Schließlich muss spezifiziert werden, was unter Kontrolle eigentlich verstanden werden soll. Auch hier kommen wieder nationale Unterschiede ins Spiel, nämlich die Regeln der Corporate Governance, die spezifizieren, welche Kontroll- bzw. Einflussmöglichkeiten institutionelle Investoren im Verhältnis zu anderen Stakeholdern zukommen.¹

2. Die Fehlkonstruktion der Superstruktur

Vermutlich ohne Absicht der Autoren suggeriert die Studie, dass die großen Banken den Rest der Welt regieren. Dies ist aber grob irreführend. Ist uns etwa die ganze Zeit etwas entgangen? Sind die Banken die zentralen Eigentümer der übrigen TNCs und zudem noch untereinander eigentumsbezogen vernetzt? Selbst in den Hochzeiten der alten Deutschland AG hatten die Banken und die großen Versicherer keinen solchen Einfluss über eigenen Aktienbesitz; dieser hat im Kreis der 100 größten Unternehmen vielmehr seit 1996 kontinuierlich von 76 Fällen auf 11 Fälle (2008) abgenommen (Monopolkommission 2010: 149).² In den angelsächsischen Ländern sind Banken schon seit langem keine Aktionäre an Nicht-Banken; es ist ihnen verboten. Wie erklären sich dann die Daten der ETH-Studie? Ein nicht unerheblicher Teil der oft weltweit tätigen Vermögensverwalter ist als Kapitalanlagegesellschaft (KAG) (der deutsche Terminus) im Eigentum von Banken, manchmal auch von Versicherungen. In Deutschland gilt dies für alle bedeutenden Vermögensverwalter (Union Investment, DWS/DB Advisors, DekalInvestment, Allianz Global Investors). So gehören DB

¹ In einem von der Hans-Böckler-Stiftung geförderten Projekt „Finanzmarktorientierung und Mitbestimmung“ untersuchen wir unter anderem Einflussnahmen und Stimmrechtsausübung von großen deutschen und angelsächsischen Kapitalanlagegesellschaften. Erkenntnisse aus diesem Projekt gehen in die folgenden Überlegungen ebenso ein wie die Arbeiten am Arbeitspaket 3 aus dem soeb-Forschungsverbund, das die Entwicklung und Zusammenstellung von Indikatoren zur Corporate Governance in Deutschland zum Ziele hat. Das vorliegende soeb-Working-Paper beschränkt sich auf die Problematisierung der Vorstellung einer „Global Corporate Control“. Die eigenen empirischen Ergebnisse zur Einflussnahme und Stimmrechtsausübung von institutionellen Investoren sind weiteren Publikationen vorbehalten.

² Basis ist jeweils die Grundgesamtheit der 100 größten Unternehmen in Deutschland. Weil hierfür über die Hauptgutachten der Monopolkommission regelmäßig Daten zur Verfügung stehen, hat es sich eingebürgert den Terminus „Deutschland AG“ auf die interne Verflechtung dieser 100 größten Unternehmen zu beziehen.

Advisors und DWS Investments zur Asset & Wealth Management (AWM) Sparte der Deutschen Bank, eine der 10 größten internationalen bankzugehörigen Vermögensverwalter mit einem Anlagevolumen von 944 Mrd. € in 2012. Nun „gehören“ diese Tochtergesellschaften zwar der Deutschen Bank, aber nicht das dort verwaltete Vermögen. Dieses ist vielmehr ein Sondervermögen (bei einer unabhängigen Depotbank verwahrt), das auch im Fall einer Insolvenz der KAG oder der dahinter liegenden Bank weiterhin den eigentlichen Anlegern gehört. Damit ist auch das systemische Risiko für das Finanzsystem ausgeschlossen, das darin besteht, dass die Insolvenz der Bank oder der KAG die Kundeneinlagen vernichtet³, die selbst wichtiger Teil des Finanzsystems (etwa als Versicherungsgelder) sind. Die Bank selbst als Eigentümerin der KAG profitiert auch nicht von den Vermögenszuwächsen des dort verwalteten Vermögens, sondern nur von den Gebühreneinnahmen, die sie von den „eigentlichen“ Anlegern für ihre Dienstleistung einfordert.⁴

Wer aber sind diese „eigentlichen“ Anleger, deren Vermögen treuhänderisch verwaltet wird? Ganz unterschiedliche: Zum einen sind es „gewöhnliche“ (wie du und ich) Privatleute, die über Einkommensüberschüsse verfügen. Das können vermögenswirksame Leistungen sein, die man als Sparkassenkunde in einen Aktienfonds bei der Deka-Bank fließen lässt, das kann das ererbte Sparvermögen der Eltern sein, das man nicht gänzlich konsumieren kann oder will, aber auch Einkommensüberschüsse von weniger gewöhnlichen Gut- und Sehr-Gutverdienern, die noch nicht das Ausmaß erreichen, dass man ein Family-Office bemühen muss oder will. Sie legen ihr Geld in allgemein zugänglichen Publikumsfonds an. Die „eigentlichen“ Anleger sind aber zum anderen selbst „institutionelle Investoren“, die ihr Geld in Spezialfonds anlegen: (Lebens-)Versicherungen, die einen Teil der Beiträge ihrer Kunden auch als Aktienanlage halten, Pensionsfonds, Altersversorgungswerke, Stiftungen, Kirchen, vermögende Individuen bzw. Familien, die sich als Erbengemeinschaften zusammen tun, und dergleichen mehr. Unter diesen institutionellen Anlegern sind dann auch wieder solche, die vermittelt für „gewöhnliche“ Leute Gelder anlegen, die meist für die Altersvorsorge gedacht sind; in Deutschland sind das oft Versicherungen, die Lebensversicherungen anbieten oder Rentensparpläne. Weil in vielen Ländern (namentlich den angelsächsischen) die Altersvorsorge auch der Durchschnittsverdiener über Pensionsfonds erfolgt, ist dort das so verwal-

³ Der eine oder andere mag sich in diesem Zusammenhang an die Lehmann-Zertifikate erinnern, die im Insolvenzfall der Investmentbank im Jahr 2008 für ihre Besitzer wertlos wurden. Diese Zertifikate sind aber Inhaberschuldverschreibungen, die im Konkursfall nachrangige Forderungen und eben *nicht* als Sondervermögen dem Konkursverfahren entzogen sind.

⁴ Die Studie weist noch andere Ungereimtheiten, die hier nur als Anfragen aufgeworfen werden können: So tauchen in der Liste der 50 größten „control-holders“ (Vitali et al. 2011: 33) die „State Street Corporation“ prominent an fünfter Stelle auf. Dies erweckt den Verdacht der Doppelzählung, weil dieser Finanzdienstleister vor allem als Depotbank für Investmentfonds wirkt und für diese auch die Ausübung des Stimmrechts nach eigenen oder Kunden-Richtlinien anbietet. Werden die im Depot verwalteten Anteile bei den eigentlichen Haltern (den Investmentfonds) wieder abgezogen? Ferner tauchen unter den 50 größten Haltern zweimal Gesellschaften der Capital Group auf (ebd.), die aber womöglich verrechnet werden müssen (siehe methodische Bemerkungen in Faust u.a. 2011b).

tete Vermögen auch wesentlich höher, während in Deutschland immer noch (trotz schwindender Leistungsfähigkeit des öffentlichen Rentensystems) wesentliche Teile des (meist) „Zwangsgesparten“ in das Umlagesystem wandern und nicht angelegt werden. Diese Fondshäuser verwalten die ihnen anvertrauten Gelder treuhänderisch, was für den Fall der Aktienanlage bedeutet, dass sie auch die Rechte der Aktionäre zur Stimmrechtsausübung wahrnehmen können.

Wie kommt man nun zu der Superstruktur der ETH-Studie? Wenn man ausgehend von einem börsennotierten Unternehmen die Aktionärszusammensetzung analysiert, dann findet man abgesehen von Ankerinvestoren, die oft andere Unternehmen, Stiftungen oder Familien sind, und von sonstigen Privatanlegern zumeist Finanzinvestoren (institutionelle Anleger), darunter prominent die bankunabhängigen (wie etwa Capital Group, heute prominent BlackRock)⁵ und die bank- und versicherungsabhängigen Vermögensverwalter (s.o.). Wenn man nun, wie es die Autoren der ETH-Studie offenbar getan haben, die Aktien, die die bank- oder versicherungsabhängigen Vermögensverwalter im Auftrag ihrer Kunden halten (sie sind die unmittelbaren „Eigentümer“), der Bank oder Versicherung zurechnet, der die Kapitalanlagegesellschaft gehört (aber nicht das verwaltete Vermögen), dann kommt man zu der irreführenden Superstruktur.⁶ Warum aber gehören auch die nicht-bankabhängigen Vermögensverwalter nach dieser Methode der Zurechnung zu dieser Superstruktur? Das liegt daran, dass sie wie die bank- oder versicherungsabhängigen Vermögensverwalter weltweit Anteile an allen großen TNCs halten. Diese Anteile sind jeweils klein, weil die Fonds Risiken streuen wollen, und liegen meist unter der offiziellen Nachweisgrenze von 3%, die seit 2007 in Deutschland gilt. Die großen KAGs bieten für alle relevanten Börsen und alle Börsensegmente (oft mit weiteren Spezialisierungen) Portfolios von börsennotierten Unternehmen an, in die sich Anleger auf der ganzen Welt jeweils einkaufen können. Dadurch sind sie in einer

⁵ BlackRock (BR) ist heute der weltgrößte Vermögensverwalter mit 4,1 Billionen \$ „assets under management“, darunter 2,1 Billionen \$ als „Equity“ (Aktien) (The Economist, 7.12.2013). Würde die Analyse der ETH-Forscher (mit Daten von 2007) heute wiederholt, wäre sehr wahrscheinlich BR an der Spitze der Liste der 147 TNCs, in der der bisherige Spitzenreiter laut ETH-Studie, die Barclays Bank aufgegangen ist. BR verdankt ihren Aufstieg vor allem dem Zukauf von Vermögensverwaltungssparten von Banken, darunter von Merrill Lynch (2008) (Rang 10 in 2007) und eben jener Barclays Bank (2009), die den damals größten bankzugehörigen Vermögensverwalter betrieb (Rang 1 in 2007), der überwiegend passive Investmentprodukte mitbrachte, sogenannte ETFs (Exchange Traded Funds). Ende 2013 sind unter anderem als Folge dieses Erbes 64% aller Investmentvehikel von BR solche passiven Anlagen, die Indices nachbilden und kein Stock- oder Bondpicking machen. Dass dieser Spitzenreiter unter den Vermögensverwaltern weit überwiegend über passive Vehikel engagiert ist, bedeutet auch, dass er allein schon aufgrund dieser Beziehungsgenese (die Aktien bzw. dazugehörigen Unternehmen werden nicht ausgewählt; mit Exit bei Unzufriedenheit kann nicht gedroht werden) wenig Interesse an Einfluss auf die Unternehmensstrategie der jeweiligen Unternehmen entwickelt, allenfalls an allgemeinen Corporate Governance Themen.

⁶ In der Unterscheidung von Netzwerkpositionen bei Vitali et al. (2011) gehören die Banken (mit ihren Vermögensverwaltern) zum Kern (SSC = strongly connected component), während die öffentlich weniger bekannten bankunabhängigen Vermögensverwalter (wie The Capital Group (2), FMR corp. (3), The Vanguard Group (8), etc.) nur zur „in-section“ der als „bow-tie“ (Fliege) beschriebenen Netzwerkstruktur gehören.

Netzwerkstruktur, die nach Eigentumsbeziehungen fragt, weltweite „Big Linker“. Warum aber gehören sie auch zum inneren Kern, der untereinander vernetzt ist, wenn sie selbst doch nicht den Banken gehören? Dies erklärt sich vermutlich darüber, dass sie automatisch in allen möglichen Fonds auch Bankaktien halten, denn die großen Banken sind in allen großen Aktienindizes enthalten, an denen sich Fondsmanager als „benchmark“ meist orientieren (so sind im Euro Stoxx alle großen europäischen Privatbanken vertreten). Auf diesem Wege sind die nicht-bankabhängigen Vermögensverwalter *auch* mit den Banken vernetzt.

Wenn man die „Superstruktur“ auf diese Weise entschlüsselt hat, wird man dann noch von einem organisierten und organisierenden Zentrum der Finanzwirtschaft sprechen, das die Weltwirtschaft regiert? Jedenfalls nicht, wenn man auf Eigentumsbeziehungen abhebt. Man könnte die Entschlüsselung der Superstruktur zum Anlass nehmen für präzisierende Nachfragen: Ist es eine realistische Vorstellung, dass die Banken, denen die KAGs gehören, für die Kontrolle der Unternehmen im weiteren Netzwerk Vorgaben definieren und durchsetzen, wie die jeweiligen Fonds der KAGs ihre Stimmrechte und informellen Einflussmöglichkeiten wahrnehmen? Formulieren sie gar Unternehmensstrategien für das Universum von Firmen, das in den Portfolios der jeweiligen KAG versammelt ist? Wie steht eine solche übergeordnete Steuerung durch die Banken und Versicherer gegenüber den KAGs und ihren Fonds im Verhältnis zu den Steuerungsansprüchen der eigentlichen Anleger, den Kunden der KAGs, namentlich der selbst mächtigen institutionellen Anleger (etwa Pensionsfonds)? Gibt es nicht Interessenkonflikte im Geflecht dieser Superstruktur, etwa zwischen KAGs, die als treuhänderische Aktionäre, womöglich angetrieben durch einen Teil ihrer eigenen Kunden, die exorbitanten Boni im Bankenbereich und riskantes Verhalten fördernde Belohnungssysteme begrenzen wollen, und den Banken, die genau dies nicht ändern wollen? Wie unabhängig sind diesbezüglich bank-abhängige KAGs und ihre Manager im Vergleich zu bank-unabhängigen? Schon im Verhältnis zwischen Bank und KAG taucht die Frage auf, wo das organisierende Zentrum zu finden ist und wie einheitlich folglich Kontrolle und Einflussnahme nach außen erfolgen. Alle verfügbaren Informationen aus unserer laufenden Forschung deuten darauf hin, dass es keine einheitliche Willensbildung und Einflussnahme über alle Fonds im Universum einer Bank oder Versicherung gibt. Die Frage nach einem einheitlich organisierenden Zentrum stellt sich umso mehr, wenn wir auf das gesamte Ensemble schauen. Wie einheitlich kann man sich das Handeln dieser Superstruktur über diverse Banken- und Versicherungsgruppen *hinweg* vorstellen? Diese Bankengruppen stehen selbst in hartem Wettbewerb untereinander, der durch die (vermittelten) Beteiligungsstrukturen in keiner Weise aufgehoben wird. Sind Netzwerke dieser Art ein kollektiver Akteur, der in strategischer Hinsicht integriert ist und nicht nur lose zusammen gehalten wird durch ein paar grundlegende Orientierungen und Konzepte (wie Corporate Governance Prinzipien) und ansonsten Regeln unterliegt, die Wettbewerb vorsehen (Verbot von Insider-Handel

u.a.)? Kann man sich vorstellen, dass Produktmärkte (außerhalb des Finanzsektors) durch diese Superstruktur vermachtet werden und Wettbewerb ausgeschaltet wird, wie die Autoren vermuten? Wird zum Beispiel der Wettbewerb auf dem Weltautomobilmarkt ausgeschaltet, weil an allen globalen Autokonzernen die gleichen 147 (oder auch mehr) Fondsgesellschaften Anteile besitzen? Eine absurde Vorstellung!

Es ist hier nicht der Platz, um all diese Fragen zu beantworten. Gravierender ist, dass einige dieser Fragen noch ganz unzulänglich erforscht sind und daher gar nicht befriedigend beantwortet werden könnten. Mehr substantielle Forschung (manchmal hilft allerdings pures Nachdenken schon) statt an Verschwörungsphantasien appellierendes Raunen, heißt dann aber die Devise.

3. Was sagt die ETH-Studie über die Verhältnisse in Deutschland?

Eine lapidare Antwort könnte lauten: nichts, weil die Studie keine länderspezifischen Analysen enthält. Auch weil die Arbeit nur auf die Kontroll*potentiale* hinweisen will, die sich durch Eigentumstitel ergeben, berücksichtigt sie darüber hinaus die je länderspezifischen Institutionen nicht, deren Regeln festlegen, ob, inwiefern, und wie Aktionäre von börsennotierten Unternehmen ihre Eigentumstitel in Kontrolle übersetzen können, was auch die Abklärung und Gewichtung dieser Ansprüche im Verhältnis zu den Ansprüchen anderer Stakeholder umschließt (Faust 2013b). Dennoch lassen sich die Studienergebnisse relativ leicht in Einklang bringen mit den bekannten Fakten zum Wandel der Corporate Governance in Deutschland. Oder anders formuliert: Kontrollieren Finanzkonzerne die deutsche Wirtschaft, soweit die Unternehmen zu den TNCs gerechnet werden können? Die pauschale Antwort ist: Sie haben in Gestalt institutioneller Investoren (nicht als Banken) als Aktionäre an deutschen börsennotierten Unternehmen deutlich mehr Gewicht als früher, aber (noch) weniger als anderswo, namentlich in den angelsächsischen Ländern. Zweifellos hat mit der Erosion der Deutschland AG, dem Rückzug der Privatbanken und der Allianz als Eigentümer und Aufsichtspersonen von Nicht-Banken, aktionärsfreundlichen Reformen und der Förderung der privaten Altersvorsorge der Anteil von institutionellen Investoren (Investmentfonds, Pensionsfonds, seit einiger Zeit auch Staatsfonds), namentlich aus dem Ausland, als Anteilseigner von börsennotierten Unternehmen zugenommen. Diese gehören meist zu der Gruppe der TNCs, die die ETH-Studie ausgewählt hat. Diese Feststellung ist wohl Allgemeingut und eine länderspezifische Auswertung der Daten könnte helfen, genauer aufzuschlüsseln, wer im Einzelnen die Finanzinvestoren sind, die Aktien von *deutschen* börsennotierten Unternehmen halten.⁷ Es muss aber hinzugefügt werden, dass die (potentielle) Kontrolle aufgrund von Aktien-

⁷ Eine Aufschlüsselung der „bedeutsamen“ institutionellen Investoren an deutschen Börsen bietet eine Stichtagsuntersuchung aus 2010 auf Basis der Daten der BaFin (Anteile > 3%), die vom SOFI in einer Expertise für die Hans-Böckler-Stiftung erstellt wurde (vgl. Faust u.a. 2011b).

besitz durch Finanzinvestoren in Deutschland (institutioneller Streubesitz) nicht die dominierende Form ist: der Sektor der börsennotierten Unternehmen in Deutschland ist zwar seit den 1990er Jahren gewachsen, stagniert aber nach dem „New Economy“-Hype seit vielen Jahren auf einem im internationalen Vergleich relativ niedrigen Niveau; dies drückt sich auch in einer in Deutschland vergleichsweise schwachen Marktkapitalisierung im Verhältnis zum BIP aus.⁸ Ferner gibt es unter deutschen TNCs vielfach nicht-börsennotierte Unternehmen (bzw. in anderen Rechtsformen als der AG): Familien- und Stiftungsunternehmen, öffentliche und genossenschaftliche Unternehmen. Und selbst unter den börsennotierten Unternehmen gibt es viele, die keine potentiell kontrollierende Mehrheit durch institutionelle Investoren aufweisen, sondern etwa in kontrollierendem Besitz von Familieneigentümern sind (Faust u.a. 2011a; Jackson/Sorge 2012). Analysiert man auf Basis der Hauptgutachten der Monopolkommission, die auch die Datengrundlage für die Diagnose der Auflösung der Deutschland AG lieferten (vgl. Krempel 2008), die Eigentumsstruktur der 100 größten Unternehmen in Deutschland, so zeigt sich, dass nur rund ein Fünftel der Unternehmen eine potentiell kontrollfreundliche Struktur von mehr als 50 Prozent im Streubesitz aufweist (Monopolkommission 2010: 145).⁹ Wenn man dann noch hinzunimmt, dass potentielle Kontrolle durch Eigentumstitel je nach System der Corporate Governance unterschiedliches bedeutet (Faust 2013b; Jackson 2010), kann man nur schlussfolgern: Die ETH-Studie rechtfertigt keine Revision dieser bekannten Diagnosen. „Global Corporate Control“, nach der Dechiffrierung der Superstruktur als *potentielle* Kontrolle durch institutionelle Investoren verstanden, gilt in Deutschland allenfalls für ein institutionelles Subsystem (Deeg 2005).

4. „Kontrolle“ und/oder Einfluss: Inwieweit, wie, wozu, wie einheitlich?

Damit sind wir beim letzten Gesichtspunkt: Was bedeutet eigentlich Kontrolle und wie wird sie ausgeübt? Die ETH-Studie enthält sich bewusst näherer Ausführungen hierzu und gibt nur zu bedenken, dass Eigentumstitel Kontroll*potentiale* eröffnen. In der Tat ist es keine triviale Aufgabe, die Frage zu beantworten, ob und wie sich Eigentumstitel in Kontrolle und/oder Einfluss übersetzen lassen. Dabei spielen zum einen konzeptionelle Fragen eine Rolle: Wel-

⁸ In 2010 betrug die Börsenkapitalisierung in Prozent des Bruttoinlandproduktes in Deutschland 47,0 Prozent, während diese Kennziffer in Großbritannien und Nord-Irland 161,7 und in den USA 119,6 Prozent betrug. Spitzenreiter ist überraschend die Schweiz mit 337,3 Prozent (DAI-Factbook 2011).

⁹ Mit der Datengrundlage der Monopolkommission kann man diese beiden Aussagen treffen: a) Erosion der Deutschland AG verstanden als Auflösung der Kapitalverflechtungen zwischen den 100 größten Unternehmen und b) nur begrenzte Herstellung der Eigentümerstruktur, die für eine günstige Kontrollkonstellation für institutionelle Investoren steht, nämlich Streubesitz zu mehr als 50 Prozent. Nur der Verweis auf die Erosion der Deutschland AG im obigen Sinne, wie das in der Literatur oft verkürzend getan wird, ist für sich genommen daher noch kein ausreichendes Indiz für die Herstellung der finanzmarktkapitalistischen Konstellation im Sinne Windolfs (2005).

che institutionellen Regeln geben welchem Akteur auf welchem Wege welche Rechte und wie werden diese Kontroll- und Einflussmöglichkeiten durch unterschiedliche Akteurskonstellationen beeinflusst? Zum anderen sind viele empirische Fragen noch nicht geklärt, die uns einer Beantwortung der Frage näher bringen könnten, weder für die Mutterländer der Shareholder Bewegung (vgl. etwa Jackson 2010 für die USA), noch viel weniger für Deutschland.

Bezüglich des ersten Fragenkomplexes sind einige der relevanten Gesichtspunkte schon kurz angeklungen. Wir haben schon darauf hingewiesen, dass die jeweiligen Regeln der Corporate Governance die Kontroll*potentiale* „übersetzen“ und dass diese Regeln zwischen verschiedenen Ländern folgenreich variieren. In Deutschland bedeutet dies, dass der Aktionärs Einfluss vermittelt über den Aufsichtsrat ausgeübt wird, der als ein pluralistisch definiertes Organ dem Interesse des Unternehmens verpflichtet ist, was sich in formeller Weise auch in der Aufsichtsratsmitbestimmung durch Arbeitnehmervertreter ausdrückt (Faust 2011). Ein anderer Gesichtspunkt hinsichtlich der Kontrollausübung ist auch schon angeklungen: Welches Gewicht den vielen, einzelnen institutionellen Investoren zukommt, hängt auch von der Gesamtkonstellation der Aktionärszusammensetzung ab. Ob es Ankerinvestoren gibt, bedeutet einen Unterschied, insbesondere im Hinblick auf die Frage, ob eine eventuelle Drohung mit feindlicher Übernahme als Disziplinierungsinstrument überhaupt ein realistisches Szenario darstellt (vgl. Faust u.a. 2011a: 163-168). Außerdem werden die vielfältigen und vermittelten Einflussnahmen oft übersehen, weil sich ein Großteil der Literatur mit vereinfachten, einstufigen Prinzipal-Agentenbeziehungen begnügt. Einige dieser Komplikationen hatten wir schon angesprochen: die Vermögenswerte, aus denen die Fondsgesellschaft ihre Stimmrechte und Einflusspotentiale ableitet, stammen wiederum oft von institutionellen Investoren unterschiedlicher Art, die unterschiedliche Interpretationen abstrakter Interessendefinitionen als Aktionär haben, unterschiedliche Zeithorizonte mitbringen und unterschiedliche Wertvorstellungen über legitime Wege der Interessendurchsetzung haben können. Zusätzlich ergibt sich die Frage, ob und ggf. wie Kapitalanlagegesellschaften intern Interessen definieren, vereinheitlichen und vertreten. Nur auf den ersten Blick ist dies ein triviales Problem. Im Universum der großen Kapitalanlagegesellschaften gibt eine Fülle unterschiedlicher Fonds, deren jeweilige Manager im Rahmen ihrer jeweiligen Strategie (Anlageklasse, Anlagestil bzw. –strategie) in unterschiedlichem Maße überhaupt Einfluss auf die Unternehmen nehmen wollen. Man denke nur an Fonds, die passiv Indices nachbilden. Sie positionieren sich im Wettbewerb mit niedrigen Fondsgebühren, eine Wettbewerbsposition, die sie sich mit teurem Shareholder Engagement nicht verderben wollen, zumal sie als Indexanbieter nicht einmal mit Exit drohen können. Ferner liegt es nahe, dass Manager von Aktienfonds und Rentenfonds (Unternehmensanleihen) in manchen Fragen strukturell bedingt unterschiedliche Vorstellungen bezüglich der Unternehmensstrategie und namentlich bezüglich der Frage der Ausschüttungsquote haben. Kreditgeber sind vor allem daran inte-

ressiert, dass die Zinsen gezahlt werden können und kein Zweifel an der Kreditwürdigkeit des Schuldners aufkommt, wodurch der Kurs der Anleihen leiden könnte. Eine Steigerung der Ausschüttungsquote, woran Equity-Investoren mit kurzfristiger Orientierung interessiert sein können, kann aus diesem Grund von Bondinvestoren abgelehnt werden. So kann es zu einem Nebeneinander unterschiedlicher Einflussnahmen aus der Gruppe der Fonds, die Einfluss nehmen wollen, kommen, während andere aus rationaler Interessenabwägung von Einflussnahme überhaupt Abstand nehmen („rationale Apathie“). Schließlich muss zwischen der Einflussnahme auf der Ebene des einzelnen Fonds und einer zentralen Einflussnahme auf Ebene der KAG unterschieden werden, wobei sich letztere nicht auf Strategie-, sondern nur auf übergeordnete „Corporate Governance“-Themen bezieht. Auf KAG-Ebene wird auch in der Regel die Ausübung des Stimmrechts koordiniert.¹⁰ Ob und inwieweit Investmentfonds bzw. die KAGs überhaupt ihre Kontrollrechte ausüben und sich engagieren, ist in der einschlägigen Literatur durchaus strittig, da Apathie auch rational sein kann und im Wettbewerb der Fonds, der auch über performance-relevante Gebühren ausgetragen wird, Trittbrettfahrt naheliegt. Empirisch ist das Ausmaß des Engagements bislang wenig untersucht und die Ergebnisse der vorliegenden Untersuchungen (für einen Überblick für die USA siehe Jackson 2010: 24 ff; Stout 2012; für Deutschland Bassen 2002; Fallanalysen in Faust u.a. 2011a) legen soweit erst einmal nahe, nicht unbesehen von einer einheitlichen und ausgeprägten Wahrnehmung der Kontrollrechte und Einflusspotentiale durch institutionelle Investoren auszugehen, erst recht nicht von einer koordinierten Kontrolle über ein Universum weltweit aktiver Finanzanleger hinweg. Wohlgermerkt, dies bedeutet nicht, dass institutionelle Investoren nicht Einfluss ausüben - im Zusammenspiel mit Analysten nehmen sie ja auch Einfluss auf Managementdiskurse (vgl. Faust u.a. 2011a; Faust/Bahnmüller 2007; Wansleben 2014) - und es nicht zu Absprachen zwischen ihnen kommen kann.

5. Fazit

Wir plädieren hier erst einmal dafür, die Frage nach Kontrolle und Einfluss institutioneller Investoren (wieder) zu einer empirischen Frage zu machen und dabei konzeptionell nicht von

¹⁰ Dabei handelt es sich keineswegs um eine triviale Aufgabe für die potentiellen Kontrolleure bzw. Einflussnehmer. So nimmt BlackRock als der weltweit größte Vermögensverwalter jährlich bei 15.000 Aktionärsversammlungen in über 90 Ländern Stimmrechte wahr (<http://www.blackrockinvestments.de/privatanleger/about-us/verantwortungsvolles-investieren>, Abruf 04.08.2014). Weltweit sind bei BlackRock hierfür 20 Personen zuständig; für die Weltregion EMEA (Europa, Mittlerer Osten und Afrika), zu der auch Deutschland gehört, kümmern sich 5 Personen um die übergeordneten Corporate Governance Themen „verantwortliches Investieren“ und die Stimmrechtsausübung (ebd., Firmenangaben). Angesichts der Dimensionen der Aufgabe erscheint diese Personalausstattung nicht üppig. Obwohl BlackRock erklärtermaßen zu den „engagierten“ Investoren gehört, spielen bei der Bestimmung des Ausmaßes des Engagements auch (Personal)kosten eine Rolle. Die Engagement-Kosten treiben entweder die Fondsgebühren in die Höhe, was womöglich einen Wettbewerbsnachteil gegenüber weniger engagierten Trittbrettfahrern darstellt, oder schmälern den Gewinn der Fondsgesellschaft auf direktem Wege. Beides kann gegen allzu engagierte Kontrolle sprechen (Black 1998).

vorne herein von einer einheitlichen und historisch und sozial-räumlich invarianten Interessen-definition von Shareholdern auszugehen (Lynn Stout [2012] hat hierzu überzeugend argumentiert). Die Vorstellung einer „Global Corporate Control“ durch ein hochgradig integriertes Netzwerk von transnationalen Unternehmen, die überwiegend aus dem Finanzsektor kommen, halten wir als Orientierung für die Forschung aus den angegebenen Gründen für nicht überzeugend. Die Einwände, die wir hier vorgetragen haben, beziehen sich nur auf einen Aspekt dessen, was insgesamt unter Bezugnahme auf die Züricher Netzwerksstudie aufgegriffen wurde, nämlich die Kontrolle der Nicht-Finanzunternehmen durch die „Finanzkonzerne“. Hierbei stellte sich schon heraus, dass die Vorstellung eines einheitlich agierenden Akteurs „Finanzkonzern“ irreführend ist.¹¹ Auf Unterscheidungen innerhalb der Finanzindustrie zu achten, könnte auch für die Frage von Bedeutung sein, inwieweit, zu welchen Themen, in welchen Arenen (national, EU, weltweit) Finanzakteure die „Kunst (ausüben), ökonomische in politische Macht zu transformieren“ (Dörre 2012b: 78), namentlich bei Fragen der Regulierung von Banken und Finanzmärkten und der Corporate Governance, darüber hinaus aber in Politikfeldern wie Budgetdisziplin der öffentlichen Haushalte oder des Rentensystems (vgl. etwa Davis 2014; 2009 vor allem für die USA), ein Thema das nicht explizit Gegenstand unserer Überlegungen war. Von Wolfgang Streeck (etwa 2012) wird diese fatale Liaison von Politik und Finanzindustrie mit den Namen der großen Investment-Banken (alle Teil der Superstruktur) in Verbindung gebracht, deren Inbegriff Goldman Sachs darstellt, die krakenartig ihre „Experten“ in diverse Regierungsfunktionen entsendet und umgekehrt wohlgesinnte und gut vernetzte Regierungsvertreter rekrutiert. Die mit Verve vorgetragene Zusammenschau der Rolle von Goldman Sachs führt aber auch vor Augen, dass diese mit ihrer Geschäftspolitik massiv andere Mitglieder der Finanzindustrie schädigte, die auf den von der Investmentbank konstruierten und angepriesenen Schrottpapieren sitzenblieben. Mit diesem Hinweis auf Interessendifferenzierungen im Finanzsektor soll nun nicht den immer noch raren Analysen im Hinblick auf politische Einflussnahmen des Finanzsektors vorgegriffen werden, die, was den deutschen Fall angeht, auch die traditionellen Unterscheidungen innerhalb des Bankensektors (Privatbanken, Sparkassen, Genossenschaftsbanken) berücksichtigen müssten (Faust 2013a). Im Hinblick auf alle ausstehenden Forschungsanstrengungen sind wir aber davon überzeugt, dass die leitende Vorstellung einer globalen, einheitlichen und integrierten Finanzindustrie sowohl in Bezug auf eine „globale Unternehmenskontrolle“ als auch eine globale Politikkontrolle die Forschung konzeptionell zu eng führt; sie schränkt darüber hinaus auch die politische Phantasie unnötig ein auf die Extreme der ohnmächtigen Ratlosigkeit auf der einen oder des übermütigen großen Knalls auf der anderen Seite, während

¹¹ An anderer Stelle (Faust 2013a) haben wir argumentiert, dass die Wirkungen der großen Finanzkrise auf die Unternehmen der Nicht-Finanzwelt dazu führen können, dass industrielle Unternehmer und Manager sich von den Krisen auslösenden Machenschaften der Banken distanzieren und eine erneuerte, dienende Rolle des Finanzsektors für die (übrige) Wirtschaft einfordern.

die konkrete Analyse der Verantwortung für kritikwürdige Unternehmensentscheidungen ebenso unterbleibt wie die Suche nach verbesserten Regeln und Praktiken der Corporate Governance jenseits der Agenturtheorie des Unternehmens.

6. Literaturverzeichnis

- Bassen, Alexander (2002): Institutionelle Investoren und Corporate Governance. Wiesbaden: Gabler.
- Black, Bernard S. (1998): Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States. In: The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law. Vol. 3: 459–465.
- Davis, Gerald F. (2014): Politics and Financial Markets. In: Knorr Cetina, Karin/ Preda, Alex (eds.): The Oxford Handbook of the Sociology of Finance. Oxford: Oxford University Press. 33-51.
- Davis, Gerald F. (2009): Managed by the Markets. How Finance Re-Shaped America. Oxford: Oxford University Press.
- Dörre, Klaus (2012a): Landnahme, das Wachstumsdilemma und die „Achsen der Ungleichheit“. Berliner Journal für Soziologie 22: 101-128.
- Dörre Klaus (2012b): Landnahme durch Bewährungsproben – Ein Konzept für die Arbeitssoziologie. In: Dörre, Klaus/ Sauer, Dieter/ Wittke, Volker (Hrsg.): Kapitalismustheorie und Arbeit. Neue Ansätze soziologischer Kritik. Frankfurt a. M.: Campus. 63-106.
- Deeg, Richard (2005): Change from Within: German and Italian Finance in the 1990s. In: Streeck, Wolfgang/ Thelen, Kathleen (eds.): Beyond Continuity. Institutional Change in Advanced Political Economies. Oxford: Oxford University Press. 169-202.
- Faust, Michael (2013a): Beherrscht die Finanzökonomie die produktive Ökonomie? In: GEGENBLIND 20/2013. 20.03.2013.
- Faust, Michael (2013b): Corporate Governance. In: Hirsch-Kreinsen, Hartmut/ Minssen, Heiner (Hrsg.): Lexikon der Arbeits- und Industriesoziologie. Berlin: editon sigma. 151-158.
- Faust, Michael (2011): The Shareholder Value Concept of the Corporation and Co-Determination in Germany: Unresolved contradictions or reconciliation of institutional logics. In: Lane, Christel/ Wood, Geoffrey T. (eds.): Capitalist Diversity and Diversity within Capitalism. London: Routledge. 150-188.
- Faust, Michael/ Bahnmüller, Reinhard (2007): Die Zeit der Aktienanalysten. In: Langenohl, Andreas/ Schmidt-Beck, Kerstin (Hrsg.): Die Markt-Zeit der Finanzwirtschaft. Soziale, kulturelle und ökonomische Dimensionen. Marburg: Metropolis Verlag. 37-74.
- Faust, Michael/ Bahnmüller, Reinhard/ Fisecker, Christiane (2011a): Das kapitalmarktorientierte Unternehmen. Externe Erwartungen, Unternehmenspolitik, Personalwesen und Mitbestimmung. Berlin: edition sigma.
- Faust, Michael/ Kädtler, Jürgen/ Thamm, Lukas (2011b): Bedeutsame institutionelle Finanzinvestoren an deutschen Börsen. Expertise für die Hans-Böckler-Stiftung. Göttingen: SOFI.
- Jackson, Gregory (2010): Understanding Corporate Governance in the United States. An Historical and Theoretical Reassessment. Hans-Böckler-Stiftung. Arbeitspapier 22. Düsseldorf: HBS.
- Jackson, Gregory/ Sorge, Arndt (2012): The Trajectory of Institutional Change in Germany, 1979 – 2009. In: Journal of European Public Policy. Vol. 19. No. 8. 1147-1167.
- Krempel, Lothar (2008): Die Deutschland AG 1996–2004 und die Entflechtung der Kapitalbeziehungen der einhundert größten deutschen Unternehmen. In: Rehberg, Karl-Siegbert (Hrsg.): Die Natur der Gesellschaft: Verhandlungen des 33. Kongresses der Deutschen Gesellschaft für Soziologie in Kassel 2006. Frankfurt/M., New York: Campus. 818–830.
- Monopolkommission der Bundesregierung (2010): Achtzehntes Hauptgutachten der Monopolkommission 2008/2009. Drucksache 17/2600. Berlin: Deutscher Bundestag 17. Wahlperiode.
- Streeck, Wolfgang (2012): Wissen als Macht, Macht als Wissen: Kapitalverstehener im Krisenkapitalismus. In: Merkur: Deutsche Zeitschrift für europäisches Denken 66, No. 9/10. 776-787.
- Stout, Lynn (2012): The Shareholder Value Myth. How putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public. San Francisco: Berrett-Koehler Publishers.
- Vitali, Stefania/ Glattfelder, James B./ Battiston, Stefano (2011): The network of global corporate control. arXiv: 1107.5728v2 [q-fin.GN] 19. Sep. 2011.
- Wansleben, Leon (2014): Financial Analyst. In: Knorr Cetina, Karin/ Preda, Alex (eds.): The Oxford Handbook of the Sociology of Finance. Oxford: Oxford University Press. 250-71.
- Windolf, Paul (2005): Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus? In: Windolf, Paul (Hrsg.). Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen. Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie. Sonderheft 45. Wiesbaden. 20–57.

Impressum			
Forschungsverbund Sozioökonomische Berichterstattung (Hrsg.): Berichterstattung zur sozioökonomischen Entwicklung in Deutschland. Dritter Bericht.			
Koordination:	Soziologisches Forschungsinstitut Göttingen (SOFI) e.V., Friedländer Weg 31, 37085 Göttingen	Webseite:	www.soeb.de
Projektleitung:	Dr. Peter Bartelheimer	Download:	http://www.soeb.de/fileadmin/redaktion/downloads/Working-Paper/soeb_3_Working-Paper_2014_1_Faust_final.pdf
E-Mail:	peter.bartelheimer@sofi.uni-goettingen.de	Redaktion:	Thomas Drosdowski (GWS), Sarah Cronjäger (SOFI)
Tel.:	0551-522 0551	Autor (für Rückfragen zum Inhalt):	PD Dr. Michael Faust, SOFI, michael.faust@sofi.uni-goettingen.de
Abteilung 1:	Erosion des deutschen „Teilhabekapitalismus“ – wie nachhaltig ist das deutsche Entwicklungsmodell?		
Arbeitspaket 3:	Eigentumsstrukturen im Unternehmenssektor und Corporate Governance		

