

Auch Industrieländer brauchen regulierte Kapitalmärkte

Jörg Huffschnid

Als die Spekulationsblase an den Finanzmärkten im Frühjahr 2000 platzte, hat dies den konjunkturellen Abschwung der Weltwirtschaft verschärft. Mittlerweile haben sich die Finanzmärkte wieder erholt und setzen zu einem neuen Boom an. Finanzinvestoren rücken ins Blickfeld öffentlicher Diskussionen. Sie können nicht nur die Stabilität des Finanzsystems bedrohen, sondern auch die Lage vieler Unternehmen und ihrer Beschäftigten beeinflussen sowie massiven Druck auf die Politik ausüben. Wer sind diese Finanzinvestoren, wie sehen ihre Strategien aus und welche Gefahren sind damit verbunden? Welche Möglichkeiten der politischen Gegensteuerung und Einbindung gibt es?

1

Einleitung

Dass die umfassende Liberalisierung der Kapitalmärkte für Entwicklungsländer sehr problematisch sein kann, ist durch die zahlreichen Finanzkrisen seit Beginn der 1980er Jahre empirisch belegt und wird auch in der wissenschaftlichen Diskussion zunehmend thematisiert (siehe jüngst Steinherr et al. 2006). Dies hat dazu geführt, dass die Forderung nach schneller und vollständiger Öffnung der Kapitalmärkte, die noch vor zehn Jahren zum Standardrepertoire der internationalen Finanzinstitutionen gehörte, eingeschränkt wird. Offene Kapitalmärkte erscheinen jetzt zwar nach wie vor als wünschenswert, sie werden aber an bestimmte Voraussetzungen gebunden. Dazu gehört an erster Stelle die Existenz eines stabilen Finanzsektors mit funktionierender Finanzaufsicht. In dem Maße, wie diese Bedingungen erfüllt werden, sollen die Finanzsektoren schrittweise für ausländisches Kapital geöffnet werden. Für Industrieländer mit entwickelten Finanzsektoren sei die vollständige Liberalisierung der Kapitalmärkte auf jeden Fall optimal. Die hiermit verbundene Beschränkung wirtschaftspolitischer Optionen wirke positiv, weil sie sozialstaatliche Ausschweifungen und bürokratische Schikanen gegenüber den dynamischen Kräften des Marktes verhindere.

Demgegenüber soll hier argumentiert werden, dass liberalisierte Kapitalmärkte auch für Industrieländer mit entwickelten Finanzsystemen erhebliche Probleme mit sich bringen und einer politischen Kontrolle und Steuerung bedürfen. Die Probleme beziehen sich auf die Stabilität der Fi-

nanzsysteme, den Einfluss der Kapitalmärkte und ihrer Hauptakteure auf die Unternehmen sowie die Wirtschafts- und Sozialpolitik. Dieser Einfluss beruht zum einen auf der größeren Mobilität und den Gewinnstrategien der Finanzinvestoren als neuen Akteuren auf den Finanzmärkten, zum anderen auf der massiven Umverteilung von Einkommen und Vermögen während der letzten 30 Jahre. Er verdichtet sich zum Muster eines instabilen „Finanzmarktkapitalismus“ (vgl. Aglietta/Rebérioux 2005; Windolf 2005), in dem alle gesellschaftlichen Bereiche dem kurzfristigen Renditekalkül der Finanzinvestoren untergeordnet werden. Die Perspektiven politischer Steuerung liegen in einer engeren Regulierung der Finanzmärkte sowie in einer Neuorientierung der Wirtschaftspolitik, einer Umverteilung von oben nach unten und einer Demokratisierung von Unternehmensverfassungen.

2

Internationalisierung, Strukturveränderungen und neue Akteure an den Finanzmärkten

2.1 WACHSTUM UND INTERNATIONALSIERUNG DER FINANZMÄRKTE

Im letzten Viertel des vergangenen Jahrhunderts sind die Finanzsektoren erheblich schneller gewachsen als die Weltproduktion und der Welthandel. Gleichzeitig ist – im Zuge der Liberalisierung der Kapitalmärkte – ihr Internationalisierungsgrad gestiegen. Haushalte, Unternehmen und Staaten investieren und verschulden sich zunehmend auch im Ausland.

Die ausländischen finanziellen Vermögens- und Verschuldungspositionen sind von 7,1 Billionen Dollar im Durchschnitt der ersten Hälfte der 1980er Jahre auf 76 Billionen Dollar im Durchschnitt der ersten Hälfte des laufenden Jahrzehnts gestiegen, also auf über das 10-Fache. Das Wachstum war für die Industrieländer mit dem Faktor 11,4 – von 6,1 auf 69,4 Billionen Dollar – am stärksten. Für die Schwellenländer betrug der Steigerungsfaktor 6,9 und für die anderen Entwicklungsländer 2,9. Von den ausländischen Finanzvermögen und -verbindlichkeiten entfielen durchgängig mehr als 90 % auf die entwickelten Industrieländer (Kose et al. 2006, S. 54).

Die Internationalisierung der Finanzmärkte nahm schneller zu als die Weltproduktion. Die Summe aus ausländischen Finanzvermögen und Schulden belief sich 1970 für Industrie- sowie für Schwellen- und Entwicklungsländer gleichermaßen auf einen Wert, der rund 50 % des Weltsozialproduktes entsprach. Bis Mitte der 1980er Jahre stieg dieser Wert für beide Ländergruppen auf gut 100 % und nahm dann für die Industrieländer stark bis auf über 300 % im Jahre 2004 zu. Bei den Schwellen- und Entwicklungsländern erfolgte der Anstieg langsamer und erreichte im Jahr 2004 einen Wert von rund 150 % (Lane/Milesi-Ferretti 2006, S. 35).

*Jörg Huffschnid, Dr., war bis 2005 Professor für politische Ökonomie und Wirtschaftspolitik an der Universität Bremen.
Arbeitsschwerpunkte: Finanzmärkte und europäische Wirtschaftspolitik. Mitglied der Arbeitsgruppe Alternative Wirtschaftspolitik.
e-mail: Huffschnid@ewig.uni-bremen.de*

Die internationale Finanzverflechtung verlief auch dynamischer als der Welthandel. Das Verhältnis zwischen der Summe aus Auslandsvermögen und -verbindlichkeiten und der Summe aus Exporten und Importen lag für beide Ländergruppen bis Mitte der 1980er Jahre zwischen 150 % und 300 %. Danach stieg es für die Industrieländer steil an und erreichte 2004 einen Wert von über 700 %. Für die Entwicklungsländer dagegen blieb es mit rund 200 % relativ stabil (Lane/Milesi-Ferretti, S. 36).

Neben der Entwicklung der internationalen Kapitalmärkte gibt auch die der Devisenmärkte Aufschluss über den Grad der Globalisierung von Finanzströmen. Die internationalen Währungsreserven sind seit Beginn der 1980er Jahre im etwa gleichen Tempo – nämlich um den Faktor 9,2 – gewachsen wie die internationalen Kapitalbestände (10,7). Der Devisenhandel hat demgegenüber auf das 15-Fache zugenommen und betrug im Jahre 2004 1,9 Billionen Dollar *pro Arbeitstag* (BIS 2004, S. 5).

2.2 STRUKTURVERÄNDERUNGEN UND NEUE AKTEURE: INSTITUTIONELLE ANLEGER, PRIVATE EQUITY, HEDGEFONDS

Mit dem Wachstum und der Internationalisierung der Finanzmärkte haben sich auch die Formen und Funktionsweisen nationaler Finanzsysteme verändert. Neben die traditionellen Strukturen, deren Kern das Einlagen- und Kreditsystem der Geschäftsbanken war und ist (und die daher als bankgestützte Systeme bezeichnet werden), sind sogenannte marktgestützte Strukturen getreten (Padoa-Schioppa/Saccomanni 1994, S. 235–268). In ihnen erfolgt Vermögensaufbau und Finanzierung durch Kauf, Halten und Verkauf von Wertpapieren – vor allem von Aktien und Anleihen, aber auch von Zwischenformen wie Geldmarktpapieren, Schatzwechseln sowie abgeleiteten Papieren (Derivaten).

Im Laufe dieser Verschiebungen haben sich auch neue Gruppen von Akteuren herausgebildet, die als Finanzanleger das Geschehen auf den Finanzmärkten heute maßgeblich bestimmen.

Die mit Abstand größte Gruppe bilden die „institutionellen Anleger“ (IA). Es handelt sich um Versicherungen, Pensionsfonds und Investmentfonds. Sie sammeln Geld – Prämien der Versicherten, Sozialversicherungsbeiträge der Beschäftigten

und Ersparnisse von Privatpersonen – und poolen die meist kleineren Einzelbeträge zu großem Finanzvermögen. Dies legen sie zu geringeren Kosten und mit größeren Gewinnen auf den Finanzmärkten an, als SparerInnen und Versicherte dies selbst täten (Boubel/Pansard 2004).

Das Vermögen der institutionellen Investoren hat sich von 1980 bis 2005 von 2,9 Billionen Dollar auf 55,0 Billionen Dollar, also auf das 19-Fache, erhöht (OECD 2003; International Financial Services (IFSL) 2006, S. 5). Es stammt nach wie vor überwiegend aus den USA, aber die Länder Europas holen auf. Der Anteil der USA ging zwischen 1980 und 2000 von 74 % auf 55 % zurück, der Europas stieg von 24 % auf 28 % (OECD 2003). Im Jahr 2005 entfielen vom Gesamtvermögen der institutionellen Anleger 17,8 Billionen Dollar auf Investmentfonds, 20,6 Billionen Dollar auf Pensionsfonds und 16,6 Billionen Dollar auf Versicherungen (vgl. ebd.).¹

Institutionelle Investoren unterliegen einer relativ intensiven staatlichen Regulierung, die dafür sorgen soll, dass die Ziele der Geldanlage erreicht werden. Pensionsfonds sollen den späteren RentnerInnen sichere Alterseinkommen gewährleisten, Versicherungen dienen der Vorsorge für geplante oder ungeplante Ausgaben in der Zukunft. Für diese beiden Gruppen gibt es Vorschriften zur Beschränkung ihrer Anlagepolitik. Sie sollen überwiegend in festverzinsliche und risikolose Staatspapiere oder in börsennotierte Aktien investieren. Allerdings werden diese Vorschriften unter dem Druck der Finanzanleger zunehmend aufgeweicht. Institutionelle Anleger mischen sich in der Regel nicht aktiv in das Tagesgeschäft der Unternehmen ein, in die sie investieren. Ihr Einfluss erfolgt über die Entscheidung, Aktien zu kaufen, zu halten oder zu verkaufen.

Private Equity Firmen (PEF) sind demgegenüber Firmen, die überwiegend nicht börsennotierte Unternehmen aufkaufen, für eine befristete Zeit (zwei bis sieben Jahre) selbst aktiv managen und dann wieder verkaufen. Von 1998–2004 sind weltweit eine Billion Dollar in PEF geflossen, die 800 Mrd. Dollar investiert haben. Auf Europa entfielen 253 Mrd. Dollar Kapitalaufnahme und 226 Mrd. Dollar Investitionen (Price Waterhouse 2006, S. 12). Dabei handelt es sich um Neugründungen, die keinen Zugang zur Börse und zu Krediten haben und über PEF finanziert werden (venture capital). Nach dem Zusammenbruch der

dot.com-Blase zu Beginn dieses Jahrzehnts ist der Markt für venture capital allerdings stark geschrumpft (Schaaf 2005, S. 3f.). PE-Käufe finden heute überwiegend als „buy-outs“ von Konzerntöchtern statt, von denen die Mütter sich trennen wollen, oder von Familienunternehmen, in denen es Nachfolgeprobleme gibt. Es handelt sich um Unternehmen, die in den Augen der Käufer „unterbewertet“ sind. PEF sammeln bei Banken, institutionellen Investoren sowie bei vermögenden Privatpersonen größere Beträge für spezifische Fonds ein, die eine vereinbarte Laufzeit haben und für das breite Publikum in der Regel nicht zugänglich sind. Mit diesem Geld – und mit zusätzlichen Krediten – kaufen sie Unternehmensbeteiligungen oder ganze Unternehmen, die sie nach einigen Jahren wieder mit Gewinn verkaufen (der als Veräußerungsgewinn in Deutschland nicht steuerpflichtig ist). Ein PE-Zyklus besteht also aus drei Phasen: Kauf, Umbau, Verkauf.

PEF sind in ihrer Anlagepolitik weit weniger stark reguliert als institutionelle Anleger. In Deutschland treten sie überwiegend in der Rechtsform der GmbH & Co. KG auf und unterliegen überhaupt keiner besonderen Regulierung. In dem Maße, wie es institutionellen Anlegern erlaubt wird, in PEF zu investieren, nehmen sie also an den besonderen Risiken – und an der überdurchschnittlichen Rendite – der PE-Branche teil (Kamp/Krieger 2005, S. 20–25).

Hedgefonds sind Unternehmen, die traditionellerweise ihre Mittel überwiegend von sehr reichen Personen, Banken oder Unternehmen erhalten und dort investieren, wo sie schnelle Rendite erwarten, ohne selbst unternehmerisch tätig zu werden. Ihre Zahl nahm zwischen 1990 und 2006 von 127 auf 9000 zu; das von ihnen verwaltete Vermögen stieg von 8,5 Milliarden Dollar auf 1,2 Billionen Dollar (Eichengreen/Mathiesen 1998, S. 7; European Commission 2006b, S. 13). Ende 2004 verfügten Hedgefonds über 2,2 % des insgesamt weltweit verwalteten Finanzvermögens von über 50 Mrd. Dollar. 1998 hatte dieser Anteil noch bei 0,7 % gelegen (vgl. ebd.). Beson-

¹ Die exakte statistische Erfassung der institutionellen Investoren ist deshalb sehr kompliziert, weil die einheitliche Statistik der OECD hierüber ab 2001 abgebrochen wurde und seitdem nur getrennte und in ihrer Konsistenz unklare Quellen für das Vermögen von Pensionsfonds, Versicherungen und Investmentfonds zur Verfügung stehen.

Übersicht 1: Neue Akteure an den Finanzmärkten					
Typ	Vermögen in Billionen Dollar (2005)	Finanzierung (Woher kommt das Geld?)	Investitionsobjekte (Wohin geht das Geld?)	Strategische Hauptorientierung	Regulierungsintensität
Institutionelle Anleger					
– Pensionsfonds	20,6	Rentenversicherungsbeiträge	Staatsanleihen Börsennotierte AGs Andere (PEF, HF)	Sichere Alters-einkommen	hoch
– Versicherungen	16,6	Prämien	Staatsanleihen Börsennotierte AGs Andere	Sichere Auszahlung im Versicherungsfall	hoch
– Investmentfonds	17,8	Ersparnisse Banken	Staatsanleihen AGs, Andere	Sicherheit Liquidierbarkeit Rendite	mittel
Private Equity Firmen (PEF)					
	1,0	Pensionsfonds Banken Investmentfonds Vermögende Privatpersonen	Nicht börsennotierte Unternehmen	Restrukturierung und Verkauf Mittelfristige Höchstrenditen für Geldgeber	niedrig
Hedgefonds					
	1,2	Vermögende Privatpersonen Banken Investmentfonds	Risikoreiche Anlagen	Schnelle Höchstrenditen und Ausschüttung für die Geldgeber	sehr niedrig

Quellen: IMF 2006; BIZ 2005; IFSL 2006.

WSI Hans Böckler Stiftung

3.1. DESTABILISIERUNG DURCH SPEKULATION

In den letzten 20 Jahren gab es in entwickelten Industrieländern vier massive Finanzkrisen: die Börsenkrise 1987 in New York, die Bankenkrise in Japan Anfang der 1990er Jahre, die Krise des Europäischen Währungssystems (EWS) 1992/93 und die Börsenkrise 2000/2001. Die Wirkungen der ersten drei Krisen waren regional beschränkt, und weder die Börsenkrise von 1987 noch die EWS-Krise haben zu massiven Einbrüchen der Produktion geführt. Im Jahre 2000/2001 jedoch fanden die Kurseinbrüche weltweit statt; sie haben zu einer Verknappung der Kreditvergabe geführt und die Krise der Weltkonjunktur verschärft.

Seit 2003 sind die Finanzmärkte wieder beschleunigt gewachsen. Bestand- und Handelswerte von Wertpapieren liegen seit 2005 über denen zu Hochzeiten des jüngsten Spekulationsbooms. Der Devisenhandel hat zwischen 2001 und 2005 um gut die Hälfte, der Wert der durch Derivathandel betroffenen Papiere auf das 2,7-Fache zugenommen (IMF 2004, S. 181; IMF 2006c, S.157). Diese Entwicklung beunruhigt auch die internationalen Institutionen. Der Internationale Währungsfonds (IWF) betont in seinem Global Financial Stability Report von April 2006 die hohe Komplexität der neuen Finanzinstrumente und die potenziellen Gefahren, die von den intransparenten und unkontrollierten Aktivitäten der Hedgefonds ausgehen (IMF 2006c, S. 51–78). Die Europäische Zentralbank (EZB) ist besorgt über das Risiko kumulativer Zusammenbruchketten (ECB 2005, S. 97–100; ECB 2006, S.133–137).

Diese Warnungen sind nicht von der Hand zu weisen. PEF arbeiten in hohem Maße mit Krediten, um den Hebeleffekt zur Steigerung der Eigenkapitalrendite zu nutzen. Hedgefonds arbeiten mit doppeltem Hebeleffekt: Sie nehmen Kredite auf und kaufen Derivate. Wenn die tatsächliche Entwicklung der Wertpapierpreise den spekulativen Erwartungen nicht entspricht, wirkt der Hebeleffekt nach unten und entfaltet große Ansteckungswirkungen. Wenn Hedgefonds zahlungsunfähig werden, haben die kreditgebenden Banken ein Pro-

ders dynamisch verlief die Entwicklung in Europa. Von 2002 bis 2005 stieg der aus Europa stammende Anteil des weltweiten Hedgefonds-Vermögens von 10 % auf 25 % (ebd.). In den letzten Jahren änderte sich die Finanzierungsstruktur von Hedgefonds zunehmend zugunsten institutioneller Anleger. Ihr Anteil am Gesamtfondsvermögen der Hedgefonds lag im Jahre 2005 bei 26 %, und es wird erwartet, dass er ab 2006 auf über die Hälfte der Zuflüsse steigt.

Die systematische Unterscheidung und Abgrenzung zwischen den drei Gruppen (Übersicht 1) wird in der Praxis allerdings zunehmend brüchig. Private Equity Firmen und sogar Hedgefonds gehen dazu über, sich Geld auch von kleineren Anlegern, z. T. auch über die Börse, zu beschaffen. Große Finanzkonzerne – in Deutschland z. B. die Allianz-Gruppe – betätigen sich nicht nur als institutionelle Anleger, sondern auch als Private Equity-Investoren.

2.3 HINTERGRÜNDE DER STRUKTURVERÄNDERUNGEN

Der wesentliche Hintergrund für das schnelle Wachstum der Finanzmärkte, ihre Internationalisierung und die Herausbildung neuer Akteure ist die massive Umverteilung von Einkommen und Vermögen von unten nach oben während der letzten

30 Jahre. Sie hat zu einer enormen Ansammlung von Finanzvermögen in Form liquider Mittel geführt, die wegen einer vergleichsweise zurückbleibenden gesamtwirtschaftlichen Endnachfrage nicht produktiv reinvestiert wird, sondern auf die nationalen und internationalen Finanzmärkte drängt (IMF 2006b, S. 135–159; BIZ 2005, S. 9–11). Dort wird sie von den Finanzinvestoren in Empfang genommen, die das Management und die Vermehrung der Finanzvermögen im Auftrag der Eigentümer übernehmen und damit selbst Gewinne machen.

In der Herausbildung und dominierenden Rolle der Finanzinvestoren kommt die grundsätzliche Veränderung der Dynamik internationaler Finanzmärkte zum Ausdruck: In bankbasierten Systemen beschaffen sich Unternehmen, Regierungen und Haushalte, die Geld benötigen, dieses überwiegend in Form von Bankkrediten. Mittlerweile hat sich die Situation jedoch geändert. Es besteht kein Mangel, sondern ein Überfluss an Geld, das allerdings immer ungleicher verteilt ist. Die Geldbesitzer suchen mit Hilfe der Finanzinvestoren nach Anlagemöglichkeiten. Die Finanzmärkte der Industrieländer werden in erster Linie nicht durch die Suche nach Finanzierungsmitteln, sondern durch die Suche nach Gelegenheiten zum rentablen Finanzinvestment getrieben (Huffschild 2002, S. 37–42).

blem. Dieses vervielfacht sich in dem Maße, wie sie nicht nur Kredite vergeben, sondern selbst in die Fonds investiert haben. Diese Konstellation lag 1998 in dem berühmten Fall des Long Term Capital Management (LTCM)-Fonds vor: Seine bevorstehende Insolvenz hätte das gesamte amerikanische und vermutlich das weltweite Finanzsystem massiv erschüttert und konnte nur durch eine spektakuläre Rettungsaktion unter Führung der Federal Reserve Bank von New York verhindert werden. Seitdem hat die Aktivität von Hedgefonds massiv zugenommen, insbesondere in Europa. Politische Regulierungen, die eine Wiederholung des LTCM-Falles verhindern könnten, hat es jedoch nicht gegeben. Im Gegenteil: In Deutschland sind Hedgefonds seit 2004 erstmals die Türen geöffnet worden und die politischen Bestrebungen in der EU laufen darauf hinaus, die bestehenden Beschränkungen, denen die institutionellen Anleger hinsichtlich ihrer Beteiligung an Hedgefonds und PEF unterliegen, zu lockern oder ganz abzuschaffen (vgl. die Empfehlungen in European Commission 2006a, S. 20–24; 2006b, S. 17–25).

3.2. EINFLUSS AUF UNTERNEHMEN

KAPITALVERLAGERUNGEN

Kapitalverlagerungen stehen im Zentrum der öffentlichen Kontroversen, wenn Konzerne inländische Standorte schließen und die Produktion im Ausland aufnehmen (z. B. AEG Nürnberg), oder wenn sie mit der Drohung, dies zu tun, Belegschaften und Politik im Inland unter Druck setzen (z. B. General Motors in Europa). Dieser Druck ist in den letzten Jahren erheblich härter geworden und hat zu substantiellen Zugeständnissen von Seiten der Gewerkschaften und Belegschaften geführt: In vielen großen Konzernen sind die Löhne gesunken, die Arbeitszeiten länger und die Arbeitsbedingungen schlechter geworden, obgleich die Gewinne massiv gestiegen sind.

Die Wirksamkeit der Drohung, ohne diese Zugeständnisse die Produktion ins Ausland zu verlagern, steht allerdings in deutlichem Gegensatz zum Umfang der tatsächlichen Produktionsverlagerungen. Sie spielen für die großen Industrieländer gesamtwirtschaftlich eine sehr geringe Rolle. Für Deutschland lagen die Kapitalverlagerungen in den Jahren 2001 bis 2004 bei einem Umfang, der weniger als 1 % der in-

ländischen Bruttoanlageinvestitionen entspricht. Sie wurden von den Kapitalzuflüssen (rund 4 %) deutlich übertroffen (UNCTAD 2005, S. 313). Im gesamtwirtschaftlichen Saldo ist Deutschland in den Jahren von 2002 bis 2004 Gewinner der Direktinvestitionsströme gewesen.

Dies erscheint als Widerspruch zu den unmittelbar realen Erfahrungen, dass viele Konzerne tatsächlich verlagern und dass aus einzelnen Branchen und Regionen Kapital abfließt. Die negativen Folgen derartiger Unternehmensstrategien für die Beschäftigten und die betroffenen Regionen sind in der Regel massiv und erfordern betrieblichen und gewerkschaftlichen Widerstand und politische Gegensteuerung. Insgesamt liegen die problematischen Folgen der Kapitalmarktliberalisierung jedoch weniger im Ausmaß tatsächlicher Unternehmensverlagerungen, sondern in der Intensität, mit der die Möglichkeit der Kapitalverlagerung politisch instrumentalisiert wird, um Lohn- und Sozialabbau zu betreiben.

ÜBERSCHULDUNG UND AUSPLÜNDERUNG VON UNTERNEHMEN DURCH PRIVATE EQUITY

Das Ziel von PEF besteht darin, den Geldgebern in überschaubarer Zeit eine hohe Rendite auf ihr Kapital zu beschaffen. Dies geschieht auf drei Wegen: Der erste besteht in der gründlichen Durchforstung und dem Umbau des gekauften „unterbewerteten“ Unternehmens. Um in den Augen der Käufer als unterbewertet zu gelten, muss ein Unternehmen nicht in besonders schlechter Verfassung sein. Die in den Augen der PEF besten Unternehmen sind solche, die durchaus Gewinne machen, aber bei entsprechenden Eingriffen noch höhere Gewinne machen könnten. Maßnahmen nach dem Erwerb sind rigorose Programme zur Senkung der Kosten, vor allem durch Entlassungen und Rationalisierung, durch Abstoßen – Verkauf oder Stilllegung – weniger rentabler und Konzentration auf die rentabelsten Bereiche. Personalabbau sowie stärkere Belastung und geringere Bezahlung der verbliebenen Beschäftigten sind die erste Quelle der höheren Rendite für die Finanzinvestoren. Hierin unterscheiden sich PEF nicht von anderen Unternehmen.

Eine zweiter Weg zur Steigerung der Eigenkapitalrendite ist stärker PEF-spezifisch und führt dazu, dass die Finanzsituation

der gekauften Unternehmen schlechter wird. Die Fondsmanager nutzen beim Kauf nur zu einem geringen Teil – üblicherweise zu 20 % (Handelsblatt 2006a, S.23) – das Geld der Investoren als Eigenkapital. Überwiegend wird der Kauf durch Kredite finanziert. Auf diese Weise lässt sich, solange die Unternehmensrendite höher liegt als die Zinskosten, die Eigenkapitalrendite der Geldgeber massiv steigern. (So steigt beispielsweise bei einer Eigenkapitalfinanzierungsquote von 20 %, bei Zinskosten von 8 % und einer Gesamtkapitalrendite von 10 % die Eigenkapitalrendite auf 18 %). Die zum Erwerb der Unternehmen durch die PEF aufgenommenen Kredite werden durch die neuen Eigentümer regelmäßig auf die erworbenen Unternehmen übertragen und erhöhen deren Verschuldung und Zinslasten. Ökonomisch ist dies nichts anderes, als wenn der alte Eigentümer einen Kredit aufgenommen hätte. Nur die Eigentumsverhältnisse haben sich geändert.

Die dritte Quelle hoher Renditen bei PEF hängt unmittelbar mit den Problemen der zweiten zusammen. Gewinnsteigerung durch Nutzung des Hebeleffektes der Kreditaufnahme funktioniert dann am besten, wenn die Zinsen niedrig sind. Ein Hauptgrund für die Flut von PE-Investitionen aus den USA nach Europa während der letzten beiden Jahre dürfte daher auch darin liegen, dass die amerikanischen Zinsen über den europäischen liegen. Derartige Standortvorteile sind aber fragil und halten erfahrungsgemäß nicht lange an. Wenn die Zinsen auch in der EU steigen – und die EZB hat die Steigerung bereits eingeleitet und weitere angekündigt – wird die Lage schwieriger für die Investoren und der Druck auf die Unternehmen größer. Es liegt daher im Interesse der Finanzinvestoren, die Zeit zwischen Kauf und Verkauf von Unternehmen möglichst zu verkürzen. Eine echte Stärkung der produktiven Grundlagen eines Unternehmens lässt sich aber nicht in immer kürzerer Zeit herbeiführen. Die Fondsmanager greifen daher zu anderen Mitteln, um ihren Geldgebern hohe Renditen zu verschaffen. Ein solches Mittel besteht darin, schon wenige Monate nach der Übernahme Sonderdividenden an die Eigentümer auszuschütten und ihnen auf diese Weise ihr Kapital samt Gewinn zurückzugeben. Nach den Daten der Rating-Agentur Standard & Poor hat sich die Summe derartiger Dividenden-Rekapitalisierungen von 2002 bis 2005 auf 40 Mrd. Dollar verzehnfacht (Handelsblatt

2006a, S. 23). Das geht allerdings zulasten der Unternehmen und bringt sie oft an den Rand der Insolvenz. Folglich wird es schwieriger für die PEF, „ihre“ Unternehmen an der Börse zu platzieren oder einen Käufer mit langfristigen strategischen Interessen zu finden. Es häufen sich daher die Fälle, in denen die PEF die Unternehmen an andere und diese wiederum an dritte Finanzinvestoren verkaufen (Handelsblatt 2006b, S. 22).

DRUCK AUF DAS MANAGEMENT: SHAREHOLDER-VALUE- ORIENTIERUNG

Institutionelle Anleger stehen einerseits unter dem Druck der weltweiten Konkurrenz untereinander um das Vertrauen der Geldgeber und andererseits zusätzlich unter dem der Geldgeber, möglichst hohe Renditen zu erwirtschaften. Diesen doppelten Druck geben sie an das Management ihrer Unternehmen weiter: Sie erzwingen die ausschließliche Konzentration auf die Maximierung der Gewinne für Anleger und eine einheitliche Konkretisierung des Gewinnbegriffs im Aktienkurs (Dörre/Brinkmann 2005, S. 99–110; Deutscher Bundestag 2002, S. 86–88).

Die Macht, die es institutionellen Anlegern erlaubt, die neue Ausschließlichkeit der Renditeorientierung durchzusetzen, beruht auf drei Faktoren. Erstens erhöhen institutionelle Finanzanleger das Gewicht der Eigentümer gegenüber dem Management, insbesondere bei Großunternehmen mit einem hohen Anteil an Streubesitz. Zweitens bestehen zwischen Finanzinvestoren und „ihren“ Unternehmen überwiegend Marktbeziehungen, die größere Distanz und Unabhängigkeit der Investoren schaffen, als sie etwa bei Hausbanken bestehen. Finanzinvestoren können sich durch Verkauf ihrer Anteile jederzeit aus dem Unternehmen zurückziehen, und diese Exit-Option verschafft ihnen Druckpotenzial. Drittens verstärkt die Liberalisierung der Kapitalmärkte das Druckpotenzial der Finanzanleger, weil sie ihre Investitionsoptionen global erweitert.

Hieraus folgt unmittelbar die Notwendigkeit einer einheitlichen Definition des Renditekonzeptes. Wenn die Möglichkeit, weltweit zu investieren, praktische Relevanz haben soll, müssen die Investoren in der Lage sein, die in den verschiedenen Ländern erzielbaren Renditen zu vergleichen. Das ist auf der Grundlage unter-

schiedlicher Methoden und Vorschriften der Gewinnermittlung kaum möglich. Es müssen einheitliche Messgrößen geschaffen werden, die überall anwendbar sind. Eine solche ist der Aktienkurs, der als Gradmesser für den Erfolg und die Qualität eines Unternehmens gilt. Diese Sicht, die sich auf die Theorie effizienter Finanzmärkte stützt (Fama 1970), kann sinnvoll sein, wenn in einer langfristigen ökonomischen Betrachtung der Aktienkurs als Folge der Produktivitätsentwicklung, Innovationsfähigkeit oder der allgemeinen ökonomischen Stärke eines Unternehmens angesehen wird. Eine solche Perspektive wird aber absurd, wenn sie das Management dazu veranlasst, bei seinen Entscheidungen in erster Linie und um jeden Preis den Aktienkurs im Auge zu haben. Auf diese verkürzte Sichtweise reduziert sich aber letztlich die Orientierung am „Shareholder-Value“. Zu den Techniken, mit denen der Aktienkurs gesteigert oder zumindest gehalten werden soll, gehören letztlich auch Bilanzfälschungen, Betrug, Scheingeschäfte und Falschmeldungen in der Öffentlichkeit. Die Zunahme der Bilanz- und Unternehmensskandale seit Ende der 1990er Jahre ist daher kein Zufall, sondern hängt systematisch mit dem Aufstieg des Aktienkurses als Maßstab für Unternehmenserfolg zusammen.

3.3. DRUCK AUF DIE POLITIK: WENIGER STEUERN, MEHR PRIVATISIERUNGEN

Die mit der Liberalisierung der Kapitalmärkte verbundene Mobilität nutzen die Finanzinvestoren auch dazu, Druck auf die Politik auszuüben und eine Verbesserung der politischen Rahmenbedingungen zu fordern. Dies heizt den Standortwettbewerb an (Deutschmann 2006, S. 77–79).

STEUERWETTBEWERB UND STEUERSENKUNG ...

Die Forderungen der Finanzinvestoren decken sich dabei zum Teil mit denen der übrigen Privatwirtschaft: niedrigere Gewinn- und Unternehmenssteuern, geringere Sozialabgaben der Arbeitgeber, Abbau von Regelungen, die die Handlungsfreiheit der Unternehmen beschränken etc. Sie beziehen sich auf die Kostenseite der Unternehmen insgesamt und damit auch auf die Gewinne der Finanzinvestoren, denen diese Unternehmen gehören. Sie sind der öko-

nomische Kern der neoliberalen Gegenreform, die seit Ende der 1970er Jahre versucht, die sozialen und demokratischen Fortschritte in der Welt zu demontieren. Das Besondere der Finanzmärkte und Finanzinvestoren liegt hier nicht in der Stoßrichtung ihrer Interessen und Forderungen, sondern in der neuen Macht und ihrer Fähigkeit, diese – stellvertretend für die Privatwirtschaft insgesamt – durchzusetzen. Unter dem Druck der Finanzanleger haben sich insbesondere die Mitgliedsländer der EU in einen ruinösen Steuerwettbewerb untereinander gestürzt. In seinem Verlauf sind zwischen 2000 und 2005 allein die Körperschaftsteuersätze der „alten“ EU-15 von 35,3 % auf 30,1 % und die der neuen Mitgliedsländer von 27,4 % auf 20,6 % herabgesetzt worden (OECD Tax Data Base). Die Folgen sind Steuerausfälle und Haushaltsprobleme für Länder, aus denen Unternehmenszentralen und/oder Finanzkapital abgezogen werden. Hierauf reagieren die Regierungen der betroffenen Länder mit einer Erhöhung der Besteuerung bei den immobilen Faktoren (Mehrwertsteuer), mit Ausgabenkürzungen (vor allem bei den Sozialleistungen) sowie mit der Privatisierung öffentlicher Dienstleistungen.

... UND PRIVATISIERUNGEN FÜR DIE FINANZINVESTOREN

Bei Privatisierungen entspricht die Politik den speziellen Interessen der Finanzinvestoren, die sich von denen anderer Unternehmen unterscheiden und sich auf die Schaffung neuer Anlagefelder richten. Städtische Verkehrsbetriebe, kommunale Wohnungen, Krankenhäuser usw., die Liste der als privatisierungsfähig angesehenen Bereiche reicht tief in die öffentliche Verwaltung, einschließlich hoheitlicher Bereiche wie der Betrieb von Gefängnissen usw. Steuersenkung und Privatisierung müssen als Gesamtprozess angesehen werden, der in zwei Phasen abläuft. In der ersten wird durch Steuersenkungen zusätzliches Geld für Unternehmen und die oberen Einkommensklassen angesammelt. In der zweiten Phase mildert die öffentliche Hand die hierdurch geschaffenen Haushaltsprobleme dadurch, dass sie öffentliche Dienstleistungsbetriebe verkauft. Der ökonomische Kern des Gesamtprozesses ist eine Schenkung des Staates an die Reichen: Diese kaufen die öffentlichen Betriebe mit dem Geld, das sie zuvor durch Steuergeschenke er-

halten haben. Auch bei der in mehreren Mitgliedsländern der EU eingeleiteten (Teil)Privatisierung der Rentensysteme stehen nicht die demografischen Probleme (zu deren Lösung Privatisierung nichts beiträgt), sondern die Interessen der Versicherungen und Pensionsfonds im Vordergrund.

4

Ansatzpunkte für politische Gestaltung

4.1. VERBESSERUNG DER STABILITÄT

Um die Entstehung von Kredit- und Börsenkrisen zu verhindern, bieten sich mindestens drei Wege an.

Der erste betrifft die Kreditpolitik. Gesetzgeber und Finanzaufsicht sollten die Kreditvergabe der Banken an Finanzinvestoren strikt reglementieren. Sie sollten Kredite an Unternehmen, Stiftungen oder Privatpersonen, die in Offshore-Zentren ohne angemessene Finanzmarktaufsicht angesiedelt sind, zumindest drastisch verteuern, indem sie die Anforderungen an die Unterlegung solcher Kredite mit Eigenkapital der Banken erhöhen. Das Regelwerk „Basel 2“² hat hier eine Chance vertan. Dieses Versäumnis ist aber durch nationale oder europäische Initiativen korrigierbar: Die Koeffizienten für die Risikogewichtung können heraufgesetzt und die Risikomodelle der Banken unter Hinweis auf die Gefahren für die Systemstabilität korrigiert werden. Weitergehende Schritte wären die quantitative Beschränkung oder das Verbot der Kreditvergabe an Unternehmen, die in Offshore-Zentren ihren Hauptsitz haben.

Der zweite Weg ist die stärkere Regulierung der Finanzanleger durch Banken und institutionelle Investoren. Für die Investitionspolitik der Banken gibt es bislang weder in Deutschland noch in Europa Vorschriften oder Beschränkungen. Dass sie ihr Finanzvermögen in erheblichem Umfang in Hedgefonds anlegen, war bis zum LTCM-Skandal weitgehend unbekannt, hat aber keine regulatorischen Konsequenzen gehabt. Diese sind aber erforderlich. Sie sollten darin bestehen, Anlagen von Finanzinstitutionen – Banken, Versicherungen, Pensionsfonds und offenen Investmentfonds – in Hedgefonds zu verbieten und Anlagen in PEF deutlich zu beschränken. Dies würde den Mittelzufluss für die

se Fonds insgesamt vermindern und ihn auf reiche Individuen und geschlossene Investmentfonds konzentrieren. Ein weitergehender Schritt wäre das Verbot des Vertriebs von Hedgefonds, wie es in Deutschland bis 2003 bestand.

Der dritte Weg zur Stabilisierung der Finanzsysteme besteht darin, in den Bereichen, in denen PEF üblicherweise investieren, alternative Finanzierungsmöglichkeiten bereitzustellen. Das ist insbesondere dort sinnvoll, wo PEF als kapitalgebende Retter bei mittelgroßen Firmen in besonderen Situationen auftreten, die keinen Zugang zu den Börsen haben und kaum oder nur zu ungünstigen Konditionen an Bankkredite kommen. Wenn PEF sich aufgrund politischer und sozialer Vorgaben zurückziehen, sollte die Politik die entstehende Lücke schließen. In Deutschland stehen hierfür vorwiegend die KfW-Gruppe³, die öffentlichen Landesbanken und die Sparkassen zur Verfügung.

4.2. SCHUTZ VON UNTERNEHMEN UND BELEGSCHAFTEN

KAPITALVERLAGERUNG: BETEILIGUNG AN DEN KOSTEN

Unternehmen können und sollten nicht prinzipiell daran gehindert werden, im Ausland zu investieren. Das trifft auch für die Verlagerung von Produktion zu, wenn dadurch etwa zusätzliche Absatzmärkte erschlossen werden können. Selbst kostenorientierte Auslagerungen, durch die gering qualifizierte und niedrig entlohnte Arbeit in Länder mit niedriger Produktivität verlagert wird, können nicht grundsätzlich kritisiert werden, wenn dies dort zur wirtschaftlichen Entwicklung beiträgt.

Derartige Verlagerungen sind aber nur dann akzeptabel, wenn dadurch kein gravierender Schaden für den bisherigen Standort und die dort bisher Beschäftigten entsteht. Hierfür sollten die Unternehmen eine wesentliche Verantwortung tragen. Das tun sie am besten, wenn sie am alten Standort neue, produktivere und besser bezahlte Arbeitsplätze schaffen. Soweit sie hierzu nicht in der Lage oder bereit sind, sollten sie zumindest finanziell dazu beitragen, dass die Beschäftigung durch ihren Wegzug nicht sinkt. Ein Mittel dafür sind Kapitalverlagerungsabgaben oder „Wegzugskosten“, deren Aufkommen für öffentliche Struktur- und Beschäftigungspolitik in der Region verwendet wird.

SCHUTZ VOR AUSPLÜNDERUNG DURCH PRIVATE EQUITY

Die befristete Übernahme von Unternehmen kann eine sinnvolle Strategie sein, wenn diese Unternehmen in Problemen stecken, die einen Eigentümerwechsel notwendig erscheinen lassen. Skepsis ist allerdings in der Regel gegenüber dem Begriff der „Unterbewertung“ angebracht, der ja nur besagt, dass ein Investor mehr als bisher aus dem Unternehmen herausholen will, in der Regel zulasten der Beschäftigten.

Kernbestandteile einer Regulierung gegen die Destabilisierung von Unternehmen durch Überschuldung und Ausplünderung sollten sein:

- die starke Beschränkung der Kreditfinanzierung. Private Equity Investitionen sollten überwiegend durch Private Equity (Privates Eigenkapital) finanziert werden. Der Kreditanteil sollte unter 50 % des Kaufpreises liegen;
- das Verbot der Ausschüttung von Sonderdividenden oder sonstiger Vermögensverschiebungen an die Eigentümer. Die Eigenkapitalquote von Unternehmen in PEF Besitz sollte nicht unter 30 % sinken;
- die volle Besteuerungspflicht für Veräußerungsgewinne.

DEMOKRATISIERUNG DER UNTERNEHMENSVERFASSUNG GEGEN DAS DIKTAT DER SHAREHOLDER VALUE-ORIENTIERUNG

Gegen die Verkürzung der Unternehmenspolitik zur exklusiven Ausrichtung auf die kurzfristigen Interessen der Eigentümer sollte die Konzeption einer Corporate Go-

² „Basel 2“ legt fest, in welchem Umfang Bankkredite mit Eigenkapital unterlegt werden müssen, damit eine Bank auch im Falle eines Kreditausfalls liquide bleibt. „Basel 2“ tritt 2007 in Kraft und löst das bisherige Regelwerk „Basel 1“ ab. Die wesentlichen Neuerungen bestehen erstens darin, dass der Umfang des erforderlichen Eigenkapitals sich nicht mehr nach der Zugehörigkeit eines Kreditnehmers zu einer bestimmten Gruppe von Schuldnern (Staaten, Banken, Unternehmen) richtet, sondern von dessen individueller Bonität abhängt. Zweitens wird diese Bonität entweder durch externe Ratings oder durch interne Risikomodelle der kreditgebenden Banken festgelegt.

³ KfW Bankengruppe: Als Bank des Bundes und der Länder ist die KfW Förderbank der deutschen Wirtschaft und Entwicklungsbank für die Transformations- und Entwicklungsländer.

vernance für Großunternehmen gesetzt werden, die auch andere Interessen berücksichtigt (Rocard 2006). Bisherige Konzeptionen von Corporate Governance sind in dieser Hinsicht viel zu eng. Sie zielen ausschließlich darauf, das Management mit Transparenz-, Rechenschaftslegungs- und Verhaltensvorschriften im Interesse der Eigentümer zu disziplinieren und Kleinaktionäre vor Manipulationen durch Großaktionäre zu schützen. Von Entscheidungen des Managements werden aber nicht nur die Interessen der Eigentümer betroffen, sondern auch die anderer Gruppen, in erster Linie der ArbeitnehmerInnen. Der Ausbau der Arbeitnehmermitbestimmung im Unternehmen müsste daher ganz oben auf der Agenda einer Politik stehen, die einer Entartung von Unternehmen zur reinen shareholder-Veranstaltung entgegenzutreten will (Bontrup 2005, S. 103–193). Die Mitbestimmung müsste auf Unternehmen mit mehr als 500 Beschäftigten ausgedehnt werden, um auch die Aktivität von PEF zu erfassen, die sich vorwiegend in mittelständischen Unternehmen engagieren. Damit die Mitbestimmung zum realen Gegengewicht zu den Finanzinvestoren in den Entscheidungsorganen der Unternehmen werden kann, bedarf es vor allem einer wirksamen Vetomacht bei allen beschäftigungsrelevanten Investitions- und Umstrukturierungsmaßnahmen.

Eine andere, weniger weitgehende Möglichkeit, den Einfluss von Finanzinvestoren zu begrenzen, liegt in der europäischen Übernahmerichtlinie vom April 2004. Sie enthält die Möglichkeit zur Abwehr feindlicher Übernahmen. Dabei werden allerdings ausschließlich die Interessen der Aktionäre berücksichtigt. Arbeitnehmer sollen nur informiert und unter bestimmten Umständen angehört werden, haben aber kein Mitentscheidungsrecht. Hier besteht weiterer Reformbedarf: Bei Unternehmensübernahmen müssen die Vertretungen der Arbeitnehmer grundsätzlich ein Mitentscheidungsrecht haben, das bis zum verbindlichen Veto reicht.

4.3. NEUORIENTIERUNG DER WIRTSCHAFTSPOLITIK

Die zunehmende Ausrichtung der Politik an kurzfristigen Interessen der Finanzinvestoren schlägt sich besonders stark in der Steuerpolitik und der laufenden Privatisierungswelle nieder. Hier ist Gegensteuerung besonders dringlich.

Bei der *Steuerpolitik* kommt es darauf an, durch eine Anhebung der öffentlichen Einnahmen den demokratisch legitimierten Institutionen den Handlungsspielraum zurückzugeben, den sie brauchen, um ihrer öffentlichen Verantwortung für eine ausgewogene Entwicklung, sozialen Zusammenhalt der Gesellschaft und den Schutz von Natur und Umwelt gerecht zu werden. Die Regierungen sollten daher den Wettbewerb um die niedrigste Besteuerung von Unternehmens- und Kapitalgewinnen stoppen. Erste zaghafte Ansätze hierzu gibt es auf europäischer Ebene mit der im Juli 2005 in Kraft getretenen Zinssteuerrichtlinie. Sie sollte auf Dividenden und andere Kapitalgewinne ausgeweitet werden. Die Arbeiten zur Reform der Unternehmensbesteuerung auf europäischer Ebene sollten beschleunigt werden und zu einer baldigen Vereinheitlichung der Bemessungsgrundlage und Einführung eines Mindeststeuersatzes führen, der die Verlagerung von Unternehmenszentralen unattraktiv macht. Auch vor einer europäischen Einigung kann und sollte Deutschland die Steuerfreiheit für Veräußerungsgewinne schnell abschaffen, die in der Mehrheit der EU-Länder nicht besteht und eine besondere Attraktion für PEF und Hedgefonds ist.

Höhere Staatseinnahmen sind auch erforderlich, um angesichts der zunehmenden *Privatisierungswelle* die zentralen öffentlichen Dienstleistungen und sozialen Sicherungssysteme vor dem Zugriff der Finanzinvestoren zu schützen. Hierfür ist auch eine umfassende Auswertung der Erfahrungen mit bisherigen Privatisierungen und eine Stärkung – und Reform – des öffentlichen Sektors vonnöten. Die Diskussion hierüber hat gerade erst begonnen und sollte nicht durch weitere Privatisierungen zunehmend irrelevant gemacht werden. Ein allgemeines Privatisierungsmoratorium würde den Raum für eine breite politische Auseinandersetzung öffnen. An ihrem Ende sollte die Konzeption für einen öffentlichen Sektor stehen, der nicht als eng begrenzte Ausnahme von der universell vorherrschenden Privatwirtschaft mit Wettbewerbs- und Gewinnsteuerung definiert ist, sondern der als Alternative hierzu, mit eigenständigen Aufgaben und Organisationsformen, zu entwickeln ist.

Um den Druck der Finanzinvestoren auf die Politik zu begrenzen, ist es letztlich erforderlich, an der Quelle ihrer Dynamik anzusetzen. Diese wird von IWF und BIZ⁴ als übermäßig hohe Liquidität angesehen.

Dies ist nur die halbe Wahrheit, denn die Mehrheit der Menschen verfügt nicht über zuviel, sondern zu wenig Liquidität. Der Kern des Problems ist die *Verteilung*, die starke und zunehmende Konzentration von Einkommen und Vermögen an der Spitze der Gesellschaft. Diese Verteilung ist ökonomisch kontraproduktiv, sozial ungerecht, und sie stärkt die politische Macht der Finanzinvestoren über demokratische Strukturen und Institutionen. Um Letztere national zu bewahren und international aufzubauen, ist eine gleichmäßigere Verteilung von Einkommen erforderlich.

5 Fazit

Globalisierte Finanzmärkte sind durch eine zunehmende Rolle des Wertpapiersektors gegenüber dem Kreditsektor sowie durch die Dominanz der Finanzinvestoren als neue Akteure gekennzeichnet. Die hiermit verbundenen Probleme liegen in der Gefahr spekulativ bedingter Destabilisierung, in einem für die Beschäftigten nachteiligen Einfluss auf die Unternehmenspolitik sowie in der Verdrängung demokratischer Strukturen und Institutionen durch den Vorrang des shareholder value-Prinzips. Politische Gegensteuerung muss daher neben einer stärkeren Regulierung der Finanzmärkte auch auf die Demokratisierung der Unternehmensverfassung zielen. Sie sollte zudem durch eine Neuorientierung der Wirtschaftspolitik und Umverteilung von oben nach unten die Quellen übermäßiger Liquidität austrocknen, aus denen sich der Druck und die Dynamik der Finanzmärkte speisen.

⁴ BIZ = Bank für internationalen Zahlungsausgleich.

LITERATUR

- Aglietta, M./Rebérioux, A.** (2005): *Dérives du capitalisme financier*, Paris
- Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)** (2005): 75. Jahresbericht, 1. April 2004 – 31. März 2005, Basel
- Bank for International Settlements (BIS)** (2005): Triennial Central Bank Survey, Foreign exchange and derivatives market activity in 2004, March 2005
- Bontrup, H.-J.** (2005): Arbeit, Kapital und Staat. Plädoyer für eine demokratische Wirtschaft, Köln
- Boubel, A./Pansard, F.** (2004): Les investisseurs institutionnels, Paris
- Dörre, K./Brinkmann, U.** (2005): Finanzmarkt-Kapitalismus: Triebkraft eines flexiblen Produktionsmodells?, in: Windolf, P. (Hrsg.): Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen, Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 45/2005, S. 85–116
- European Fund and Asset Management Association (EFAMA 2006)** (2006): International Statistical Release, Worldwide Investment Fund Assets and Flows, Trends in the Fourth Quarter 2005 (www.efama.org)
- Eichengreen, B./Mathiesen, D.** (1998): Hedge Funds and Financial Market Dynamics, Washington DC
- European Central Bank (ECB)** (2005): Financial Stability Review 2005, June, Frankfurt
- European Central Bank (ECB)** (2006): Financial Stability Review, June, Frankfurt
- European Commission** (2006a): Report of the Alternative Investment Expert Group: Developing European Private Equity, Brussels
- European Commission** (2006b): Report of the Alternative Investment Expert Group: Managing, Servicing and Marketing Hedge Funds in Europe
- Deutscher Bundestag** (Hrsg.) (2002): Schlussbericht der Enquête-Kommission Globalisierung der Weltwirtschaft, Opladen 2002
- Deutschmann, C.** (2005): Finanzmarkt-Kapitalismus und Wachstumskrise, in: Windolf, P. (Hrsg.): Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen, Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 45/2005, S. 58–84
- Financial Stability Forum (FSF)** (2000): Report of the Working Group on Offshore Centres (www.fsforum.org)
- Fama, E. F.** (1970): Efficient Capital Markets – A Review of Theory and Empirical Work, in: *Journal of Finance*, Nr. 25, S. 383–417
- International Financial Services (IFSL)** (2006): Fund Management. City Business Series, August (www.ifsl.org.uk)
- International Monetary Fund (IMF)** (2004): Global Financial Stability Report, Spring, Washington DC
- International Monetary Fund (IMF)** (2005): World Economic Outlook, Spring, Washington DC
- International Monetary Fund (IMF)** (2006a): Global Financial Stability Report, April, Washington DC
- International Monetary Fund (IMF)** (2006b): World Economic Outlook, Spring, Washington DC
- International Monetary Fund (IMF)** (2006c): Global Financial Stability Report, Spring, Washington DC
- Handelsblatt** (2006a): Handelsblatt vom 15.8.
- Handelsblatt** (2006b): Handelsblatt vom 5.9.
- Huffschmid, J.** (2002): Politische Ökonomie der Finanzmärkte, Hamburg
- Kamp, L./Krieger, A.** (2005): Die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland, Hans-Böckler-Stiftung, Arbeitspapier 103, Düsseldorf
- Ayhan Kose, M./Prasad, E./Rogoff, K./Wei, S.-J.** (2006): Financial Globalization: A Reappraisal, IMF Working Paper WP/06/189, Washington DC
- Lane, P. R./Milesi-Ferretti, G. M.** (2006): The external Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004, IMF Working Paper WP/06/69, Washington DC
- OECD** (2003): Institutional Investors Statistical Yearbook, Paris
- OECD** (2005): Pension Markets in Focus N.2, Paris
- OECD Tax Data Base:** www.oecd.org
- Padoa-Schioppa, T./Saccomanni, F.** (1994): Managing a Market-Led Financial System, in: Kenen, P. B. (ed.), *Managing the World Economy. Fifty years after Bretton Woods*, Washington DC, S. 235–268
- PriceWaterhouseCoopers** (2006), Global Private Equity Report 2005
- Rocard, M.** (2006): Unternehmen gehören nicht nur den Aktionären, in: *Süddeutsche Zeitung* vom 15./16. Juli, S.23
- Schaaf, J.** (2005): Private Equity in Europa: Buy-outs stützen Wachstum, Gründungsfinanzierung abgestürzt, Deutsche Bank Research Economics, Nr. 49
- Steinherr, A./Cisotta, A./Klär, E./Sehovic, K.** (2006): Asien: Plädoyer für eine schrittweise Liberalisierung des Kapitalverkehrs und regionale Integration, DIW Wochenbericht 33, Berlin
- United Nations Conference for Trade and Development (UNCTAD)** (2005): World Investment Report 2005, Geneva
- Windolf, P.** (Hrsg.) (2005): Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen, Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 45/2005